



**“Valoración de Empresas Aplicado a  
Compañía de Cervecerías Unidas CCU”  
Mediante método de Flujos de Caja Descontados**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Rafael Méndez  
Profesor Guía: Carlos Maquieira**

**Santiago, noviembre 2023**

## Contenido

Compañía de Cervecerías Unidas CCU .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
VALORIZACION DE EMPRESAS .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
1: RESUMEN EJECUTIVO .....	6
2: METODOLOGIA .....	7
2.1 Principales Métodos de Valorización .....	7
2.1.1 Método Flujo de Caja Descontados (FCD).....	8
3. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA .....	12
3.1 Descripción de la empresa.....	12
3.2 Accionista Controlador.....	13
3.3 Principales Accionistas.....	14
3.4 Hitos Relevantes .....	16
3.5 Filiales .....	17
3.6 Regulación y fiscalización .....	18
3.7 Competidores y Métricas comparables.....	19
3.8 Ingresos, margen de Explotación y EBITDA .....	21
3.9 Riesgos .....	26
4. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA .....	30
4.1 Deuda financiera .....	30
4.2 Patrimonio Económico.....	32
4.3 Valor económico.....	33
4.4 Estructura de capital histórica y objetivo.....	33
5. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	34
5.1 Estimación beta de la empresa .....	34
5.2 Estimación del costo de capital de CCU .....	35
5.2.1 Beta de la deuda ( $\beta_b$ ).....	37
5.2.2 Beta de la Acción Ajustado .....	37
5.2.3 Beta Patrimonial Sin Deuda $\beta_{pS,D}$ .....	38
5.2.4 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo $\beta_{pC,D}$ .....	38
5.2.5 Costo Patrimonial $K_p$ .....	39
5.2.6 Costo de Capital.....	39
6. ANALISIS DEL NEGOCIO .....	41
6.1 Análisis de crecimiento de la empresa.....	41

6.2	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa .....	42
6.3	Análisis de los activos de la empresa .....	43
6.4	Análisis de los pasivos de la empresa .....	48
6.5	Inversiones de la empresa .....	49
6.6	Análisis de crecimiento de la industria .....	51
7.	PROYECCION DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	53
7.1	Ingresos operacionales proyectados .....	53
7.2.	Costos y gastos operacionales proyectados .....	64
7.3.	Resultado no operacional proyectado.....	67
7.4.	Impuesto corporativo proyectado .....	67
7.5.	Estado de resultados proyectado.....	69
7.5.1	Supuestos utilizados.....	69
8.	PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE .....	71
8.1	inversión en reposición.....	71
8.2	Nuevas inversiones de capital .....	71
8.3	inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto .....	71
8.4	Flujos De caja libre proyectados.....	73
8.5	Valor Terminal .....	74
9.	PRECIO DE LA ACCION ESTIMADO .....	75
10.	ANALISIS DE SENSIBILIDAD.....	77

Ilustración 1: Organigrama CCU .....	15
Ilustración 2: Indicadores de Inflación .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Ilustración 3: Evolución Ingresos CCU vs PIB Chile.....	56
Ilustración 4: Analisis Econometrico: Ingresos CCU, PPE y PIB Chile .....	57

Cuadro 1: Antecedentes CCU .....	12
Cuadro 2: Principales Accionistas CCU.....	14
Cuadro 3: Ratios principales competidores .....	20
Cuadro 4: Principales metricas de la industria .....	20
Cuadro 5 Valores Unidades de fomento (UF).....	21
Cuadro 5 Ingresos, Margen de Explotación y Margen EBITDA CCU Consolidado .....	22
Cuadro 6: Volumen de Hectolitros producido.....	24
Cuadro 7: CAGR principales Item 2017-2021 .....	24
Cuadro 8: Ingresos por países en operación .....	25
Cuadro 9:Distribución de los ingresos por países.....	26
Cuadro 10: Deuda Financiera CCU.....	30
Cuadro 11: Ratios de solvencia.....	31
Cuadro 12: Patrimonio Económico CCU.....	32
Cuadro 13: Valor económico de CCU.....	33
Cuadro 14: Estructura de capital .....	33
Cuadro 15: Estimación beta CCU .....	34
Cuadro 16: Tabla resumen parametros estimación Ko.....	40
Cuadro 17: Ingresos por países en operación .....	41
Cuadro 18: Distribución de los ingresos por pais en operación .....	42
Cuadro 19: Costo de venta por segmento 2017 - 2021 CCU.....	42
Cuadro 20: Margen Bruto 2017 – 2021 .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Cuadro 22: Inversiones CCU .....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Cuadro 23: métricas Inversiones CCU.....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Cuadro 24: % Ingreso para el segmento de bebidas alcoholicas.....	53
Cuadro 25: % Ingreso para el segmento de bebidas no alcohólicas.....	54
Cuadro 26: % Ingreso segmento otros.....	54
Cuadro 27: Estimaciones PIB Chile por el Banco Central para el 2022, 2023 y 2024. ....	61
Cuadro 28: Crecimiento del ingreso de CCU estimado para el segmento de Chile.....	61
Cuadro 29: Crecimiento esperado al 2026 de cada segmento de la empresa.....	63
Cuadro 30: Ingresos proyectados por segmento.....	63
Cuadro 31: Crecimiento ingresos consolidados CCU .....	64
Cuadro 32: Costo de venta estimado por cada segmento. ....	65
Cuadro 33: Margen de explotación consolidado 2022 - 2026 .....	65
Cuadro 34: GAVs proyectados al 2026.....	66
Cuadro 35: Resultado no operacional sobre ingreso 17 - 21 .....	67
Cuadro 36:Impuesto corporativo proyectado 2022 - 2026.....	68
Cuadro 37: Estados de Resultados proyectado en CLP MM al 2026 ...	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Cuadro 42: Flujo de caja proyectado a 2026.....	73
Cuadro 43: FDC sobre Ingresos al 2026 .....	74
Cuadro 44: Valor presente FDC al 2026.....	75
Cuadro 45: Valor Patrimonio CCU 2022.....	75
Cuadro 46: Sensibilización tasa de descuento, efecto sobre el precio estimado	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>

Cuadro 47: Sensibilización respecto al ingreso, efecto sobre el precio de la acción. **Error! Marcador no definido.**

## 1: RESUMEN EJECUTIVO

El siguiente informe tiene la finalidad de valorizar la empresa Compañía de cervecías unidas S.A “CCU” al 31 de diciembre del 2021 con la metodología de flujo de caja descontado con proyecciones de los años 2022 a 2026. El análisis cuenta como antecedentes fundamentales la naturaleza de la industria, riesgos idiosincráticos del sector como del aspecto económico, contexto actual y proyecciones futuras tanto del sistema financiero como del entorno económico real. Para la valorización, dada la estructura de deuda y el análisis hecho de la beta de la acción, **se calculó un costo de capital (WACC) equivalente a 7,35%, el cual será la piedra angular para el descuento de los flujos futuros.**

Dado las proyecciones por unidad de negocio, las cuales vienen de estimaciones ajustadas de los flujos de caja, sustentadas por análisis econométricos y de mercado, frente al comportamiento real de la economía nacional de un mercado de consumo no cíclico, descontados a la tasa calculada, se concluye un valor del **patrimonio equivalente a UF 79.610.426, equivalente a un precio de la acción estimado al 31 de diciembre del 2021 de CLP 6.677 | UF 0,215**, siendo -3,6% inferior al precio real de esa fecha que fue de CLP 6.930 | UF 0,224. bajo esta metodología, el precio estimado está en concordancia con el precio real, manteniéndose en una banda aceptable al que es equivalente en el mercado.

## 2: METODOLOGIA

### 2.1 Principales Métodos de Valorización

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, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). Sin embargo, como se mencionó anteriormente existen diversas posibilidades de establecer el valor económico de la empresa. Las que se usan en su mayoría, por expertos dentro de la Unión Europea son:

1. Valoración por múltiplos
2. Flujo de caja descontados.
3. Flujo de caja a los accionistas.
4. Enfoque basado en ingresos.
5. Modelo de dividendos crecientes,

Las más utilizadas son la valoración por múltiplos y la de flujos de caja descontados (Bancel and Mittoo 2014, The gap between Theory and Valutaion, Journal of applied corporate finance). Los resultados y valores son distintos sin embargo el modelo que más se ajusta a la valoración de la empresa es hasta ahora el método de flujos de caja descontados.

Siempre habrá diferencias entre los métodos de valorización. Es muy poco probable que se obtengan valores exactamente iguales al momento de valorizar una empresa con distintos métodos. Se puede llegar a tener valores similares dentro de un rango, respectivo al precio de la acción, al momento de valorización. Además, se debe tener en consideración que cada analista o consultora utiliza diferentes supuestos por lo difícilmente se puede llegar a determinar un valor único como resultado, incluso dentro de un grupo de analistas. El precio de la acción se determina dividiendo el valor de la empresa por el número de acciones.

Los métodos de valorización utilizados para determinar el valor de la acción de CCU a diciembre del 2021 será el de flujos libre de caja descontados. Con supuestos concretos y otras variables se podrá llegar a un precio estimado de la acción o entregar un rango del precio al momento de ser valorizada.

### 2.1.1 Método Flujo de Caja Descontados (FCD)

Para el método de flujos de caja descontados es una de las metodologías más utilizadas en las finanzas corporativas. Porque relaciona utilidades, crecimientos y riesgos de la empresa valorizada. 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).

El principio de esta metodología se basa en traer los flujos futuros al presente con una tasa de descuento. Esta tasa se calcula a partir del costo de deuda y costo de patrimonio (que a su vez también son tasas). Se interpreta como el interés que se le exige a la empresa por parte de prestadores e inversionistas. Estas tasas por su parte incluyen ratios de deuda y patrimonio, además de la tasa impositiva.

Así, mientras la valoración por FCD es solo una de las maneras de valorar firmas y unas



de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (periodo explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (periodo 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” (Weighted average cost of capital o 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).

El costo de capital se deriva del CAPM con el beta histórico de la empresa. Este beta es el riesgo sistemático, es decir determina la relación que tiene el mercado con el activo. También se podría calificar como un coeficiente de sensibilidad con respecto al mercado. Los flujos provienen de una proyección a mediano plazo y el valor terminal a largo plazo. La proyección se realizará a 5 años, con respecto a la tasa de crecimiento de la industria de bebidas alcohólicas como no alcohólicas de Chile respecto al PIB esperado por el banco central. Respecto a los otros segmentos, se utilizan tasas en base a un reseach extenso del mercado respecto a los segmentos de CCU involucrados. El valor terminal es una perpetuidad que representa los flujos que van más allá de la proyección estimada. Este último es normalmente el que tiene más ponderación con respecto al valor final de la empresa. Todos los flujos anteriormente mencionados se llevan a valor presente.

La metodología no es inmune a los efectos macroeconómicos, geopolíticos, percepciones de los inversionistas, catástrofes, etc. Por lo que el valor estimado varía con respecto al valor real que se transa en el mercado bursátil. 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).

### 3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

#### 3.1 Descripción de la empresa

Compañía Cervecerías Unidas S.A. y sus subsidiarias (“CCU” o la “Compañía”), es una empresa multi-categoría de bebestibles, con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. Sus operaciones se enfatizan en productos como las cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vino y pisco, entre otros. (Memoria anual CCU, 2021) CCU es una compañía con tradición histórica desde 1850, la cual se ha expandido tanto en el mercado local y regional, llegando hasta el mercado de valores de Estados Unidos mediante la colocación de ADRs.

Las operaciones de CCU se dividen en los siguientes tres segmentos de operación: (i) Segmento de operación Chile, que incluye cerveza, bebidas no alcohólicas, licores, sidra y las Unidades Estratégicas de Servicio (“UES”) en el mercado chileno; (ii) Segmento de operación Negocios Internacionales, que incluye cerveza, sidra, bebidas no alcohólicas y licores, entre otras categorías, en Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia; y (iii) Segmento de operación Vinos, que incluye vinos y espumantes en el mercado doméstico, en Chile y Argentina, y exportación a más de 80 países.

A continuación, en el cuadro 1, se presentan ciertos antecedentes de CCU.

*Cuadro 1: Antecedentes CCU*

Tipo de Información	Descripción
Ticker	CCU
Clase de acción	Ordinarias
Derechos de cada clase	Derecho a Voto
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa de Nueva York (NYSE)
Descripción de la empresa	Alimenticias y Bebidas
Rubro y países donde opera	Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay

Elaboración propia en base a investigación de mercado.

### 3.2 Accionista Controlador

Inversiones y Rentas S.A. (“IRSA”), es el accionista controlador de Compañía Cervecerías Unidas S.A. (“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 65,87% del capital accionario de CCU S.A.A

Las acciones emitidas y pagadas de Quiñenco S.A. 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 las acciones de 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 intereses. No existe un acuerdo de actuación conjunta entre los controladores de la sociedad. (Memoria Anual CCU, 2021)

### 3.3 Principales Accionistas

A continuación, se hace un detalle de los accionistas principales que tiene CCU:

*Cuadro 2: Principales Accionistas CCU*

Nombre	N° de Acciones Suscritas	N° de Acciones Pagadas	% de propiedad
INV Y RENTA S.A	218.109.273	218.109.273	59,03%
JP MORGAN CHASE BANK CIRCULAR	76.226.493	76.226.493	20,63%
INV IRSA LTDA	25.279.991	25.279.991	6,84%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	10.666.311	10.666.311	2,89%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	9.829.889	9.829.889	2,66%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	9.539.142	9.539.142	2,58%

Fuente: Memoria anual 2021 CCU

La entidad es propiedad principalmente de sociedades de inversión tales como INV Y RENTA y de Bancos como JP Morgan, Banco de Chile y Banco Santander. Otras entidades mantienen porcentaje de la propiedad, pero son inferiores al 1%.

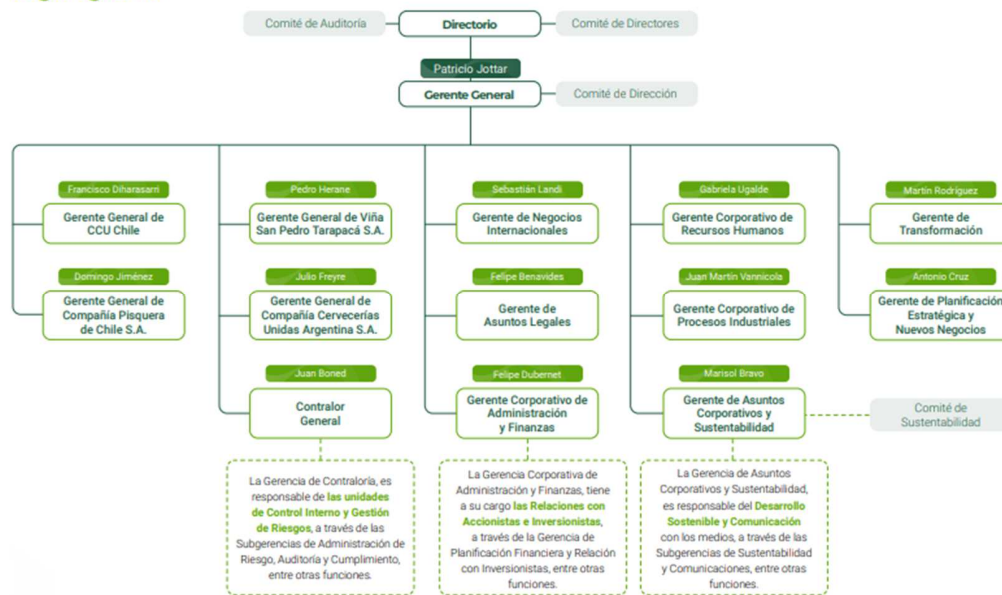
#### 3.3.1 Directorio

A diciembre del 2021, el gerente general de la compañía era Patricio Jottar, economista de profesión. El directorio este compuesto por Andrónico Luksic Craig como presidente del directorio. Vicepresidente Carlos Molina Solías. Entre otros directores se encuentra el ex ministro de educación Rodrigo Hinzpeter, Pablo Granifo Lavin Rory Cullinan entre otros directores.

El organigrama organizacional está definido según la ilustración 1.

Ilustración 1: Organigrama CCU

Organigrama



Fuente: Memoria anual 2021 CCU

### 3.4 Hitos Relevantes

- 1850:

Nace en Valparaíso la primera fábrica de cerveza en Chile, fundada por don Joaquín Plagemann.

- 1902:

Fábrica Nacional de Cerveza se constituye en sociedad anónima con el nombre de Compañía Cervecerías Unidas.

- 1959:

CCU empieza a producir bajo licencia Pepsi-Cola.

- 1992:

CCU es la segunda empresa chilena y tercera latinoamericana en colocar **ADRs**<sup>i</sup> en el mercado estadounidense.

- 2000:

CCU adquiere el 50% de Cervecería Austral S.A. // Viña San Pedro S.A. adquiere Finca La Celia S.A. en Mendoza, Argentina.

- 2009:

Nestlé Waters Chile S.A. compra un 29,9% de las acciones de Aguas CCU-Nestlé Chile S.A. // CCU coloca en el mercado chileno bonos de la serie H por 2 millones de Unidades de Fomento ("UF"), a 21 años y a una tasa de colocación final de 4,3% anual.

- 2019:

CCU inició en Chile la construcción de la nueva planta productiva para bebidas no alcohólicas, que se suma al centro de distribución inaugurado en la comuna de Renca el año 2018.

- 2020:

Luego de su exitoso lanzamiento en 2019, durante el 2020 la plataforma de ventas en línea La Barra consolidó su rol estratégico en la Compañía, multiplicando por cuatro sus ventas



y empezando además su expansión en la región, con su lanzamiento en Argentina y Paraguay.

- 2021:

Durante 2021 CCU reimpulso el dinamismo respecto a volúmenes, alcanzando un nivel consolidado de 34,7 millones de hectólitros, equivalente a una expansión de 13,0% con respecto a 2020.

### 3.5 Filiales

Las filiales de CCU son múltiples las cuales abarcan un mix de mercados de brebajes, en fin de alinearse con la estrategia corporativa. Bajo el concepto de crecimiento, CCU busca con sus filiales incrementar el tamaño y alcance de su operación, lo que se logra mediante una mayor participación de mercado, atendiendo nuevas necesidades, canales, nuevas ocasiones de consumo y entrando en nuevas regiones, negocios y categorías, lo cual es posible mediante la ampliación del mix de marcas. (Memoria anual CCU,2021). Adicionalmente, la gran variedad de filiales **va en línea con la estrategia de CCU de crecimiento orgánico e inorgánico.**

A continuación, se detallan las filiales de CCU:

- Aguas CUU-Nestre Chile S.A
- BEBIDAS ECUSA SpA
- CCU INVERSIONES II SpA
- CCU INVERSIONES S.A
- CERVECERA CCU CHILE LIMITADA
- CERVECERA GUAYACAN SpA
- CERVECERIA BELGA DE LA PATAGONIA S.A
- CERVECERIA KUNSTMANN S.A
- CERVECERIA SZOT SpA
- COMERCIAL CCU S.A
- COMERCIAL PATAGONIA LIMITADA
- COMPAÑÍA PISQUERA DE CHILE S.A
- CRECCU S.A

- EMBOTELLADORAS CHILENAS UNIDAS S.A
- FABRICA DE ENVASES PLASTICOS S.A
- INVERSIONES INTERNACIONALES SpA
- INVERSIONES INVEX CCU DOS LIMITADA
- INVERSIONES INVEX CCU LIMITADA
- INVERSIONES INVEX CCU LIMITADA
- LA BARRA S.A
- MAHINA SpA
- MANANTIAL S.A
- MILLAHUE S.A
- TRANSPORTES CCU LIMITADA
- VIÑA ALTAIR SpA
- VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A

### 3.6 Regulación y fiscalización

Las empresas que tranzan en la bolsa de Santiago son fiscalizadas por la CMF (Comisión para el Mercado Financiero). La Comisión para el Mercado Financiero es un servicio público de carácter técnico, que tiene entre sus principales objetivos velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública. La Comisión está dotada de personalidad jurídica y patrimonio propio, y se relaciona con el presidente de la República de Chile a través del Ministerio de Hacienda. (CMF, 2022)

Dado que CCU tiene *ADRs*, también es fiscalizada por la SEC. La **Comisión de Bolsa y Valores** de Estados Unidos (***U. S. Securities and Exchange Commission***) es una agencia del Gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales de los valores y regular la industria de los valores, los mercados financieros de la nación, así como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos.

### 3.7 Competidores y Métricas comparables

Existen múltiples competidores dependiendo el mercado. El mercado de la cerveza en Chile se caracteriza por la presencia de una amplia gama de marcas de cervezas locales e internacionales. El principal competidor de CCU en el negocio de la cerveza es Cervecería Chile S.A., filial de ABI. Sus principales marcas de cerveza en el mercado chileno son Becker, Corona, Báltica, Stella Artois y Budweiser. Tras la ejecución de un acuerdo de distribución en noviembre de 2020, Cervecería Chile S.A. distribuye sus productos a través de la red de distribución de Embotelladora Andina S.A. (“Embotelladora Andina”) y Coca-Cola Embonor S.A. (“Embonor”), ambas empresas son las principales licenciatarias y embotelladoras de los productos de The Coca-Cola Company en Chile. Otro actor relevante en el mercado de la cerveza en Chile es Viña Concha y Toro S.A. (“Concha y Toro”), que importa Miller Genuine Draft y Estrella Damm desde 2018. Concha y Toro también poseen una participación mayoritaria en Southern Brewing Company, fabricante de la cerveza Kross. Finalmente, en el mercado de la cerveza CCU compite con un amplio número de cervecerías artesanales y distribuidores e importadores de cervezas internacionales.

En las categorías de bebidas no alcohólicas, los competidores son las compañías que producen, embotellan y distribuyen bebidas no alcohólicas en Chile bajo las licencias de The Coca-Cola Company. Así, los dos principales actores en el negocio de bebidas carbonatadas en Chile son Embotelladora Andina y Embonor. El principal competidor en el negocio de agua mineral, purificada y saborizada es Vital Aguas S.A., propiedad de Embotelladora Andina y Embonor. El competidor en el negocio de néctares, jugos, té helado y bebidas deportivas es Vital Jugos S.A., perteneciente a Embotelladora y Embonor S.A.

El mercado de licores en Chile es caracterizado por una amplia gama de productos de producción local e importados. El mayor competidor es Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui Limitada (“Capel”), que produce pisco localmente e importa otros licores. Capel cuenta con plantas de producción ubicadas en las regiones de Atacama y Coquimbo, en el norte de Chile, y distribuye sus productos en todo el país. Desde mediados de 2019, Embotelladora Andina y Embonor comenzaron a distribuir los productos de Capel. Otro competidor relevante es Diageo Chile Limitada, que importa licores premium como whisky Johnnie Walker y vodka Smirnoff, entre otros. A mediados de 2018, los productos de Diageo Chile Limitada comenzaron a ser distribuidos por Embotelladora Andina y Embonor. Por último,

CCU compite con otros importadores de menor tamaño de productos internacionales, así como productores locales de pisco y otros licores

Los cambios en el comportamiento de consumo de las distintas categorías de bebestibles, las principales marcas, tanto en el mundo como en Chile, están apostando por la multi-categoría, es decir, englobar varios sectores dentro de sus mix de producto.

Además de los competidores nombrados en el inicio, es posible encontrar métricas comparables con otros agentes del mercado. A continuación, se presentan ciertas ratios comparables en el cuadro 3 respecto a la industria:

*Cuadro 3: Ratios principales competidores*

Empresa	Pais	Precio Actual	Upside Estimado	Div Yield	Market Cap MM USD	YTD Return	P/E 2022	P/B 2022	EV/EBITDA 2022
Embotelladora Anida	CL	1,701	23,5%	2,4%	1,860	-5,5%	11,4	1,6	5,5
Cia Cervecerias	CL	6,500	13,8%	3,4%	2,948	26%	16,4	1,5	7,4
Viña Concha y Toro	CL	1,600	31,1%	4,4%	1,119	-1,1%	9,1	1,2	7
Coca-Cola Embonor	CL	1,100	35,8%	5,6%	496	-7,4%	1,2	7	1,4

Fuente: BCI Inversiones 2021

En adición, se hizo un análisis de mercado, tomando más variables relevantes en base al mercado mundial de bebestibles. En este sentido se hicieron análisis respecto a ROE, P/E, Crecimiento de las deudas, márgenes y otras variables a tener en condición. Se adjunta en el cuadro 4:

*Cuadro 4: Principales metricas de la industria*

Principales métricas	Periodo	Bebestibles	Crecimiento
P/E	NTM	21.1	- 11,6%
ROE	LTM	17,7%	+ 5,2%
+EV/EBITDA	FY1	13.7	- 18,1%
REVENUE GROWTH		8,0%	
INVENTORY DAYS	LTM	102,9	- 3,7%

REVENUE	LTM	639.4B	+ 12,6%
DEBT / EQUITY	FYD		- 13,8%
GROSS MARGIN	LTM	47,3%	+ 0,2%

Fuente: Refinitiv Eikon: Beverages key metrics

La información de este gráfico se extrajo del software financiero Refinitiv Eikon respecto a información del mercado de “Beverages”. Respecto al signo de la columna *growth*, corresponde al resultado respecto a la tendencia del periodo anterior.

En términos generales, la información extraída muestra ser positiva para la industria, **presentando un crecimiento en las ventas en un 8%, crecimiento en las ganancias en un 12,6%** al periodo anterior además de una tendencia positiva. Este aumento de las ganancias y de los márgenes viene acompañado de una caída de los niveles de apalancamiento de la industria en un -13,8%. Este análisis viene a ser un análisis parcial y de entendimiento, dado que la muestra posee empresas de todo el globo sin discriminación por el sector LATAM, siendo diferentes en su composición a CCU y a su *core* del negocio.

### 3.8 Ingresos, margen de Explotación y EBITDA

Como metodología para el desarrollo de esta valorización, tanto información histórica de la compañía del 2017 al 2021 como las proyecciones financieras al 2026 serán trabajados a valor UF (unidad de fomento), utilizando el valor de cierre de cada año según informa el servicio de impuestos internos para el análisis histórico.

Cuadro 5 Valores Unidades de fomento (UF)

2017	2018	2019	2020	2021
26.798	27.565	28.309	29.070	30.991

Fuente: Servicio de impuestos internos (SII)

#### 3.8.1 Ingresos, margen de Explotación y EBITDA consolidados

A continuación, se muestran los ingresos expresados en millones de UF de CCU para los periodos 2017, 2018, 2019, 2020 y 2021, haciendo hincapié en los principales márgenes

como explotación y margen EBITDA, identificando las principales variaciones y conclusiones o racionalidad de la causa.

*Cuadro 6 Ingresos, Margen de Explotación y Margen EBITDA CCU Consolidado*

UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>Ingresos por venta</b>	<b>63.376.371</b>	<b>64.693.706</b>	<b>64.380.268</b>	<b>63.900.722</b>	<b>80.175.277</b>
<b>Margen de Explotación</b>	<b>33.210.016</b>	<b>33.494.286</b>	<b>32.294.423</b>	<b>30.050.157</b>	<b>38.499.958</b>
sobre ingresos %	52,4%	51,8%	50,2%	47,0%	48,0%
<b>Margen EBITDA</b>	<b>8.477.386</b>	<b>17.150.408</b>	<b>8.264.686</b>	<b>6.026.144</b>	<b>10.663.451</b>
sobre ingresos %	13,4%	26,5%	12,8%	9,4%	13,3%

Fuente: Elaboración propia en base a las Memorias anual CCU 2017 – 2021

Respecto al desempeño del 2018, se aumentó la venta en un 5,0% nominal (2,1% en términos reales). alcanzando UF 64,7 millones, como consecuencia de un volumen de ventas consolidado 9,6% más alto, llegando a 28,5 millones de hectolitros, parcialmente compensado por un precio promedio 4,2% más bajo (Memorias anuales CCU 2018). La disminución del precio promedio es explicada, principalmente, por la fuerte depreciación del peso argentino (“ARS”) contra el peso chileno (“CLP”), que resultó en un precio promedio 14,5% más bajo en el Segmento Negocios Internacionales. La preponderancia del ingreso por parte la unidad de negocio de argentina disminuyo en un 0,7% sobre el total, explicado principalmente por la depreciación de su moneda.

El 2018 estuvo marcado por la transacción que concretó CCU Argentina con Anheuser-Busch InBev, que puso término anticipado a la licencia de Budweiser a cambio de un portafolio de marcas y pagos por hasta USD 400 millones antes de impuestos en un periodo de tres años, incluyendo **un pago inicial en efectivo de USD 316 millones (Memorias anuales CCU 2018)**. Los logros anteriores más las mayores eficiencias derivadas del plan “ExCCelencia CCU” (plan que busca la eficiencia tanto en costos como GAVs) permitieron que el EBITDA creciera un 101,9% en términos reales, el cual sería equivalente a UF 17,1 millones, que difiere en gran magnitud a los resultados en el análisis de 2017 al 2021. Si se excluyen la transacción con ABI, **los efectos de la aplicación de la contabilidad hiperinflacionaria y el revalúo impositivo de activos en Argentina**, (que generan que el EBITDA se incremente desproporcionadamente a lo normal de la empresa) el EBITDA se incrementó en 7,8% nominal (5,9% real)

A nivel de crecimientos reales, la empresa presenta para el periodo 2017 al 2020 un crecimiento bastante estático, donde el crecimiento real promedio es tendiente a un 0,2% (casi un crecimiento real de 0%). Sin embargo, al incluir el 2021, donde la empresa presenta ingresos por UF 80 millones, equivalente a un crecimiento anual de 25,5% respecto al periodo anterior. Los mayores ingresos fueron explicados por un alza de 13,0% en los volúmenes consolidados y un alza de 18,3% en los precios promedio en CLP.

El mayor volumen se logró por un crecimiento de 16,7% en el Segmento de operación Chile, de 7,3% en el Segmento de operación Negocios Internacionales y de 2,9% en el Segmento de operación Vinos. El positivo crecimiento en volumen fue resultado de una recuperación en el consumo, una sólida ejecución comercial y la fortaleza del portafolio de marcas de CCU. El aumento de los precios promedio en CLP se explica por: **(i) un crecimiento de 8,8% en el Segmento de operación Chile**, debido a un efecto mix positivo, principalmente por un buen desempeño de las marcas de cervezas premium, y la implementación de iniciativas de gestión de ingresos, **(ii) un crecimiento de 56,9% en el Segmento de operación Negocios Internacionales**, explicado por iniciativas de gestión de ingresos, al mismo tiempo que los precios subieron en línea con la inflación mientras que la devaluación fue significativamente inferior a la inflación, y efectos mix positivos, y **(iii) un crecimiento de 8,1% en el Segmento de operación Vinos, principalmente como consecuencia de un mejor mix**, el cual más que compensa la apreciación del CLP contra el dólar de los Estados Unidos de América (“USD”) y su impacto negativo en los ingresos de exportación. (Memorias anuales CCU, 2021).

Respecto al margen bruto, este presenta una disminución paulatina pasando de un 52,4% el 2017 sobre ingreso a un 48,0% sobre ingresos el 2021. Su punto más bajo se presenta en el 2020, con un 47,0% sobre ingresos alcanzando UF 30,1 millones de margen bruto. Este menor resultado fue consecuencia de un aumento de 8,3% en el costo de ventas que se explican principalmente por el mayor volumen y el impacto adverso que tuvo la depreciación con respecto al dólar de los Estados Unidos de América (“USD”) del CLP y ARS sobre los costos denominados en USD. **principalmente explicado por un alza de 12,1% en el costo de ventas por hectolitro, como consecuencia de la depreciación de 12,8% del CLP frente al USD, y su impacto en los costos vinculados a esta moneda, y un efecto mix entre categorías.** (Memorias anuales CCU 2020).

Respecto a los volúmenes de producción, en el cuadro 7 se hace un resumen de los hectolitros producidos durante los últimos 5 años:

*Cuadro 7: Volumen de Hectolitros producido*

Volumen Producido	dic-17	dic-18	Dic-19	dic-20	dic-21
Miles de Hectolitros	26.020	28.530	30.032	30.693	34.698
Variación (%)		9,6%	5,3%	2,2%	13,0%

Fuente: Elaboración propia en base a las Memorias anual CCU 2017 – 2021

Si bien la empresa entre el 2017 al 2020 presenta ingresos con crecimiento reales casi equivalentes a 0, el volumen producido se ha mantenido al alza, lo cual se explica por: i) caída en el ticket promedio de los productos en términos reales, ii) El no traspaso del costo a precio en los productos.

En promedio, CCU presenta niveles de crecimiento en la producción de hectolitros de 7,5% para el periodo observado, con una caída de la tendencia en 2020 (producción de 30.693 miles hectolitros equivalente a un crecimiento de 2,2% respecto al periodo anterior) **pero con una recuperación de la tendencia el 2021 con un crecimiento del 13,0% ( 34.698 miles de hectolitros producidos.**

En el cuadro 8, se señala un resumen respecto a los CAGR de los principales ítems.(entendiendo CAGR como el crecimiento anual ponderado) **En este se destaca un crecimiento del ingreso ponderado anual del 10% para los periodos 2017 al 2021**, en donde por su parte el margen de explotación crece un 7,6% debido a un mayor aumento de los costos directos que el aumento experimentado por el ingreso, sin embargo, los GAVs se mantuvieron a un ratio de crecimiento muy similar al ingreso, equivalente al 9,8%. En la tabla se muestra el resumen.

*Cuadro 8: CAGR principales Item 2017-2021*

CAGR	2017 - 2021
Ingreso	10,0%
Margen Explotación	7,6%
Margen EBITDA	9,8%
Volumen	7,5%

Fuente: Elaboración propia en base a las Memorias anual CCU 2017 – 2021



Finalmente cabe señalar que el volumen producido creció en menor preponderancia que el ingreso, por tanto, **se podría suponer una generación de valor en los productos de CCU**, donde a mismos niveles de producción, se pudo generar un ingreso superior. Ahora bien, esto se ve influenciado principalmente por los resultados presentados el 2021, puesto que es el único año donde los ingresos crecen en mayor medida que el volumen producido por la compañía.

### 3.8.2 Ingresos, margen de Explotación y EBITDA por segmentos de operación

Se detalla los ingresos por zona geografía, detallando los ingresos totales entre 2017 y 2021 para Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia. Cabe mencionar que la fila “Países Extranjeros” muestra la suma de los países no correspondientes a Chile.

Cuadro 9: Ingresos por países en operación

Ingresos UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Chile	45.774.613	46.780.809	47.418.471	49.425.189	57.490.792
Argentina	15.429.015	15.295.015	13.792.206	11.634.501	19.767.127
Uruguay	612.066	642.437	628.986	670.234	698.369
Paraguay	1.560.707	1.580.452	1.665.500	1.350.005	1.558.084
Bolivia	0	395.004	875.094	820.782	660.912
<b>Países Extranjeros</b>	<b>17.601.788</b>	<b>17.912.909</b>	<b>16.961.786</b>	<b>14.475.522</b>	<b>22.684.493</b>
<b>Ingresos totales</b>	<b>63.376.401</b>	<b>64.693.718</b>	<b>64.380.257</b>	<b>63.900.711</b>	<b>80.175.286</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 - 2021

Como se mencionó en la parte superior (3.8.2), existe una fuerte caída de los negocios en Argentina (el cual representa el mayor porcentaje de ingresos no ligados a Chile entre un 24,7% - 18,2% para los 5 años analizados), específicamente, por una depreciación de su moneda ARS. Esto **ha representado una caída preponderante en la participación de los negocios internacionales en su totalidad, entendiéndose que Argentina representa la mayoría de ese portafolio (Entorno a un 86% de los negocios internacionales en promedio)**. El 2020 representa su mayor caída, donde los negocios internacionales disminuyeron su participación de un 25% del portafolio a un 21,4%. cual representa el mayor porcentaje de ingresos no ligados a Chile (entre un 24,7% - 18,2% para los 5 años analizados). Finalmente, el 2021 se los negocios internacionales toman mayor pesos del portafolio, contabilizándolos en un 28,3% de los ingresos totales.

En el cuadro 10, se hace referencia a la distribución de los ingresos según la ubicación geográfica; sería de la siguiente forma:

*Cuadro 10: Distribución de los ingresos por países*

Distribución Ingresos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Chile	72,2%	72,3%	73,7%	77,3%	71,7%
Argentina	24,3%	23,6%	21,4%	18,2%	24,7%
Uruguay	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
Paraguay	2,5%	2,4%	2,6%	2,1%	1,9%
Bolivia	-	0,6%	1,4%	1,3%	0,8%

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 - 2021

### 3.9 Riesgos

CCU depende en gran medida de las condiciones económicas, políticas y sociales en Chile, lo que puede impactar de manera negativa los resultados operaciones y posición financiera, debido a que su actividad comercial se desarrolla principalmente en Chile. Así un 63,5% de sus ingresos del año 2021 provienen del Segmento de operación Chile, un 27,3% proviene del Segmento de operación Negocios Internacionales, que incluye Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay, y un 10,5% proviene del Segmento de operación Vinos, que incluye el mercado doméstico en Chile y Argentina y el mercado de exportaciones. De ahí que los resultados operacionales y posición financiera son dependientes, en gran medida, del nivel general de la actividad económica en Chile. La economía chilena ha experimentado un crecimiento del PIB anual promedio de un 3,3% entre los años 2010 y 2021. En el pasado, un crecimiento económico desacelerado en Chile **ha significado una tasa de crecimiento de consumo de sus productos o rentabilidades más bajas**. El desempeño económico de Chile se ha visto afectado por trastornos de los mercados financieros y **recesiones globales como fue el caso de los años 2009 y 2020**.

Si bien la inflación chilena ha sido limitada en los últimos diez años, Chile ha experimentado altos niveles de inflación en el pasado. Las tasas de inflación en Chile en 2021, 2020, 2019 y 2018 fueron de **7,2%**, 3,0%, 3,0%, y 2,6%, respectivamente, medida por cambios en el índice de precios al consumidor y según lo informado por el INE. **Los altos niveles de inflación y devaluación de la moneda en Chile podrían afectar adversamente** la economía chilena y tener un efecto adverso en sus resultados. Esto debido a que, si bien la compañía podría tener crecimientos nominales, esta debe ser ajustada a la tasa de inflación para obtener el crecimiento real por regla de Taylor. En este sentido, si bien pudiesen existir crecimientos, pero estos son inferiores a la inflación del periodo, en términos reales la empresa estaría incurriendo en pérdidas.

Para mitigar los impactos financieros de lo mencionado anteriormente, la Compañía ha mantenido adecuados niveles de liquidez, un bajo indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA y, al mismo tiempo, ha implementado planes de eficiencias, mejoras en gestión de ingresos, costos y gastos a través del programa “ExCCelencia CCU”, continuado por el “Plan de Transformación”. Por otro lado, ha diversificado sus operaciones geográficamente y mantiene una sólida salud financiera que se refleja en su **clasificación de riesgo local e internacional, las que son: ‘AA+’ por Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada y por International Credit Rating Compañía Clasificadora de Riesgo Limitada (ICR), a nivel local y; ‘BBB’ y ‘A-’ por Standard & Poor’s y Fitch Ratings, respectivamente, a nivel internacional. Todas con perspectiva estable.**

**Las fluctuaciones del tipo de cambio pueden afectar negativamente la rentabilidad de la compañía.** Dado que la mayoría de las materias primas que usa CCU están indexadas al USD y exportan vino en diferentes monedas (USD, dólares canadienses, euros y Libras), están expuestos a los riesgos por tipo de cambio que podrían afectar en forma negativa su posición financiera y resultados operacionales. El efecto de dicha variación en el tipo de cambio sobre los ingresos por exportaciones se compensa parcialmente por el efecto del costo de materias primas en términos de pesos chilenos.

Posibles cambios en la legislación tributaria en los países donde CCU opera podría afectar al negocio, en particular, **los cambios en los impuestos corporativos** y específicos

podrían afectar negativamente los resultados e inversiones. La región a sido participe de grandes cambios en la legislación tributaria y en la depreciación de su moneda, como es el caso de Argentina, lo cual afecta directamente los resultados de CCU.

El suministro del agua es un pilar angular del desarrollo del negocio. El agua es un componente esencial para la elaboración de los productos de CCU y de riego de sus campos. Una falla en el suministro de agua, cambios normativos que limiten el uso de este recurso, problemas de escasez hídrica o una contaminación de sus fuentes, podría afectar en forma negativa las ventas y rentabilidad. Como compromiso con el medioambiente y los recursos naturales, la compañía ha definido políticas y compromisos de largo plazo para el uso responsable y sustentable del agua. A través de su plan Visión Medioambiental 2020, iniciado en el año 2010 y culminado el 2020, la Compañía **redujo aproximadamente en un 49%** el consumo de este recurso por litro producido. Asimismo, a través del plan Visión Medioambiental 2030 se compromete a seguir optimizando el consumo de agua por litro producido, **hasta lograr una disminución de 60%** (Memoria Anual CCU, 2021).

#### **Escenario Nacional: Informe de Política Monetaria Banco Central, diciembre 2021**

En base a la IPoM de diciembre del 2021, el banco central señala que el riesgo de una reversión abrupta de las condiciones financieras, provocada por la aceleración del retiro del estímulo monetario ante una inflación más persistente en EE.UU., se ha incrementado. A lo anterior se agregan los riesgos asociados al sector inmobiliario de China. En la medida en que los factores detrás del incremento inflacionario se han extendido por más tiempo del previsto y que han surgido presiones adicionales, la Fed ha cambiado su tono respecto de la transitoriedad de la inflación y ha comenzado a ajustar la magnitud del impulso monetario. Así, una aceleración de su retiro es un escenario que ha seguido ganando terreno. En la misma dirección apunta el riesgo de una reversión de la alta valoración de los activos financieros. Por su parte, las preocupaciones en torno al sector inmobiliario de China también implican riesgos relevantes para las condiciones financieras y el crecimiento, especialmente en los países emergentes. (IPoM, 2021)

La aparición de nuevas variantes del Covid-19 refrenda que la incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia permanece latente. Aún existen brechas importantes entre los niveles de vacunación entre países, por lo que un empeoramiento de la pandemia profundizaría las diferencias en la recuperación. A lo que se añade la incertidumbre

respecto de la efectividad de las vacunas ante el surgimiento de nuevas variantes. Esta situación también repercutiría en una extensión y agudización de los cuellos de botella, acrecentando los riesgos asociados a la elevada inflación a nivel global. (IPoM, 2021)

Ilustración 2 inflación subyacente Mundial. Economías desarrolladas y América Latina.

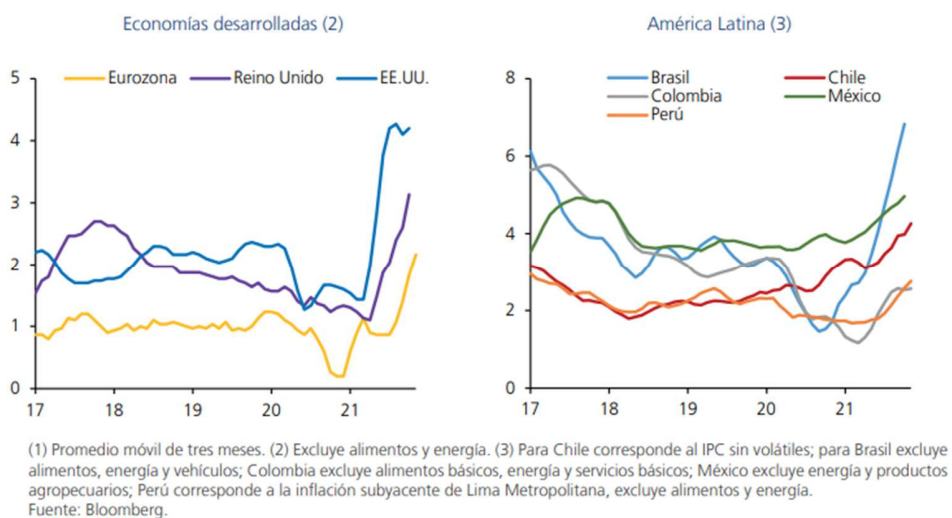


Ilustración extraída del informe de política monetaria banco central de Chile diciembre 2021.

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

Para los cálculos necesarios, se sacó información de los Balances a través de la CMF y *Refinitiv Eikon*, además para el precio de las acciones, se accedió mediante *Investing*. Todos los cálculos están adjuntos en el archivo Excel, en esta presentación se muestran las tablas resultantes.

##### 4.1 Deuda financiera

A continuación, se presenta la deuda Financiera de CCU entre el 2017 y 2021, expresada en al cierre de la UF de cada año.

*Cuadro 11: Deuda Financiera CCU*

<b>Deuda financiera - [UF]</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>
Otros pasivos financieros corrientes	1.999.838	2.277.052	2.415.689	2.378.035	3.272.768
Otros pasivos financieros no corrientes	6.007.976	8.278.081	9.246.857	14.202.850	14.787.191
<b>Deuda Total</b>	<b>8.007.814</b>	<b>10.555.133</b>	<b>11.662.546</b>	<b>16.580.885</b>	<b>18.059.959</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021

Ahora bien, tener una mirada de la deuda sin una comparación de ratios no aporta a comprender la solvencia de la empresa, en ese sentido se muestra en el cuadro 11 tanto el leverage financiero como la cobertura de intereses. Leverage se entiende como un indicador del nivel de endeudamiento de una empresa u organización en relación con su patrimonio, entendido como Deuda Financiera / Patrimonio. Por otro lado, la cobertura de intereses es un ratio muy frecuente en la revisión de la situación financiera de las empresas que pretende evaluar el equilibrio de los flujos de caja generados por la empresa para atender sus obligaciones financieras. En otras palabras, es muy útil para conocer el grado de apalancamiento financiero de una compañía y ver si tiene mayor capacidad de endeudamiento y si con su operación es capaz de solventar sus intereses financieros.

Cuadro 12: Ratios de solvencia

Solvencia CCU - [UF]	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Deuda Financiera	8.007.814	10.555.133	11.662.546	16.580.885	18.059.959
Patrimonio	45.780.603	50.394.193	50.970.618	48.462.975	45.997.719
Leverage Financiero	0,17	0,21	0,23	0,34	0,39
Cobertura de Intereses	9,4	20,1	8,4	6,1	9,3

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021

CCU ha mostrado una estructura de mayor apalancamiento en el transcurso de los 5 años en que se ha efectuado el análisis, **donde el leverage financiero ha aumentado en un 0,23**, esto principalmente por un mayor apalancamiento dado que no han existido disminuciones de patrimonio a excepción del año 2020. Ahora bien, la cobertura de intereses se ha mantenido en un rango entre 6,1 a 20,1 donde siempre la compañía fue capaz de solventar sus intereses financieros con las operaciones. (Entendida la cobertura de intereses como tantas veces es capaz el resultado operacional EBITDA solventar los intereses financieros de la compañía).

Existe un aumento paulatino del leverage financiero de la compañía, que empieza el 2017 con 0,17 terminando el 2021 en 0,39. La racionalidad viene por dos razones, un mantenimiento del patrimonio de la compañía, y **un aumento de 2,25x veces la deuda financiera de la compañía en 5 años. Este aumento de endeudamiento se debe a que entre 2019 y 2020, CCU aumento significativamente en obligaciones con el público** (es decir, la colocación de bonos al mercado), puesto la colocación de los Bonos series L y M por parte de CCU y el Bono serie D por parte de la subsidiaria Viña San Pedro Tarapacá, todas con fecha 10 de junio de 2020, por totales de UF 3 millones, UF 2 millones y UF 1,5 millones, respectivamente. (Memorias anuales CCU, 2020).

La composición de pasivos, expresada como porcentaje sobre el total de los pasivos, al 31 de diciembre de 2021 se compone de un 55,0% en corriente y 45,0% en no corriente. Esta composición aumenta la porción corriente al compararlo con el 31 de diciembre de 2020 de 46,7% a 55,0%, mayormente por un aumento proporcionalmente mayor en pasivos

corrientes, (principalmente por mayores Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar), sobre los Pasivos no corrientes (principalmente por Otros pasivos financieros). (análisis razonados CCU, 2021)

A pesar de este mayor endeudamiento evidenciado en el 2020 y 2021, CCU sigue manteniendo un nivel de endeudamiento acotado y optimo. Según la ratificación de las clasificaciones por parte de Fitch rating, CCU **refleja un perfil operacional y crediticio robustos**. Estos se evidencian en la posición sólida de mercado, con una generación fuerte de flujo y endeudamiento bajo. **Las clasificaciones incorporan que la compañía podría concretar adquisiciones inorgánicas que serían financiadas principalmente con recursos líquidos propios y con acceso al mercado de deuda; sin llegar a presionar la clasificación catalogada como AA+ (Fitch rating, 2021).**

#### 4.2 Patrimonio Económico

Respecto al cálculo del patrimonio económico, el número de acciones se extrajo de las memorias anuales de CCU para los periodos 2017 a 2021. El precio de la acción se calculó como el ultimo precio de cierre correspondiente de cada año.

*Cuadro 13: Patrimonio Económico CCU*

Patrimonio económico [UF]	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Precio Stock	7.350	7.185	6.328	4.678	6.930
N° Stock	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Patrimonio económico [UF]	101.347.586	96.316.725	82.591.051	59.464.159	82.625.759

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021



#### 4.3 Valor económico

Entiéndase valor económico como la deuda financiera de la empresa (de corto y largo plazo) más el patrimonio económico que es equivalente al precio final del periodo de la acción por el número de acciones del periodo.

Cuadro 14: Valor económico de CCU

CCU - [UF]	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Deuda Financiera	8.007.814	10.555.133	11.662.546	16.580.885	18.059.959
Patrimonio económico	101.347.586	96.316.725	82.591.051	59.464.159	82.625.759
V = B + P	109.355.400	106.871.858	94.253.597	76.045.045	100.685.719

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021

#### 4.4 Estructura de capital histórica y objetivo

Cuadro 15: Estructura de capital

Periodos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Promedio 17-19	Promedio 17-21
B/V	0,07	0,10	0,12	0,22	0,18	0,10	0,14
P/V	0,93	0,90	0,88	0,78	0,82	0,90	0,86
B/P	0,08	0,11	0,14	0,28	0,22	0,11	0,17

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021

Entendiendo B como deuda financiera, P como Patrimonio económico y V la suma de la deuda financiera y el patrimonio económico, se procedió con la confección de la estructura de capital objetivo, donde se obtuvo tanto el promedio para el periodo 2017 – 2021 y para el periodo 2017 – 2019, esto con el objetivo de aislar el efecto covid 19 del valor de la estructura. **En ese sentido los valores referenciales para esta valorización son los valores promedios del 17-19, siendo B/P = 0,11.**

## 5. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 5.1 Estimación beta de la empresa

Se obtuvieron los precios semanales de la acción de CCU desde el 1 de enero de 2020 al 31 de diciembre de 2021. Se utilizó el precio de cierre del viernes de cada semana o del último día hábil de cada semana. Además, utilizando el índice de mercado IGPA, se extrajeron de igual forma los precios de cierre para las fechas antes señalada. Los datos a utilizar, se obtuvieron de la plataforma Investing<sup>ii</sup>.

Al momento de calcular los retornos, primero se procedió a limpiar la base de datos, dejando solo el valor de término del día correspondiente, y con calcular la variación correspondiente semanal. Mediante el modelo de mercado se calculó el beta de la acción de la empresa asignada al 31 de diciembre de 2021. El procedimiento se realizó mediante el programa STATA<sup>iii</sup> A continuación se presenta la tabla resumen.

Cuadro 16: Estimación beta CCU

Datos de Estimación Beta	
Periodo	dic-21
Beta de la acción	0,635
<i>P-value</i>	0,000
N° de observaciones	104
R <sup>2</sup>	0,3196
Presencia Bursátil	100%

Elaboración propia en base a los resultados del programa Stata para los precios de la acción de CCU del 2020 al 2021

Sobre este beta, se realiza el ajuste de *Blommberg* (Blume,1975) :

$$\beta_{ajustado} = \frac{2}{3}\beta_{estimado} + \frac{1}{3}$$

$$\beta_{ajustado} = \frac{2}{3} * 0,635 + \frac{1}{3}$$

$$\beta_{ajustado} = 0,757$$

En este sentido el Beta de CCU con respecto al mercado es de 0,64, el cual es significativo dado un p-value de 0,000. Ahora bien, utilizando el beta ajustado de *Blommberg* nos da un beta de 0,757 el cual será usado para la estimación del costo de capital. El R<sup>2</sup> da un valor de 0,32, lo cual refleja que la bondad del ajuste de un modelo a la variable que pretende explicar, y es suficiente para el cálculo del beta de la acción, en todo caso nos indica que el 32% del riesgo de la acción es sistemático.

## 5.2 Estimación del costo de capital de CCU

Con el fin de estimar el costo de capital de CCU, se realizan los siguientes supuestos al 31 de diciembre de 2021:

### **Respecto a la tasa libre de riesgo:**

Los Bonos emitidos por el Banco Central de Chile son bullets por lo cual tienen riesgo de reinversión. En el mercado existen Bonos Cero cupones emitidos por el Banco Central. Sin embargo, son muy poco líquidos. Como la estructura inter temporal de las tasas de interés no es plana entonces se recomienda usar un bono cuyo vencimiento se asemeje lo más posible al horizonte de lo que está bajo valoración. Los bonos más líquidos en el mercado

chileno son UF-5, UF-7 y UF-10 seguido por el UF-20 y UF-30. (Maquiera, 2022). En este sentido se tomaron los Bonos en UF a 30 año (BCU, BTU), considerando que la valoración de una empresa es claramente de largo plazo. Por lo tanto, **la  $R_f$  correspondiente es equivalente a 2,29%**.

#### **Respecto al premio por riesgo de mercado:**

Lo ideal sería usar un valor promedio estimado a través de tres modelos: EHV, Damodaran, Golman & Sachs y Campbell y Shiller (Maquiera, 2022). El valor estimado para el 2019 estuvo en 6,6% (promedio de los tres modelos anteriores que están en un rango entre 6,42% y 6,94%). Damodaran reporta para Chile en el 2021 (enero 2022) un premio entre 4,94% y 4,88%(Damoradan,2021). Ahora bien, El premio anterior está subestimado y eso se debe al uso de un PRM para USA de 4,24%. Por lo tanto, se recomienda el método de Damodaran, pero cambiando el PRM de USA por aquel estimado por Duff & Phelps. Es decir, el PRM de base es 5,5% más el premio estimado por Damodaran. Este valor para enero 2022 es un **6,46% (promedio de ambos métodos) y es la que se considera para el AFE. (Maquiera, 2022)**

#### **Respecto a la tasa impositiva:**

El Impuesto de Primera Categoría grava las rentas provenientes del capital, entre otras, por las empresas comerciales, industriales, mineras, servicios, etc. (SII, 2022). Desde el año 2019 tributario en adelante se **considera un impuesto de primera categoría equivalente a 27%**, el cual no ha sufrido alteraciones hasta la fecha.

#### **Respecto al costo de la deuda( $K_b$ )**

Viendo los bonos que tiene CCU dentro de sus deudas, el bono con ticket INVRCU, emitido en CLP (creo que es UF) con fecha de emisión del 01-06-2020 sería el seleccionado, dada la fecha de emisión mas cercana a la actual, con mayor madurez (fecha del último pago el 01-06-2040), por tanto, es el más representativo de la deuda. Dado el programa *refinitiv Eikon*, la *yield* sería de 4,78% Por tanto, nuestro  $K_b$  sería de 4,78% nominal.

### 5.2.1 Beta de la deuda ( $\beta_b$ )

Dado un  $K_b$  igual a 4,78% (extraído de la yield del bono INVRCU), una tasa libre de riesgo de 2,29% extraída de los bancos central y el Premio por riesgo de Mercado de Chile (extraído de los apuntes del profesor Carlos Maquieira) equivalente a 6,46%, el beta de la deuda se resolvería como:

$$K_b = R_f + B_d * PRM$$

$$B_d = \frac{K_b - R_f}{PRM}$$

$$B_d = \frac{4,78\% - 2,29\%}{6,46\%}$$

$$B_d = 0,386$$

### 5.2.2 Beta de la Acción Ajustado

El beta de la acción ajustado es de **0,757**, el cual fue calculado anteriormente mediante el modelo de mercado.

$$\beta_{ajustado} = \frac{2}{3} * Beta + \frac{1}{3}$$

$$\beta_{ajustado} = \frac{2}{3} * 0,635 + \frac{1}{3}$$

$$\beta_{ajustado} = 0,757$$

### 5.2.3 Beta Patrimonial Sin Deuda $\beta_p^{S,D}$

Para el cálculo del beta patrimonial sin deuda, es necesario des apalancar el beta patrimonial con deuda, aplicando el *leverage* anteriormente calculado y la tasa corporativa (la cual es 27% para el caso chileno)

$$\beta_p^{S,D} = \frac{\beta_{ajustado} + \beta_b * (1 - T_c) * \frac{B}{P}}{1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P}} = \frac{0,757 + 0,386 * (1 - 0,27) * 0,11}{1 + (1 - 0,27) * 0,11} = \mathbf{0,729}$$

### 5.2.4 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo $\beta_p^{C,D}$

En base a la estructura de capital objetivo-histórica sin contabilizar los años 2019 y 2020 dado el indicio de desalineamientos planteamos por la pandemia Covid 19 (Maqueira, 2022) se utilizan los valores presentados en el cuadro 15 (estructura de capital objetivo) para el calculo del beta patrimonial. En esta lógica el valor de la deuda financiera / patrimonio económico objetivo (B/P) histórica para los años 2017, 2018 y 2019 es equivalente a 0,11 para CCU.

En base a esto, el cálculo se desarrollaría como:

$$\beta_p^{C,D} = \beta_p^{S,D} * \left[ 1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P} \right] - B_d * (1 - T_c) * \frac{B}{P}$$
$$\beta_p^{C,D} = 0,73 * [1 + (1 - 0,27) * 0,11] - 0,39 * (1 - 0,27) * 0,11$$
$$\beta_p^{C,D} = 0,73 * [1 + (1 - 0,27) * 0,11] - 0,39 * (1 - 0,27) * 0,11$$
$$\beta_p^{C,D} = 0,757$$

### 5.2.5 Costo Patrimonial $K_p$

Ya con el beta patrimonial en base a la estructura de capital objetivo, a este se le aplica un ajuste por el premio por riesgo de mercado mas la tasa libre de riesgo.

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{C,D} = 2,29\% + 6,45\% * 0,757$$

$$K_p = 7,78\%$$

### 5.2.6 Costo de Capital

Finalmente, se procede con el costo de capital:

$$K_o = K_p * \left(1 - \frac{B}{V}\right) + K_b * (1 - T_c) * \frac{B}{V} = 7,78\% * (1 - 9,9\%) + 4,78\% * (1 - 0,27\%) * 9,9\%$$

$$K_o = 7,35\%$$

En base a los resultados, se confecciona la siguiente tabla resumen:

Cuadro 17: Tabla resumen parámetros estimación  $K_o$

<b>Tabla parámetros Costo de Capital</b>	
$R_f$	2,29%
$PRM$	6,45%
$T_c$	27%
$\beta_{ajustado}$	0,757
$K_b$	4,78%
$\beta_b$	0,386
$\beta_p^{S,D}$	0,729
$\beta_p^{C,D}$	0,757
$K_p$	7,78%
<b><math>K_o</math></b>	<b>7,35%</b>

Elaboración propia en base a los resultados de los parámetros para la estimación del costo de capital.



## 6. ANALISIS DEL NEGOCIO

### 6.1 Análisis de crecimiento de la empresa

CCU a demostrado un crecimiento constante a lo largo de los últimos años, con un **CAGR del 9,98%** en sus ingresos totales. Los ingresos de CCU es posible dividirlos en tres grandes áreas:

- Chile
- Países Extranjeros
- Vino

Dentro de la sección de Negocios Internacionales, están enmarcados Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia.

En este sentido CCU ha logrado para el periodo de 2021 unos Ingresos totales de UF **80.175.286**.

*Cuadro 18: Ingresos por países en operación*

Ingresos UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Chile	45.774.613	46.780.809	47.418.471	49.425.189	57.490.792
Argentina	15.429.015	15.295.015	13.792.206	11.634.501	19.767.127
Uruguay	612.066	642.437	628.986	670.234	698.369
Paraguay	1.560.707	1.580.452	1.665.500	1.350.005	1.558.084
Bolivia	0	395.004	875.094	820.782	660.912
<b>Países Extranjeros</b>	<b>17.601.788</b>	<b>17.912.909</b>	<b>16.961.786</b>	<b>14.475.522</b>	<b>22.684.493</b>
<b>Ingresos totales</b>	<b>63.376.401</b>	<b>64.693.718</b>	<b>64.380.257</b>	<b>63.900.711</b>	<b>80.175.286</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021

Respecto a la preponderancia en los ingresos, Chile presenta la mayor generación de ingresos, con un 71,7% para el 2021 en comparación a los Países Extranjeros que tienen una participación del 28,3%. Además, de esta participación por ingresos exteriores, la mayoría son por carga de Argentina, que demuestra ser el 87,28% de los ingresos Extranjeros y el 24,65% del total de ingresos.

Cuadro 19: Distribución de los ingresos por país en operación

Distribución ingresos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>Chile</b>	<b>72,2%</b>	<b>72,3%</b>	<b>73,7%</b>	<b>77,3%</b>	<b>71,7%</b>
Argentina	24,3%	23,6%	21,4%	18,2%	24,7%
Uruguay	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
Paraguay	2,5%	2,4%	2,6%	2,1%	1,9%
Bolivia	-	0,6%	1,4%	1,3%	0,8%
<b>Países Extranjeros</b>	<b>27,8%</b>	<b>27,7%</b>	<b>26,3%</b>	<b>22,7%</b>	<b>28,3%</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021

## 6.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Los costos de ventas de CCU sobre ingresos se han mantenido en promedio en 50% para el periodo 2017 - 2021, con una tendencia al alza en los últimos años. En ese sentido el CAGR de los costos ha sido del 12,77%.

Cuadro 20: Costo de venta por segmento 2017 - 2021 CCU

Costo de venta UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Chile	-18.046.291	-18.184.500	-19.076.913	-21.537.635	-26.162.517
Internacional	-7.104.538	-8.346.403	-8.791.583	-7.900.558	-11.005.842
Vinos	-4.710.962	-4.834.811	-4.548.511	-4.799.194	-5.146.475
Otros	55.886	166.317	331.162	386.823	639.515
<b>Costo de Venta Total</b>	<b>-29.805.905</b>	<b>-31.199.397</b>	<b>-32.085.845</b>	<b>-33.850.565</b>	<b>-41.675.319</b>
<b>Costo de Venta / Ingresos</b>	<b>-47,0%</b>	<b>-48,2%</b>	<b>-49,8%</b>	<b>-53,0%</b>	<b>-52,0%</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021.

Dado esta subida de los costos de venta, el Margen Bruto se ha visto castigado en 5% durante los 5 años, pasando de 53% en el 2017 a 48% el 2021. En este sentido el peor periodo fue durante el 2020.

Cuadro 21: Margen bruto 2017 - 2021

Margen bruto UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Margen Bruto	33.570.496	33.494.321	32.294.412	30.050.146	38.499.967
ME / Ingresos	53,0%	51,8%	50,2%	47,0%	48,0%

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 – 2021.

## 6.3 Análisis de los activos de la empresa

### 6.3.1 Activos operacionales y no operacionales

A continuación, se da en detalle la totalidad de activos que tiene CCU en sus balances al 31 de diciembre del 2021 y 31 de diciembre del 2020, con sus respectivas variaciones reales. Además, se identifican y clasifican las cuentas respectivamente, si corresponden a la parte operacional o no operacional, dado que se incorporan en la valorización de CCU.

Cuadro 22: Activos CCU 2021 - 2020

Total activos [UF]	31-2020	31-2021	Variación (%)
Efectivo y equivalentes al efectivo	13.635.673	8.569.202	<b>-37%</b>
Otros activos financieros corrientes	420.110	769.627	<b>83%</b>
Otros activos no financieros corrientes	525.578	946.417	<b>80%</b>
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	9.473.269	12.035.615	<b>27%</b>
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	182.768	171.252	<b>-6%</b>
Inventarios corrientes	7.975.344	11.404.184	<b>43%</b>
Activos biológicos corrientes	364.466	404.850	<b>11%</b>
Activos por impuestos corrientes, corrientes	373.765	840.981	<b>125%</b>
Total de activos corrientes distintos de los activo o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	32.950.974	35.142.127	<b>7%</b>
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	72.973	73.658	<b>1%</b>
Otros activos financieros no corrientes	411.195	1.008.425	<b>145%</b>
Otros activos no financieros no corrientes	291.698	266.734	<b>-9%</b>
Cuentas por cobrar no corrientes	64.005	122.656	<b>92%</b>
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	4.560	3.362	<b>-26%</b>
Inventarios, no corrientes	0	0	<b>0%</b>
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	4.510.037	4.456.600	<b>-1%</b>

Activos intangibles distintos de la plusvalía	4.412.021	4.902.833	11%
Plusvalía	4.031.330	4.232.611	5%
Propiedades, planta y equipo	37.238.248	39.439.239	6%
Activos biológicos no corrientes	0	0	0%
Propiedad de inversión	265.082	308.206	16%
Activos por derecho de uso	862.723	914.329	6%
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	111	100	-10%
Activos por impuestos diferidos	1.755.924	986.455	-44%
<b>Total activos [UF]</b>	<b>119.821.855</b>	<b>126.999.461</b>	<b>6,0%</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2020 – 2021.

- **Efectivo y equivalente al efectivo:**

Incluye el efectivo en caja, saldos en banco, depósitos a plazo, inversiones en fondos mutuos e instrumentos financieros adquiridos con compromiso de retroventa (pactos) e inversiones a corto plazo pactados a una tasa de interés fija con vencimiento hasta de tres meses. **Al 31 de diciembre del 2021, presenta UF 8.569.202 en efectivo y equivalente efectivo, con una caída de 37% real respecto al periodo anterior.**

- **Otros activos financieros no corrientes:**

Seguros pagados: Se incorporan bajo este concepto pagos anuales por pólizas de seguro, los cuales se activan para ser amortizados en el período de vigencia del contrato. b) Publicidad: Corresponde a los contratos de publicidad y promoción relacionados con clientes y proveedores de servicios publicitarios que promueven nuestras marcas. Estos contratos son amortizados en el período de vigencia del contrato. c) Anticipo a proveedores: Corresponde principalmente a servicios, compra de materia prima y agentes de aduana. d) Gastos anticipados: Servicios pagados por anticipado que dan derecho a prestaciones por un período generalmente de 12 meses, se van reflejando contra resultado en la medida que se van devengando. e) Garantías pagadas: Corresponde al pago inicial por el arrendamiento de bienes exigido por el arrendador, con el fin de dar seguridad en el cumplimiento de las condiciones de contrato pactadas. f) Materiales por consumir: Refleja las existencias de materiales que corresponden principalmente a insumos de seguridad,

vestuario o para uso en las oficinas administrativas, como, por ejemplo: anteojos, guantes, mascarillas, delantales, etc. g) Dividendos por cobrar: Dividendos por cobrar a asociadas y negocios conjuntos. (EERR CCU, 2021). **Al 31 de diciembre del 2021, presenta UF 946.417 en Otros activos financieros no corrientes, con un aumento de 80% real respecto al periodo anterior.**

- **Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar:**

Se compone de las cuentas por cobrar comerciales mantenidas con clientes minoristas, mayoristas y cadenas de supermercados de mercados domésticos y cuentas por cobrar por exportaciones. A su vez, estas cuentas por cobrar se estratifican según vigencia y antigüedad, y se encuentran netas de provisión de incobrabilidad de acuerdo con la pérdida crediticia esperada. **Al 31 de diciembre del 2021, presenta UF 12.035.615 en Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, con un aumento de 27% real respecto al periodo anterior.**

- **Inventarios corrientes y no corrientes**

Los inventarios se valorizan al menor valor entre su costo de adquisición o producción y su valor neto realizable. El costo de producción de los productos terminados y de los productos en proceso incluye las materias primas, la mano de obra directa, los gastos indirectos de fabricación basados en una capacidad operativa normal y otros costos incurridos para dejar los productos en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, netos de descuentos atribuibles a los inventarios. **Al 31 de diciembre del 2021, presenta UF 11.404.184 en Inventarios, con un aumento de 43% real respecto al periodo anterior.**

- **Propiedad, planta y equipo**

Son registrados al costo histórico, menos depreciaciones acumuladas y pérdidas por deterioro. El costo incluye tanto los desembolsos directamente atribuibles a la adquisición o construcción del activo, como así también los costos por intereses incurridos para la construcción de cualquier activo calificado, los que se capitalizan durante el ejercicio de tiempo que es necesario para completar y preparar el activo para el uso que se pretende.

La depreciación de PPE es calculada linealmente basada en la vida útil estimada de dichos bienes, considerando el valor residual estimado de éstos. **Al 31 de diciembre del 2021, presenta UF 39.439.239 en Propiedad, planta y equipo, con un aumento de 6% real respecto al periodo anterior.**

- **Plusvalía**

La plusvalía representa el exceso del costo de adquisición de una combinación de negocios sobre la participación en el valor razonable de los activos identificables, pasivos y pasivos contingentes de la subsidiaria a la fecha de adquisición y es contabilizado a su valor de costo menos pérdidas acumuladas por deterioro. La plusvalía relacionada con adquisiciones de negocios conjuntos se incluye en el valor contable de la inversión. **Al 31 de diciembre del 2021, presenta UF 914.329 en Plusvalía, con un aumento de 5% real respecto al periodo anterior.**

- **Activos por derecho de uso**

La Compañía ha adoptado a partir del 1 de enero de 2019 la IFRS 16 "Arrendamientos". Esto significó reconocer un activo por el derecho de uso de los bienes sujetos a contratos de arrendamiento operacional y un pasivo equivalente al valor presente del pago asociado al contrato. Consideraciones: - Identificación del activo por derecho de uso: Como parte del proceso de revisión y análisis de contratos, la Compañía identificó activos por derecho de uso asociado a contratos de arrendamiento identificables y no sustituibles, lo que quedaron clasificados bajo el rubro de Activos por derecho de uso. CCU por tanto categoriza arrendamientos por derecho de uso el valor libro neto de terrenos, edificios, maquinarias, enseres y accesorios y otras propiedades, planta y equipos corresponde a contratos de arrendamiento financiero. **Al 31 de diciembre del 2021, presenta UF 4.232.611 en Activos por derechos de uso, con un aumento de 6% real respecto al periodo anterior.**

Respecto al análisis general de las cuentas de activos, **existe una variación real de 6% del 2020 al 2021, aumentando en UF 7.177.606 los activos totales.** Esto se ve influenciado fuertemente por necesidades de capital de trabajo como el aumento de las

cuentas por cobrar (aumento de un 27% real) y el inventario (aumento de un 43% real), además de la caja (aumento de un 37% real).

Respecto a la clasificación entre activos operacionales y no operacionales, de manera de incorporar los activos no operacionales dentro de la valorización de CCU como activos no valorizados dentro del flujo de caja libre, quedaría de la siguiente forma:

*Cuadro 23: Activos operacionales y no operacionales*

Tipo de Activos	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo		x
Otros activos financieros corrientes		x
Otros activos no financieros corrientes	x	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	x	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes		x
Inventarios corrientes	x	
Activos biológicos corrientes	x	
Activos por impuestos corrientes, corrientes	x	
Otros activos financieros no corrientes		x
Otros activos no financieros no corrientes	x	
Cuentas por cobrar no corrientes	x	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes		x
Inventarios, no corrientes	x	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación		x
Activos intangibles distintos de la plusvalía		x
Plusvalía		x
Propiedades, planta y equipo	x	
Activos biológicos no corrientes	x	
Propiedad de inversión		x
Activos por derecho de uso	x	
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	x	
Activos por impuestos diferidos	x	

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2021.

#### 6.4 Análisis de los pasivos de la empresa

A continuación, se da en detalle la totalidad de pasivos que tiene CCU en sus balances al 31 de diciembre del 2021 y 31 de diciembre del 2020, con sus respectivas variaciones reales.

Cuadro 24: Pasivos 2021 - 2020

Total pasivos [UF]	31-2020	31-2021	Variación (%)
Otros pasivos financieros corrientes	2.378.035	3.272.768	38%
Pasivos por arrendamientos corrientes	169.750	198.521	17%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	11.163.436	16.634.595	49%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	634.068	845.675	33%
Otras provisiones a corto plazo	102.667	82.120	-20%
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	731.036	1.131.515	55%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.372.569	1.635.220	19%
Otros pasivos no financieros corrientes	1.388.724	1.404.170	1%
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	0	0	0%
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	0	0	0%
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>17.940.285</b>	<b>25.204.584</b>	<b>40%</b>
Otros pasivos financieros no corrientes	14.202.850	14.787.191	4%
Pasivos por arrendamientos no corrientes	935.682	936.047	0%
Cuentas por pagar no corrientes	684	951	39%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	0	0	0%
Otras provisiones a largo plazo	16.803	14.555	-13%
Pasivo por impuestos diferidos	4.084.277	3.810.321	-7%
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	0	0	0%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	1.227.326	1.105.966	-10%
Otros pasivos no financieros no corrientes	0	0	0%
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>20.467.622</b>	<b>20.655.031</b>	<b>1%</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>38.407.907</b>	<b>45.859.615</b>	<b>19%</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2021 - 2020



Respecto al análisis general de las cuentas de pasivos, **existe una variación real positiva de 19% del 2020 al 2021, aumentando en UF 7.451.708 los pasivos totales.** Esto se ve influenciado fuertemente por el aumento en pasivos corrientes (aumento real de 40%), específicamente por las cuentas por pagar (aumento real de 49%) y el aumento de deuda de corto plazo (aumento real de 38%).

El detalle de la deuda y análisis de endeudamiento se

## 6.5 Inversiones de la empresa

Las inversiones que realiza CCU están orientadas tanto a la reposición normal de activos operacionales, modernizaciones y nuevas instalaciones para ampliar y mejorar la capacidad productiva, así como a la adquisición –con fines de crecimiento– de participaciones en empresas afines a sus actividades en Chile y en el exterior. **Las Inversiones que realiza CCU se mantienen en un promedio respecto al ingreso del 7,5%.**

Las propiedades de inversión corresponden a terrenos y edificios mantenidos por la Compañía con la finalidad de generar plusvalías y no para ser utilizadas en el transcurso normal de sus negocios y son registradas al costo histórico menos cualquier pérdida por deterioro. Las propiedades de inversión, excluidos los terrenos, se deprecian basada en la vida útil estimada de dichos bienes considerando el valor residual estimado de estos. (Memoria anual CCU, 2021).

*Cuadro 25: Flujo efectivo de inversiones CCU*

Flujo efectivo de actividades de Inversión [UF]	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Flujo de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	0	-211.119	-305.637	-35.366	0
Cobros a entidades relacionadas	-42.902	0	0	1.022	1.016
Otros cobros por la venta de participaciones en negocios conjuntos	39.517	0	43.819	43.823	0
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	-1.840.171	-2.158.736	-478.634	-663.480	-186.884

Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	58.015	38.618	213.703	13.492	4.752
Compras de propiedades, planta y equipo	-4.609.552	-4.656.866	-4.757.097	-4.025.235	-5.474.732
Compras de activos intangibles	-83.540	-111.514	-205.560	-198.592	-70.554
Importes procedentes de otros activos a largo plazo		0	395.634	0	0
Otras entradas (salidas) de efectivo		-119.758	490	29.624	-49.227
<b>Total flujos de efectivos procedente actividades de inversion</b>	<b>-6.478.632</b>	<b>-7.219.376</b>	<b>-5.093.282</b>	<b>-4.834.711</b>	<b>-5.775.629</b>

Elaboración propia en base a los Estados de flujo efectivo consolidados 2017 al 2021.

El principal componente del flujo efectivo por actividades de inversión son las compras de propiedad, planta y equipo, que está dirigido principalmente a aumentar la capacidad productiva de las plantas que mantiene la compañía, tanto como adquisición de nuevas como mejoras en las existentes “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.(Memorias anuales CCU, 2021) En este sentido, **Compras en propiedad, planta y equipos se mantiene en torno al 81,4% promedio de las salidas de flujo para las actividades de inversión**, a excepción para el año 2018, donde CCU destina una gran cantidad del flujo (en torno a un 30%) para el pago por adquisición de negocios conjuntos, como parte de su estrategia de crecimiento inorgánico.

Entender tanto el monto de la inversión va acompañado de un ratio respecto a otras variables, tales como ingresos y la depreciación misma de estos activos. **En ese sentido CCU tiene inversiones en torno del 10,2% - 7,2% real de sus ingresos operacionales para los periodos 2017 al 2021.** La inversión respecto a los ingresos operacionales ha disminuido paulatinamente en el tiempo, con una caída de 3,0% respecto al margen.

Cuadro 26: Métricas inversiones CCU

Flujo efectivo de actividades de Inversión [UF]	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Ingresos CCU	63.376.371	64.693.706	64.380.268	63.900.722	80.175.277

Flujos procedentes de actividades de inversión	-6.478.632	-7.219.376	-5.093.282	-4.834.711	-5.775.629
<b>Actividades de inversión / ingresos CCU (%)</b>	<b>-10,2%</b>	<b>-11,2%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-7,2%</b>

Elaboración propia en base a los Estados financieros y flujo efectivo consolidados 2017 al 2021.

Respecto a los últimos 3 periodos, 2019, 2020 y 2021, CCU **ha presentado un flujo efectivo de inversiones en torno a UF 5,2 millones, lo que sería equivalente a un 7,5% respecto a ingresos promedio del mismo periodo.** Solo contabilizando las inversiones en CAPEX, el ratio promedio de los 5 años sería equivalente a un 7,0% respecto a ingreso.

## 6.6 Análisis de crecimiento de la industria

El principal desafío de cara al próximo año, tanto para CCU, y sus competidores como Andina y Embonor es poder alcanzar márgenes prepandemia, lo cual se verá dificultado por presiones de tipo de cambio dados sus costos dolarizados.

Los volúmenes en el sector continuarán creciendo, en un contexto de mayor de liquidez en la economía chilena (BCI corredora de Bolsa, 2021), permitiendo además el consumo de productos de categoría premium, favoreciendo el precio promedio de las diferentes compañías. CCU debe alcanzar mejores márgenes a través de crecimiento importante en volúmenes, permitiendo generar economías de escala, lo cual es complejo en un sector tan competitivo.

Respecto a uno de sus principales competidores, embotelladora Andina, estos destacan que su último trimestre del 2021 trimestre cerró con un Volumen de Ventas consolidado de 193,0 millones de cajas unitarias\*, aumentando 8,2% respecto del mismo trimestre del año anterior. El volumen de ventas consolidado acumulado alcanzó 420,9 millones de cajas unitarias, lo que representa un **aumento de 7,7% respecto del año anterior.** (Embotelladora Andina, 2021)

Finalmente, consideramos importante monitorear situación macroeconómicas y políticas en Chile tanto como las operaciones de los sectores internacionales. En este sentido Argentina dada su gran participación en las operaciones de CCU podría impactar significativamente

los ingresos consolidados de CCU dado las grandes depreciaciones de moneda que han sufrido este periodo.

## 7. PROYECCION DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 7.1 Ingresos operacionales proyectados

CCU al momento de mostrar sus estados financieros, separa en dos grandes grupos los ingresos. Uno por segmentos de operación, y otro vinculado a productos alcohólicos o productos no alcohólicos. En este sentido, los segmentos de operación se distribuyen en Chile, Negocios Internacionales, Vino y otros. Con estos datos podemos hacer una mayor apertura del ingreso, donde el grupo alcohólico, congenera con Alcohólico-Chile, Alcohólico-Negocios Internacionales, Alcohólicos-Vinos y Alcohólicos otros. Bajo esta misma línea se puede hacer lo mismo para el otro conjunto: No Alcohólicos – Chile, No Alcohólicos Negocios Internacionales, No alcohólicos Otros. Finalmente, también queda un grupo aparte de toda esta segmentación, llamado otros.

Bajo estas condiciones, es posible obtener la participación del 2021 de cada segmento en la composición del ingreso, quedando de la siguiente forma:

*Cuadro 27: Distribución ingresos para el segmento de bebidas alcohólicas*

<b>Bebidas Alcohólicas</b>	
<b>Porcentaje del Ingreso</b>	<b>(%)</b>
Chile	35,2%
Negocios Internacionales	14,3%
Vinos	17,3%
Otros	-0,6%
<b>Total</b>	<b>66,2%</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 al 2021.

Cabe destacar que tanto para el cuadro n°22 y cuadro n°23 se señala el segmento otros con porcentajes negativos, lo cual es contraintuitivo. Esto es debido a que en los EERR de CCU, estas cuentas incluyen las depreciaciones y amortizaciones correspondientes a las Unidades de Apoyo Corporativo. (Memoria anual CCU, 2021)

Cuadro 28: % Ingreso para el segmento de bebidas no alcohólicas

<b>Bebidas no Alcohólicas</b>	
<b>Porcentaje del Ingreso</b>	<b>(%)</b>
Chile	19,3%
Negocios Internacionales	13,5%
Vinos	-0,3%
Otros	32,5%
<b>Total</b>	<b>32,5%</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 al 2021.

Cuadro 29: % Ingreso segmento otros

<b>Sin clasificar</b>	
<b>Porcentaje del Ingreso</b>	
Otros	1,3%
<b>Total</b>	<b>1,3%</b>

Elaboración propia en base a los Estados Financieros consolidados 2017 al 2021.

Posterior a separar los ingresos de CCU por capa, es necesario establecer las tasas de crecimiento para cada segmento.

#### 7.1.1 Ingreso Provenientes de Chile: Alcohólicos y no alcohólicos

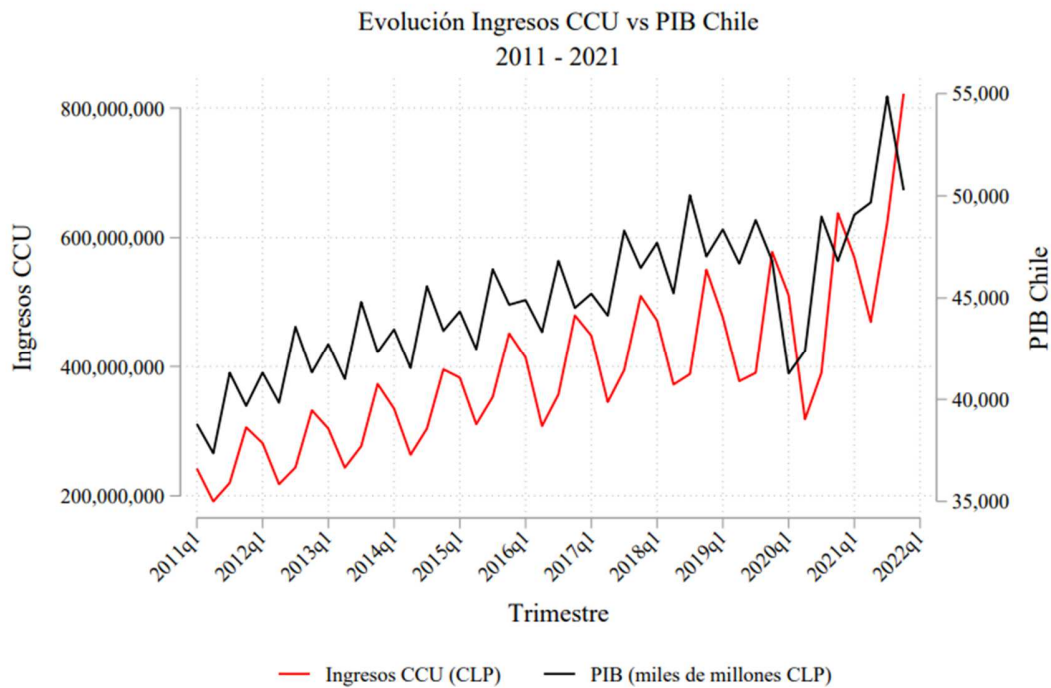
Siendo la cuenta de mayor relevancia, con un peso del 54.5% sobre los ingresos totales de CCU, para los ingresos de Chile se optó por un ejercicio econométrico. Para establecer que variables afectaban a los ingresos de CCU, se partió de una base analítica, identificando las variables de relevancia y preponderancia respecto al ingreso. En este sentido el PIB nos sirve como valor estimado de la demanda agregada, como estimación del consumo de los agentes en una economía. Bajo esta lógica Jose De Gregorio, ex presidente del Banco central, explica la importancia de la demanda agregada como determinante del producto

(De Gregorio, 2007), bajo lo explicado anteriormente, la demanda impacta directamente las ventas empresariales efectuadas en las naciones, por tanto, bajo este marco teórico se justifica la elección de dicha variable.

En este sentido, la variable dependiente (Ingreso) se regresa respecto al PIB de Chile y frente al cambio a nivel de PPE (Propiedad, Planta y Equipo). Entendemos los ingresos de CCU como la ganancia recibida por ventas de productos de características operacionales de la compañía. Por otro lado, el PIB es entendido como el producto interno bruto del país, compuesto por un conjunto de bienes y servicios producidos en este mismo dado un espacio tiempo. (Banco Central, 2022). Por último, el PPE hace referencia a la cuenta en el balance de CCU de Propiedad, Planta y Equipo, donde esta mide el valor de los activos tangibles que posee una empresa para su uso en la producción o suministro de bienes y servicios, para arrendarlos a terceros o para propósitos administrativos, de usos mayores a solo un periodo (Olivares, 2019). **La idea de este ejercicio es ver si existe una correlación entre la variación del PIB y los ingresos de CCU**, en este sentido se pueden usar reportes del Banco Central para proyectar los ingresos de CCU respecto al PIB de Chile. Además, se agrega el PPE para controlar y ver si existe también una correlación con el crecimiento del país, esto bajo la lógica de que a mayor capacidad física, se eleva la capacidad de producción, potenciando las ventas y generando un aumento en los ingresos de la compañía.

En primer lugar realizamos un análisis gráfico para comparar la tendencia del PIB de Chile (representado en Miles de millones o MMM de CLP) con la de los ingresos de CCU (miles de CLP o M CLP). Dado que las variables no están en las mismas unidades de medida, se incluye un tercer eje al gráfico, de manera que podemos comparar de mejor manera las tendencias de ambos indicadores en el tiempo. Como se puede observar en la Ilustración 3, existe una clara correlación entre las líneas graficadas, donde el comportamiento de ambas parece estar fuertemente correlacionado, sin embargo, se aprecia también la existencia de un rezago en la tendencia de los ingresos de CCU respecto al comportamiento del PIB.

Ilustración 3: Evolución Ingresos CCU vs PIB Chile



Elaboración propia en base a los resultados del programa Stata para los Ingresos de CCU y el Pib de Chile medidos en forma trimestral para los periodos 2011 hasta el 2021.

Existiendo una base teórica y una demostración grafica de un comportamiento tendencial entre ambas variables, se propone utilizar el **coeficiente, obtenido de la regresión que se presenta a continuación, para la variable LN(PIB) como multiplicador del PIB esperado para Chile propuesto por el Banco Central** en sus respectivos IPoM (Informe de Política Monetaria). Para obtener este coeficiente utilizamos un modelo de regresión lineal donde nuestra variable dependiente será el logaritmo natural de los ingresos trimestrales de CCU ( $\ln(\text{IngresosCCU})$ ) y nuestras variables explicativas corresponden al logaritmo natural del PIB de Chile y al logaritmo natural de la cuenta de PPE, los que se expresan como  $\ln(\text{PIB})$  y  $\ln(\text{PPE})$  en la siguiente ecuación:

$$\ln(\text{Ingresos CCU})_t = \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{PIB})_t + \beta_2 \ln(\text{PPE})_t + \beta_3 q2_t + \beta_4 q3_t + \beta_5 q4_t + \varepsilon_t$$



Adicionalmente agregamos dummies por trimestres (q2, q3, q4), que toman valor 1 si la observación corresponde al respectivo trimestre y 0 en caso contrario, para corregir potenciales sesgos que se puedan generar por la estacionalidad de la serie utilizada. Al utilizar nuestras variables en logaritmo, los resultados obtenidos como coeficientes del PIB y de nuestra variable PPE deben ser interpretadas como elasticidades, es decir como un cambio de un 1% de nuestra variable explicativa afecta nuestra variable dependiente, cambio que se expresa como un  $\beta_1\%$  para el caso del PIB y un  $\beta_2\%$  para cambios en PPE.

Ilustración 4: Análisis Econométrico: Ingresos CCU, PPE y PIB Chile

```
. reg log_ing log_pib log_ppe i.q, r
```

Linear regression

Number of obs	=	44
F(5, 38)	=	161.11
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.9602
Root MSE	=	.06734

log_ing	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
log_pib	1.554376	.6017226	2.58	0.014	.3362522	2.7725
log_ppe	.6371365	.1656475	3.85	0.000	.3018008	.9724723
q						
2	-.2256795	.0388713	-5.81	0.000	-.3043703	-.1469888
3	-.254508	.0275103	-9.25	0.000	-.3101997	-.1988163
4	.1312228	.0323264	4.06	0.000	.0657815	.1966641
_cons	-9.912164	3.29709	-3.01	0.005	-16.58677	-3.237555

Elaboración propia en base a los resultados del programa Stata para los Ingresos de CCU, Propiedad, planta y equipo de CCU y el PIB de Chile medidos en forma trimestral para los periodos 2011 hasta el 2021.

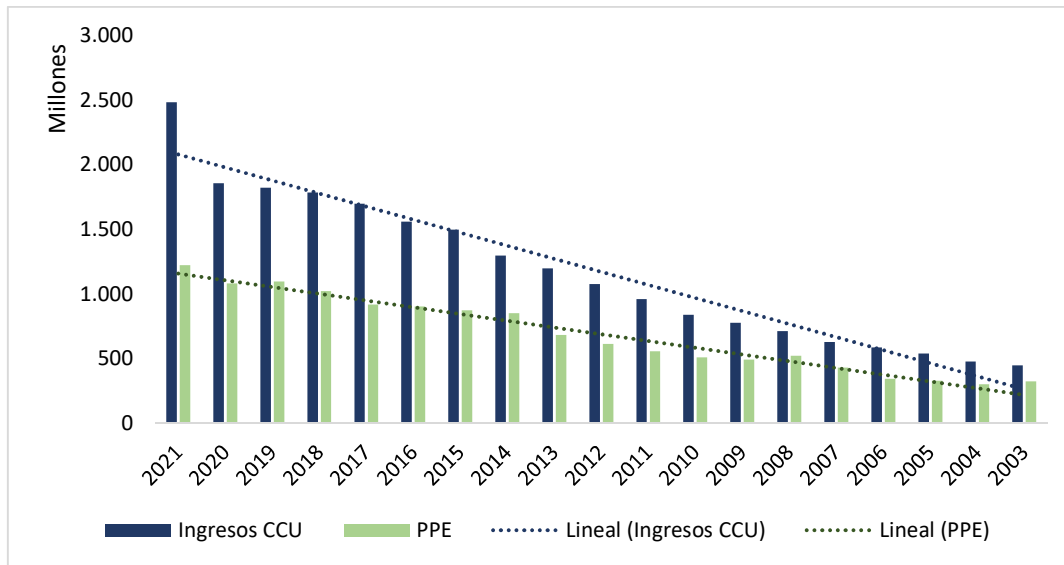
De esta forma, de la Ilustración 4 se desprende que un **incremento de un 1% del PIB implica un aumento de un 1,55% en los ingresos de CCU aproximadamente, lo que resulta significativo al 5%**. Mientras que ante un aumento de un 1% en PPE generaría un incremento, significativo al 1%, de un 0,64% en los ingresos de la compañía.

A su vez, el modelo utilizado nos entrega un  $R^2$  de 0,96, ésta es una medida de bondad de ajuste que toma valores entre 0 y 1, y es utilizada para mostrar la capacidad predictiva del modelo sobre las variaciones de nuestra variable dependiente. Un valor de 1,0 indica un ajuste perfecto y, por tanto, un modelo muy fiable para las previsiones futuras, mientras que un valor de 0,0 indicaría que el cálculo no logra modelar los datos con precisión en absoluto, de esta forma, el  $R^2$  obtenido nos da indicios de que el modelo utilizado presenta una buena capacidad predictiva sobre la varianza de los ingresos de CCU.. Ahora bien, el  $R^2$  no es una medida exenta de complicaciones, pero sirve como garante estadístico para validar un análisis econométrico(Tapia, 2021). **Bajo esta lógica, el PIB junto con las otras variables explicativas de nuestro modelo, si parecieran ser adecuadas explicar los ingresos futuros de CCU.**

El número de observaciones utilizadas en nuestra estimación es de 44, esto debido a los valores trimestrales disponibles en las memorias anuales de CCU. En base a la información existente, tanto en la CMF como otras fuentes de información, solo existe información disponible desde el Q1 del 2011 hasta el Q4 del 2021 con todos los trimestres completos para cada uno de los periodos comprendidos en dichos rangos.

Se planteo utilizar un modelo AR, sin embargo, las series no son estacionarias, entendiendo que tienden a crecer en el tiempo tanto el ingreso como el PPE de CCU. En ese sentido en la Ilustración 5 se observa gráficamente el comportamiento los valores de las variables utilizadas, en donde existe una clara tendencia, marcada por “Lineal”, de un crecimiento constante a lo largo de los periodos (2003 al 2021).

Ilustración 5: Ingresos y PPE, 2003 al 2021



Elaboración propia en base a los EERR de CCU 2003 a 2021.

En base a los resultados econométricos y dado que las variables son significativas, se mantiene la propuesta inicial de utilizar el coeficiente como multiplicador respecto a los crecimientos esperados del PIB de Chile estimados por el Banco Central, para utilizarlos como crecimiento de los ingresos de CCU para el segmento específico de Chile.

Usando el informe de política monetaria del Banco Central del 15/12/2021: “el Informe estima que la economía crecerá entre 11,5% y un 12% el 2021, 1,5% y 2,5% el 2022 y un 0% a un 1% el 2023. (Banco Central, 2021).

Ilustración 6: Proyecciones 2021, 2022 y 2023 Banco Central

	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
PIB (var. anual; %)	11,5-12,0	1,5-2,5	0,0-1,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,5	-3,0	-2,9
Inflación total (prom. anual; %)	4,5	5,9	3,2
Inflación subyacente (prom. anual; %)	3,7	5,8	3,6
Inflación a dos años (%) (*)	--	--	3,0
Crecimiento mundial (var. anual; %)	5,8	4,2	3,4
Precio del cobre (prom. anual; US\$cent/libra)	425	405	360

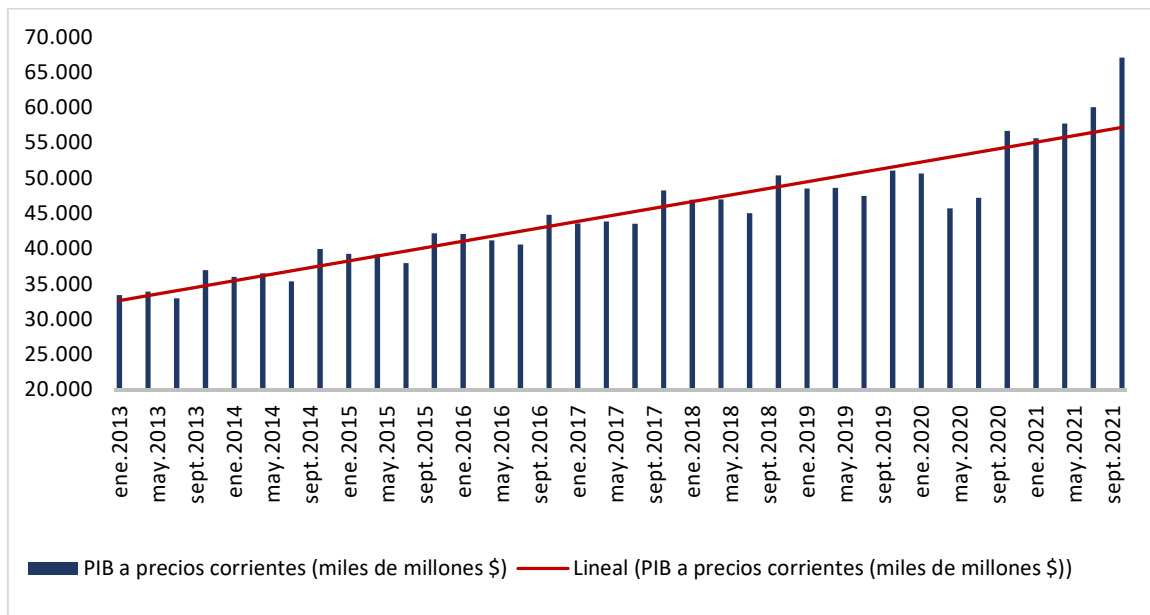
(\*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2023.

(f) Proyección.

Respecto a los valores de crecimiento esperado para el 2024, 2025 y 2026, se procede a usar la media proyectada para los periodos actuales, entendiendo que la base histórica difiere enormemente al periodo actual dado los nuevos riesgos expresados y detallados anteriormente. **En este sentido se utiliza el promedio proyectado para el 2022 y 2023 de 2% y 0,5%, dando una tasa para el 2024, 2025 y 2026 de un 1,25%.**

Adicionalmente, se incluye el PIB de Chile de 2013 a 2021 expresado en precios corrientes en miles de millones de pesos en la ilustración 7.

Ilustración 7: PIB histórico Chile a precios corrientes (miles de millones de CLP)



Elaboración propia en base a los datos disponibles por el banco central.

Utilizando el valor esperado de los rangos propuestos en el informe de política monetaria, obtenemos el siguiente crecimiento esperado:

Cuadro 30: Estimaciones PIB Chile por el Banco Central para el 2022, 2023 y 2024.

Estimaciones PIB Chile Banco Central	
2022	2023
2%	0,5%

Elaboración propia en base a los resultados del Banco Central propuestos en la IpOM de diciembre 2021.

Utilizando las proyecciones del Banco Central, la regresión hecha anteriormente y la inclusión de un crecimiento esperado para el 2024 2025 y 2026, podemos utilizar el beta estimado por el modelo para proyectar los ingresos futuros del segmento Chile, donde este era equivalente al 1,55. Por tanto los ingresos de Chile para CCU quedaría de la siguiente forma:

$$\text{Coeficiente Pib}_{log} * \text{Estimacion Crecimiento}_t = \text{Crecimiento Ingresos CCU}_t$$

Cuadro 31: Crecimiento del ingreso de CCU estimado para el segmento de Chile

2022	2023	2024	2025	2026
3,10%	0,78%	1,94%	1,94%	1,94%

Elaboración propia en base a los resultados respecto al análisis econométrico.

En este sentido los ingresos de CCU presentan su mayor contracción para el 2023, dado las condiciones de mercado esperadas, esto explicado en la minuta de política monetaria del Banco central, relatando una posible recesión para ese año. Su presidente, Mario Marcel explica que el fenómeno inflacionario que estamos viviendo es, sin duda, in fenómeno global y multicausal, pero su intensidad está directamente relacionada con una serie de factores internos que, en su conjunto, explican la par parte del aumento de la inflación local durante el último año y medio(Marcel, 2021) Bajo esta lógica la política monetaria tanto local como mundial a direccionado sus herramientas en subir la tasa de

interés para contraer el consumo. Dado esto, es que se explica porque el modelo estima ingresos de 2,7% para Chile el 2023, el cual será redireccionado a un crecimiento de mayor magnitud para los años posteriores.

Para el segmento Vinos, equivalente a un 17,3% de los ingresos, donde las ventas corresponden a Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay, representando aproximadamente un 32% de la población de Sudamérica (dado Brasil que posee el 48% de la población) (International Monetary fund, 2022), en este sentido el crecimiento de solo un solo país no es representativo, sino es necesario optar por otro análisis. Dado esto, se optó por una búsqueda de información, de algún reporte que estimara el crecimiento de la industria del Vino para la región, en este sentido Euromonitors, "Passport- Alcoholic Drinks Global Industry Overview fue el más acertado, dado tendencias por abastecimiento, tendencias del consumidor, reportes locales e internacionales, donde el CAGR estimado para LATAM en vinos era equivalente al 5% (Passport, 2021). En este sentido se mantiene esta tasa respecto al horizonte de estimación para el segmento.

Para el segmento de Negocios internacionales Alcohólicos, donde las ventas son efectuadas en Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay se prefirió optar por un reporte frente a un análisis econométrico propio para dimensionar el consumo, dado las dificultades idiosincráticas de selección de variables significativas para la amplitud de países y por su representación relativa frente al ingreso total (14,3%) que es de tanta importancia frente a otros segmentos modelados. En ese sentido, bajo un análisis de múltiples reportes, se optó *Euromonitors*, "Passport- Alcoholic Drinks Global Industry Overview para la selección del CAGR estimado, dado crecimiento consensuado por un análisis hecho en la región respecto al segmento Negocios Internacionales Alcohólicos. El reporte consensua un crecimiento del estimado de 5% anual para los periodos 2022 – 2026.

Para el segmento negocios Internacionales no Alcohólicos, equivalente a 13,5% de los ingresos totales, de igual forma que en el segmento anterior, se optó por un reporte para estimar el crecimiento. En este sentido se utilizó el reporte de *Euromonitors* "World Market for Soft Drinks", donde el CAGR estimado para LATAM para el periodo 2022 - 2026 era del 5,2%.

Finalmente, para la categoría de ingresos clasificados como “otros”, se realizó un análisis de su comportamiento histórico, además del entendimiento de su composición. Este está compuesto por ingresos entre segmentos, transacciones entre filiales, traspaso de gastos de administración y venta como otros ingresos. (Notas Memoria anual CCU, 2021) El peso relativo al ingreso total es de 0,4%, donde se agrupo todas las cuentas mencionadas anteriormente. Dado su comportamiento histórico, que cuenta con una alta desviación, pero en términos de resultados siendo positivo para la generación de ingresos, se decidió un crecimiento orgánico del 3% dado el comportamiento histórico y su peso poco relativo dentro del ingreso total (0,4%)

Bajo esta lógica, es posible armar la siguiente tabla con las tendencias para cada periodo: (Entiéndase como N.I Negocios Internacionales)

*Cuadro 32: Crecimiento esperado al 2026 de cada segmento de la empresa.*

<b>Tabla crecimiento Ingresos por Segmentos CCU</b>					
<b>ítems</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Chile alcohólicos	3,1%	0,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Chile No alcohólicos	3,1%	0,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Vinos	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
N.I alcohólicos	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
N.I no alcohólicos	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Otros	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Elaboración propia en base a los resultados respecto al análisis econométrico y el forecast propuesto para cada segmento.

En base a los crecimientos esperados para cada segmento, es posible desarrollar el ingreso esperado del 2022 hasta el 2026. Este quedaría como:

*Cuadro 33: Ingresos proyectados por segmento*

<b>Proyección de ingresos por segmento</b>					
<b>UF</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Chile alcohólicos	30.187.367	30.421.319	31.010.732	31.611.565	32.224.039
N.I alcohólicos	12.436.596	13.058.426	13.711.347	14.396.914	15.116.760

Vinos	12.068.742	12.672.179	13.305.788	13.971.078	14.669.632
Otros alcohólicos	-510.785	-526.109	-541.892	-558.149	-574.893
Chile no alcohólicos	15.988.064	16.111.971	16.424.141	16.742.358	17.066.742
N.I no alcohólicos	10.881.661	11.447.507	12.042.777	12.669.002	13.327.790
Otros no alcohólicos	-270.526	-278.642	-287.001	-295.611	-304.479
Otros	1.092.458	1.125.232	1.158.989	1.193.758	1.229.571
<b>Total</b>	<b>81.873.576</b>	<b>84.031.883</b>	<b>86.824.881</b>	<b>89.730.916</b>	<b>92.755.161</b>

Elaboración propia en base a las proyecciones por segmento.

Dado esto, el crecimiento del ingreso consolidado sería dado por la ponderación relativa de cada segmento, respecto a su tasa correspondiente antes mencionada. En este sentido el crecimiento por periodo del conglomerado quedaría como:

*Cuadro 34: Crecimiento ingresos consolidados CCU*

<b>Crecimiento esperado Ingresos CCU</b>				
<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
4,0%	2,7%	3,4%	3,4%	3,4%

Elaboración propia en base a los ingresos totales proyectados para cada año.

En este sentido, **el CAGR estimado para el periodo 2022 a 2026 sería equivalente a 3,25%.**

## 7.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Los costos de ventas se proyectan por unidad de negocio, al igual como se hizo para los ingresos. Se consideran los márgenes consensuados por cada segmento como constante, sin aplicar eficiencias o adjudicar incremento sobre la tasa implicada. Bajo esta lógica, quedarían de la siguiente forma el costo directo:



Cuadro 35: Costo de venta estimado por cada segmento.

Costo de venta proyectado por segmento					
UF	2022	2023	2024	2025	2026
Chile	-26.649.020	-27.351.527	-28.260.620	-29.206.505	-30.190.866
Negocios Internacionales	-11.210.500	-11.506.025	-11.888.455	-12.286.363	-12.700.456
Vinos	-5.242.176	-5.380.368	-5.559.197	-5.745.264	-5.938.899
Otros	645.527	664.893	684.840	705.385	726.546
<b>Total Costos</b>	<b>-42.456.170</b>	<b>-43.573.028</b>	<b>-45.023.432</b>	<b>-46.532.746</b>	<b>-48.103.674</b>

Elaboración propia en base a las proyecciones por cada segmento.

Se consolidan los costos por segmento proyectado, dando el costo total catalogado en la tabla siguiente como "Costo". Este cumple con ser un 51,9% de los ingresos proyectados para cada año, manteniendo esta ratio Costo / Ingresos constante presentado en los resultados reales al 31 de diciembre del 2021.

Bajo esta lógica, se mantiene un **margen de explotación constante sobre ingresos equivalente a un 48,1%** para los 5 periodos, del 2022 al 2026.

Cuadro 36: Margen de explotación consolidado 2022 - 2026

Margen de Explotación Consolidado					
UF	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos	81.873.576	84.031.883	86.824.881	89.730.916	92.755.161
Costos	-42.456.170	-43.573.028	-45.023.432	-46.532.746	-48.103.674
<b>Margen de Explotación</b>	<b>39.417.406</b>	<b>40.458.856</b>	<b>41.801.449</b>	<b>43.198.169</b>	<b>44.651.486</b>
ME / Ingresos	48,1%	48,1%	48,1%	48,1%	48,1%

Elaboración propia en base a las proyecciones por cada segmento.

Respecto a los gastos de administración y venta, se aplicó la misma tendencia de crecimiento del ingreso para su proyección, pero con eficiencias, específicamente, una eficiencia del 50% respecto al crecimiento del ingreso. Las eficiencias se sustentan dado el tamaño de CCU, equivalente a USD 2.082 Billions (Yahoo Finance, 2021). Dado este tamaño, se confirma una capacidad de generar grandes economías de escala, específicamente, en los países donde tiene mayor desarrollo de su industria.

La lógica de las eficiencias se explica como: si los ingresos crecen a una tasa de X%, los gastos de administración y venta crecerán a una tasa de  $X\% * (1 - \text{Eficiencia})$  para el periodo correspondiente. Esto se explica dado que, producto de economías de escala, donde por la producción de un producto es necesario cada vez menos el uso de máquinas o de operarios para su función, por tanto, el prorrateo correspondiente de costos y gastos de administración y venta son menores (Damoradan, 2012). En este sentido, en una empresa que su foco de negocio operacional es un producto y no un servicio, el cual es atomizado y producido a grandes escalas, donde el costo de venta es equivalente a un 51,9% del ingreso comparado con el de gastos de administración, venta y otros que es equivalente a 34,7%, es posible aplicar esta lógica de eficiencias en GAVs.

Cuadro 37: GAVs proyectados al 2026

GAVs por Segmento					
GAVs - UF	2022	2023	2024	2025	2026
Chile	-16.678.179	-16.898.009	-17.178.832	-17.466.320	-17.760.658
Negocios Internacionales	-9.485.990	-9.611.022	-9.770.745	-9.934.259	-10.101.668
Vinos	-2.272.017	-2.301.964	-2.340.220	-2.379.383	-2.419.480
Otros	-589.945	-597.721	-607.654	-617.823	-628.235
<b>Total</b>	<b>-29.026.131</b>	<b>-29.408.716</b>	<b>-29.897.450</b>	<b>-30.397.785</b>	<b>-30.910.041</b>

Elaboración propia en base a las proyecciones por cada segmento.

Bajo esta lógica de eficiencias en gastos de administración y ventas frente al crecimiento de los ingresos, se demuestra cómo, **frente a un crecimiento de los ingresos de 1,13x veces al 2026 (de UF 81,8 millones a UF 92,6 millones) los gastos de administración y venta crecen un 1,06x veces al 2026 (de UF 29 millones a UF 30,9 millones)**

Respecto al margen EBITDA, se proyecta una mejora de 2,1% en 5 años, **alcanzando los 13,7 millones de EBITDA, igual a 14,8% sobre ingreso**. Este crecimiento es igual a multiplicarse por 1,32x veces, de UF 10,3 millones en 2022 a UF 13,7 millones en 2026.

Cuadro 38: Margen EBITDA proyectado

Margen EBITDA proyectado					
UF	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA	10.391.276	11.050.139	11.903.998	12.800.384	13.741.445
Sobre ingresos (%)	<b>12,7%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,8%</b>

Elaboración propia en base a las proyecciones por cada segmento.

### 7.3. Resultado no operacional proyectado

En base a las cuentas del EERR de carácter no operacional, que contempla: I) ingresos financieros, derivado de inversiones que la empresa realiza fuera de la operación del negocio. II) costos financieros, derivados de costos asociados a sus relaciones con entidades bancarias u otros. III) participación en utilidad(perdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizadas por el método de la participación, entendido como la contabilización del resultado correspondiente a CCU de la participación en sus filiales. IV) diferencias de cambio, entendidas como la variación existente de traspasar sus operaciones internacionales en moneda extranjera al resultado consolidado en CLP. V) resultado por unidades de reajuste, entendido como ajustes de cuentas que se encuentren en un valor monetario diferente al CLP o del nominativo internacional que sea necesario reajustar a CLP, (por ejemplo, UTM, UF)

En base a estas cuentas no operacionales, se procede con un análisis al comportamiento histórico de los 5 años respecto a su participación respecto al ingreso que se detalla con el cuadro 35.

Cuadro 39: Resultado no operacional sobre ingreso 17 - 21

UF	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio 17 - 21
No Operacional	-1.145.720	-527.482	-1.707.707	-1.086.257	-929.004	
sobre Ingreso	-1,8%	-0,8%	-2,7%	-1,7%	-1,2%	-1,6%

Elaboración propia en base a los EERR 17 - 21.

Dado los resultados, el consolidado de las cuentas operacionales tienden a ser un -0,8% a -2,7% de los ingresos, con un promedio del -1,6% y una desviación estándar del 0,7%. En base a que el resultado se encuentra en un rango acotado, presentando baja desviación, se procede a modelar los EERR no operacionales en base al ingreso, **contemplando que la parte no operacional consolidada será equivalente a -1,6% para el 2022 al 2026.**

### 7.4. Impuesto corporativo proyectado

El impuesto corporativo proyectado se aplica sobre el resultado no operacional, es decir respecto al resultado operacional sobre los ingresos y gastos financieros, cargos y abonos afectados por cuentas no operacionales. Este impuesto correspondería al de primera categoría, definido como: *grava las rentas provenientes del capital, entre otras, por las*

*empresas comerciales, industriales, mineras, servicios, etc..* (SII, 2022). Desde el 2019 en adelante, el impuesto sería equivalente al 27% del resultado no operacional.

Dado los tratados de libre comercio (TLC) y tratados para evitar la doble tributación, se asume una tasa constante de impuestos equivalente al 27% a pesar de que CCU posee actividades en otros países.

Respecto a la reforma tributaria postulada el 2022, donde sería posible una reducción de 200% BP de tasa si se invierte en productividad, para efectos de esta valorización, la reforma no ha sido aprobada por tanto se mantienen las condiciones existentes a la fecha.

Bajo las condiciones antes mencionadas, el impuesto proyectado correspondiente al periodo de valorización sería equivalente a:

*Cuadro 40: Impuesto corporativo proyectado 2022 - 2026*

UF	2022	2023	2024	2025	2026
EBT	7.177.984	7.560.195	8.119.231	8.710.614	9.336.070
Impuesto (27%)	-1.938.056	-2.041.253	-2.192.192	-2.351.866	-2.520.739

Elaboración propia en base a las proyecciones consolidadas.

## 7.5. Estado de resultados proyectado

En base a las proyecciones a niveles operacionales tanto de Ingreso, Costos y GAVs, además de la inclusión de la depreciación (que se detalla en el punto 6.5.1.1), la parte no operacional detallada en el punto 6.3 y el impuesto corporativo, se procede con el EERR proyectado consolidado para el 2022 al 2026 de CCU para el cálculo del NOPAT de cada año.

Cuadro 41: EERR proyectado al 2026

EERR - [UF]	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Ingresos</b>	<b>81.873.576</b>	<b>84.031.883</b>	<b>86.824.881</b>	<b>89.730.916</b>	<b>92.755.161</b>
Costos	-42.456.170	-43.573.028	-45.023.432	-46.532.746	-48.103.674
sobre ingresos (%)	-51,9%	-51,9%	-51,9%	-51,9%	-51,9%
<b>Margen de explotación</b>	<b>39.417.406</b>	<b>40.458.856</b>	<b>41.801.449</b>	<b>43.198.169</b>	<b>44.651.486</b>
sobre ingresos (%)	48,1%	48,1%	48,1%	48,1%	48,1%
GAV	-29.026.131	-29.408.716	-29.897.450	-30.397.785	-30.910.041
sobre ingresos (%)	-35,5%	-35,0%	-34,4%	-33,9%	-33,3%
<b>EBITDA</b>	<b>10.391.276</b>	<b>11.050.139</b>	<b>11.903.998</b>	<b>12.800.384</b>	<b>13.741.445</b>
sobre ingresos (%)	12,7%	13,1%	13,7%	14,3%	14,8%
Depreciación	-1.907.984	-2.150.227	-2.400.521	-2.659.193	-2.926.583
<b>EBIT</b>	<b>8.483.292</b>	<b>8.899.913</b>	<b>9.503.477</b>	<b>10.141.191</b>	<b>10.814.862</b>
sobre ingresos (%)	10,4%	10,6%	10,9%	11,3%	11,7%
No Operacional	-1.305.308	-1.339.718	-1.384.246	-1.430.577	-1.478.793
sobre ingresos (%)	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%
<b>EBT</b>	<b>7.177.984</b>	<b>7.560.195</b>	<b>8.119.231</b>	<b>8.710.614</b>	<b>9.336.070</b>
sobre ingresos (%)	8,8%	9,0%	9,4%	9,7%	10,1%
Impuestos	-1.938.056	-2.041.253	-2.192.192	-2.351.866	-2.520.739
Tasa %	27%	27%	27%	27%	27%
<b>NOPAT</b>	<b>5.239.928</b>	<b>5.518.942</b>	<b>5.927.039</b>	<b>6.358.748</b>	<b>6.815.331</b>
sobre ingresos (%)	6,4%	6,6%	6,8%	7,1%	7,3%

Elaboración propia en base a las proyecciones consolidadas.

### 7.5.1 Supuestos utilizados

#### *7.5.1.1 Depreciación:*

La depreciación del periodo se calcula como un porcentaje esperado del PPE del periodo. Para el cálculo del PPE, este se calcula como el PPE del periodo anterior más nuevas inversiones. Las nuevas inversiones están compuestas por CAPEX y reinversiones. Las nuevas inversiones se calculan respecto a un ratio. El ratio mide las nuevas inversiones históricas respecto al ingreso. En este sentido, las nuevas inversiones respecto al ingreso han sido entorno al 7,5%, donde las nuevas inversiones contabilizan inversiones de reposición como crecimiento en el PPE para mantener el ratio de PPE / Ingresos. Con este ratio se hace un cálculo de las nuevas inversiones futuras respecto al ingreso proyectado, calculando el nuevo PPE para el periodo 2022 – 2026. Con el nuevo PPE proyectado, es posible calcular la depreciación del periodo proyectada, con un ratio de depreciación histórica respecto al PPE histórico, en este sentido la depreciación del periodo será del 4,2% del PPE proyectado a 2026. Las amortizaciones son consideradas dentro de este ratio proyectado.

#### *7.5.1.2 No Operacional:*

Las actividades no operacionales proyectadas son calculadas como un ratio entre la parte no operacional y el ingreso de ese periodo. Se utilizaron datos desde el 2016 al 2021, donde el rango de datos se encontraba entre -0,8% y -2,7%, con promedio de -1,6%. Dado el -1,6%, se proyectan respecto a este porcentaje dado el ingreso proyectado hasta el 2026 (En el cuadro 39 se especifica).

#### *7.5.1.3 Impuestos:*

Se utiliza la tasa corporativa chilena del 27% (SII, 2022). No se hace cambios tributarios dependiendo del país de origen del ingreso dado los tratados de libre comercio. Se mantiene el orden tributario a la fecha sin efecto de la posible reforma tributaria a discutir presentada por el ejecutivo.

## 8.PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 8.1 inversión en reposición

Para las inversiones de reposición, se utiliza el supuesto que todo el activo fijo depreciación del periodo, será invertido como inversiones de reposición. En este sentido las inversiones en reposición siguen el mismo supuesto para su cálculo del cual se habló en la sección 6.

### 8.2 Nuevas inversiones de capital

Dado que se hizo una proyección del PPE y de las nuevas inversiones de la sección anterior, **esta proyección de nuevas inversiones incluye tanto la inversión en reposición como las nuevas inversiones de capital. Bajo esta lógica, las nuevas inversiones de capital serán el diferencial entre las nuevas inversiones totales menos las inversiones en reposición.** Para el calculo de las inversiones totales, se analizo los flujos efectivos del 2017 al 2021, donde las inversiones de PPE respecto a ingreso, promediaban el 7%, por tanto, se mantiene ese ratio para la proyección (según se explicó en la sección de inversiones).

### 8.3 inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

Para el cálculo de las principales cuentas de capital operativo neto, se utilizaron las métricas de CCU para los años 2017 a 2021, tomando en cuenta la rotación de cuentas por cobrar, días de cuentas por cobras, rotación de cuentas por pagar, días de cuenta por pagar, rotación de inventario y días de inventario. Bajo esta lógica, se mantuvo el ratio de capital de trabajo neto sobre ingresos como estándar para modelar a futuro. En este sentido el ratio seria equivalente a 7,6%, el cual se mantuvo para las proyecciones a 2026.

Los ratios históricos demostraron tener un promedio de 60 días de cuentas por cobrar, 93 días de inventario y 131 días de cuentas por pagar. En base a estos resultados, **más un ajuste para mantener el ratio saldo de capital de trabajo neto sobre ingresos de 7,6%**, se proyectan las cuentas de activo corriente de inventario y cuentas por cobrar para el 2022 al 2026.

Cuadro 42: Activos corrientes proyectados

Modelamiento principales cuentas activos corrientes						
Activos Corrientes - UF	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cuentas por cobrar	12.206.866	12.963.316	13.305.048	13.747.273	14.207.395	14.686.234
Inventario	11.404.184	10.614.042	10.893.257	11.255.858	11.633.187	12.025.919
<b>Total</b>	<b>23.611.050</b>	<b>23.577.359</b>	<b>24.198.305</b>	<b>25.003.131</b>	<b>25.840.582</b>	<b>26.712.152</b>

Elaboración propia en base Al modelamiento de las cuentas del activo corriente.

En la misma línea, el modelamiento de las principales cuentas de los pasivos corrientes, manteniendo la metodología para los activos corrientes para mantener el ratio de capital de trabajo neto sobre ingresos de 7,6%, realizando ajustes sobre los días de cuentas por pagar históricos más un ajuste, quedaría desarrollada de la siguiente forma:

Cuadro 43: Pasivos corrientes proyectados

Modelamiento principales cuentas pasivos corrientes						
Pasivos Corrientes - UF	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cuentas por pagar	17.480.270	17.218.335	17.671.283	18.259.503	18.871.614	19.508.712
<b>Total</b>	<b>17.480.270</b>	<b>17.218.335</b>	<b>17.671.283</b>	<b>18.259.503</b>	<b>18.871.614</b>	<b>19.508.712</b>

Elaboración propia en base al modelamiento de las cuentas del pasivo corriente.

En base al desarrollo proyectado los activos corrientes y pasivos corrientes, es posible el cálculo de la variación de capital de trabajo Neto a financiar post NOPAT. En ese sentido se desarrolla en el cuadro 44:



Cuadro 44: Proyección de CTON

CTON - UF	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Capital de Trabajo OPERATIVO Neto	6.130.780	6.359.023	6.527.022	6.743.628	6.968.968	7.203.440
Variación de capital de Trabajo Neto		228.243	167.999	216.606	225.340	234.472
<b>Saldo de CTON sobre Ingresos</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>

Elaboración propia en base a los EERR consolidados de CCU 2017 – 2021.

#### 8.4 Flujos De caja libre proyectados

Los flujos de caja libre disposición de cada periodo son equivalentes al NOPAT ajustado por Inversiones en CAPEX, re-inversiones, depreciación y la variación de capital de trabajo neto. En este sentido dado el descuento de estas 4 cuentas sobre el NOPAT nos dará el flujo de caja descontado para cada periodo, que posteriormente serán utilizados para la valorización de CCU por flujos de caja descontados. Para el 2026 no se asumen inversiones ni variación de capital de trabajo operativo neto. En el cuadro 45, en la última fila de la tabla (FDC), se muestra el flujo de caja libre proyectado para cada año.

Cuadro 45: Flujo de caja proyectado a 2026

Flujo de caja proyectado al 2026					
UF	2022	2023	2024	2025	2026
NOPAT	5.239.928	5.518.942	5.927.039	6.358.748	6.815.331
Capex	-3.659.419	-3.563.941	-3.503.571	-3.442.509	0
Inversión de reposición	-1.907.984	-2.150.227	-2.400.521	-2.659.193	-2.926.583
Depreciación	1.907.984	2.150.227	2.400.521	2.659.193	2.926.583
CTON	-228.243	-167.999	-216.606	-225.340	
<b>FDC</b>	<b>1.352.266</b>	<b>1.787.002</b>	<b>2.206.862</b>	<b>2.690.899</b>	<b>6.815.331</b>

Elaboración propia en base al modelamiento a 2026.

Respecto a cómo es la generación de flujos de caja libre al ingreso de CCU, podemos observar que esta proyección estima uno creciente, donde se permite una mayor acumulación de flujos. En este sentido pasaría de un 1,7% en el 2022, a un 7,3% en el 2026 respecto al ingreso del respectivo periodo.

Cuadro 46: FDC sobre Ingresos al 2026

FDC sobre ingresos (%)					
FDC - UF	2022	2023	2024	2025	2026
FDC	1.352.266	1.787.002	2.206.862	2.690.899	6.815.331
<b>sobre ingresos (%)</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>7,3%</b>

Elaboración propia en base al modelamiento a 2026.

Respecto al 2026, presenta un valor significativamente mayor respecto a ingreso que los otros años, esto debido a la no inclusión de inversiones de reposición y variación de CTON, lo cual aumenta el margen en 4,3% del 2025 al 2026.

### 8.5 Valor Terminal

El valor terminal nos dirá el valor de CCU fuera del periodo establecido, equivalente al flujo de caja de libre disposición del último periodo partido la tasa de  $K_0$ , lo cual sería igual a: (valores equivalentes a CLP – MM).

$$\frac{6.815.331}{7,4\%} = 92.725.592$$

La racionalidad tras de esto es proyectar el ultimo flujo de caja libre al infinito a su tasa respectiva de descuento (tasa ajustada al riesgo y estructura de la empresa), para con ello tener un valor representativo de la empresa al finalizar ese periodo. Esto debe ir después de FCL proyectados.

## 9. PRECIO DE LA ACCION ESTIMADO

Dados los flujos de caja estimados para cada periodo, es necesario traerlos a valor presente a la tasa correspondiente de la empresa (7,4%), en donde FDC señala el flujo de caja para cada año y VP el valor presente de ese flujo de caja respecto a la tasa descontada. En el cuadro 47 se señala.

*Cuadro 47: Valor presente FDC al 2026*

Valor presente de los flujos de caja al 2026					
CLP - MM	2022	2023	2024	2025	2026
FDC	<b>1.352.266</b>	<b>1.787.002</b>	<b>2.206.862</b>	<b>2.690.899</b>	<b>99.540.923</b>
VP(FDC)	<b>1.259.679</b>	<b>1.550.676</b>	<b>1.783.894</b>	<b>2.026.232</b>	<b>69.821.861</b>

Elaboración propia en base al modelamiento a 2026.

Siendo VP(FDC) el valor presente de los flujos de caja libres, donde el 2026 incluye el valor a perpetuidad y el flujo correspondiente a ese periodo.

La suma de los valores presentes de los flujos de caja libres, la caja existente al año 2021, la resta de la deuda existente al año 2021 y la suma de activos no operacionales serán el valor del patrimonio de CCU.

Dado esto, se arma el cuadro 48 con el valor del patrimonio de CCU a finales del 2022:

*Cuadro 48: Valor Patrimonio CCU 2022*

Valor patrimonio CCU 2022 – UF MM	
VP(FCD) (+)	76.442.342
CAJA 2021 (+)	8.569.202
Otros activos financieros (+)	2.991.203
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación (+)	4.456.600
Activos intangibles distintos de la plusvalía (+)	4.902.833
Propiedades de inversion (+)	308.206
Deuda (-)	-18.059.959
<b>VALOR DE CCU</b>	<b>79.610.426</b>

Elaboración propia en base al modelamiento a 2026.

Por tanto, La valorización de CCU sería equivalente a UF 79.610.426 por metodología de flujos de caja descontados a una tasa real del 7,35%.

Dada la memoria anual de CCU del 2021, las acciones suscritas a esa fecha son en su totalidad de 369.502.872 acciones, a un valor de la UF de CLP 30.991 al 31 de diciembre del 2021, el valor de la acción sería equivalente a:

$$\frac{UF\ 79,6\ \text{Millones}}{370\ \text{Millones}} = CLP\ 6.677\ x\ \text{Acción} \mid UF\ 0,215$$

Según la Bolsa de Santiago, el ultimo precio de cierre a diciembre del 2021 fue el 26 de diciembre, cerrando CCU a un precio de:

$$CLP\ 6.930\ x\ \text{Acción} \mid UF\ 0,224$$

Dado esto, la estimación del precio de CCU a finales de diciembre del 2021 esta diferenciada en un -3,6% del precio real, dado dentro de los márgenes posibles para esta valoración.

## 10. ANALISIS DE SENSIBILIDAD

Se realizó un análisis de sensibilidad sobre la tasa de descuento exigida, realizando movimientos de +/- 50bp y +/- 100bp sobre la tasa WACC original de 7,35% y variaciones sobre el crecimiento de los ingresos en +/- 2,5% y +/- 5,0%. En este sentido se construye una matriz con conjunta en base a las dos variaciones y su efecto sobre el precio de la acción.

*Cuadro 49: Matriz de sensibilización; Ingresos y WACC*

Matrix de sensibilización respecto a crecimiento de los ingresos y WACC					
	105,00%	102,50%	100,00%	97,50%	95,00%
6,35%	8.975	8.423	7.872	7.321	6.769
6,85%	8.244	7.737	7.230	6.723	6.216
7,35%	7.615	7.146	<b>6.677</b>	6.208	5.739
7,85%	7.068	6.632	6.196	5.760	5.324
8,35%	6.588	6.181	5.774	5.368	4.961

Adicionalmente, se incluye la variación porcentual sobre el precio de la acción, para el entendimiento de que variable (WACC o ingreso) tiene mayor significancia sobre el precio de la acción.

*Cuadro 50: Matriz de sensibilización porcentual: Ingresos y WACC*

Matrix de sensibilización porcentual respecto a crecimiento de los ingresos y WACC					
	105,00%	102,50%	100,00%	97,50%	95,00%
6,35%	34,4%	26,2%	17,9%	9,6%	1,4%
6,85%	23,5%	15,9%	8,3%	0,7%	-6,9%
7,35%	14,1%	7,0%	0,0%	-7,0%	-14,1%
7,85%	5,9%	-0,7%	-7,2%	-13,7%	-20,3%
8,35%	-1,3%	-7,4%	-13,5%	-19,6%	-25,7%

En este sentido, las variaciones de la WACC tienen mayor efecto sobre el precio de CCU en estos niveles (6,35% - 8,35%) que el efecto que tiene la variación de los ingresos, esto se explica por los mayores rangos visibles para movimientos de la WACC que frente a los rangos de movimiento respecto a los cambios en ingresos a una WACC constante.

---

<sup>i</sup> ADR es un título físico que respalda el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera de poder transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado.

<sup>ii</sup> Investing.com es una plataforma financiera y un sitio web de noticias. Se trata de uno de los tres sitios web financieros más visitados a nivel global. Ofrece cotizaciones de mercado,

---

información sobre acciones, futuros, opciones, análisis financiero, materias primas y un calendario económico.

<sup>iii</sup> Stata es un paquete de software estadístico creado en 1985 por StataCorp. Es utilizado principalmente por instituciones académicas y empresariales dedicadas a la investigación, especialmente en economía

## 10. BIBLIOGRAFIA

- Banco central (2022). Minuta reunión de política Monetaria Junio Banco Central.
- 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..

- 
- Blume, M. E. (1975). Betas and their regression tendencies. *Journal of Finance*, 30(3), 785- 795.
  - CCU (2021) Memoria Anual CCU
  - CCU (2021) Análisis razonados
  - CCU (2020) Memoria Anual CCU
  - CCU (2019) Memoria Anual CCU
  - CCU (2004 - 2018) Memorias Anuales CCU
  - Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.
  - Damodaran A., (2012). *Investment Valuation, Tools and Techniques for Valuing any Asset*. Wiley.
  - De Gregorio, Jose, (2007). *Macroeconomía. Teoría y Política*.
  - Euromonitor,(2021) "Passport- Alcoholic Drinks Global Industry Overview.
  - Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
  - FitchRating (2021) Clasificaciones de CCU
  - José Olivares R. (2019) Cap. Libro y libros: Contabilidad Financiera
  - Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
  - Maquieira C., (2022). *Notas de clases Taller AFE, Magíster en Finanzas Tiempo Completo*.
  - Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-97.
  - Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-43.
  - 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
  - Pablo Tapia (2021). *Econometría Financiera. Regresiones múltiples*.
  - Rosanna Costa (2022). *Presidenta Banco Central de Chile. Sesión comisión de economía Senado Nacional. Junio 2022*.



## 11. ANEXOS

### Estado consolidado de flujo de efectivo 2021 - 2019

#### ESTADO CONSOLIDADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

ESTADO CONSOLIDADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	Notas	Por los ejercicios terminados al 31 de diciembre de		
		2021	2020	2019
		M\$	M\$	M\$
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Operación</b>				
<b>Clases de Cobros</b>				
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios		3.138.938.727	2.330.736.906	2.398.342.913
Otros cobros por actividades de operación		29.473.825	28.546.743	34.857.922
<b>Clases de Pagos</b>				
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios		(2.048.281.794)	(1.469.361.333)	(1.548.279.410)
Pagos a y por cuenta de los empleados		(306.253.056)	(248.429.890)	(240.710.775)
Otros pagos por actividades de operación		(424.596.756)	(312.075.275)	(302.964.849)
<b>Flujos de efectivo procedentes (utilizados en) operaciones</b>				
Dividendos recibidos		1.841.000	656.445	428.681
Intereses pagados		(28.984.610)	(21.975.481)	(24.943.412)
Intereses recibidos		14.282.579	2.106.264	13.053.176
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)		(78.971.520)	(43.031.710)	(93.733.867)
Otras entradas (salidas) de efectivo	32	(4.092.822)	13.496.844	6.269.666
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Operación</b>				
		<b>293.355.573</b>	<b>280.669.513</b>	<b>242.320.045</b>
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Inversión</b>				
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	8	-	(1.028.076)	(8.652.268)
Cobros a entidades relacionadas		31.495	29.702	-
Otros cobros por la venta de participaciones en negocios conjuntos	10	-	1.273.947	1.240.461
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	8	(5.791.718)	(19.287.372)	(13.549.638)
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo		147.274	392.213	6.049.705
Compras de propiedades, planta y equipo		(169.667.429)	(117.013.658)	(134.668.653)
Compras de activos intangibles		(2.186.553)	(5.773.071)	(5.819.196)
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	16	-	-	11.200.000
Otras entradas (salidas) de efectivo		(1.525.602)	861.168	13.863
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Inversión</b>				
		<b>(178.992.533)</b>	<b>(140.545.147)</b>	<b>(144.185.726)</b>
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación</b>				
Pagos por cambios en las participaciones en la propiedad en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control	8	(12.207.458)	(86.912)	-
Importes procedentes de préstamos de largo plazo y bonos		92.951.539	196.786.489	25.641.701
Importes procedentes de préstamos de corto plazo y bonos		7.274.374	72.550.018	25.347.785
<b>Total importes procedentes de préstamos y bonos</b>				
		<b>100.225.913</b>	<b>269.336.507</b>	<b>50.989.486</b>
Préstamos de entidades relacionadas		25.616	10.000	-
Pagos de préstamos y bonos		(46.050.971)	(95.956.307)	(27.049.506)
Pagos de pasivos por arrendamiento		(7.630.800)	(6.857.420)	(6.416.902)
Pagos de préstamos de entidades relacionadas		-	(10.000)	-
Dividendos pagados		(274.136.472)	(102.135.646)	(218.035.429)
Otras entradas (salidas) de efectivo		6.130.317	449.333	1.092.190
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación</b>				
		<b>(233.643.855)</b>	<b>64.749.555</b>	<b>(199.420.161)</b>
<b>Incremento Neto (Disminución) en el Efectivo y Equivalente al Efectivo, antes del Efecto de los Cambios en la Tasa de Cambio</b>				
		<b>(119.280.815)</b>	<b>204.873.921</b>	<b>(101.285.842)</b>
<b>Efectos de las variaciones en la tasa de cambio sobre el Efectivo y Equivalente</b>				
Incremento (disminución) de efectivo y equivalentes al efectivo		(130.820.891)	200.019.792	(122.644.826)
<b>Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Inicial</b>				
		<b>396.389.016</b>	<b>196.389.224</b>	<b>319.014.050</b>
<b>Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Final</b>				
	8	<b>265.568.125</b>	<b>396.389.016</b>	<b>196.389.224</b>

11

Las notas adjuntas números 1 a 37 forman parte integral de estos Estados Financieros Consolidados