



Valoración de Compañía de Cervecerías Unidas Mediante Métodos de Valoración por Múltiplos

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

Alumna: Ivannia Santander Rade

Profesor Guía: Carlos Maquieira

Santiago, septiembre 2023

TABLA DE CONTENIDO

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

1.1.1. Método de múltiplos

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

2.1.2. Principales accionistas

2.1.3. Filiales

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

2.2.2. Regulación y fiscalización

2.2.3. Empresas comparables

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda financiera

3.2. Patrimonio económico

3.3. Valor económico

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la deuda

4.2. Beta de la deuda

4.3. Estimación del beta patrimonial

4.4. Beta patrimonial sin deuda

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

4.6. Costo patrimonial

4.7 Costo de capital

5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

5.1. Análisis de las empresas comparables

5.2. Múltiplos de la industria

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

5.4. Análisis de los resultados

6. BIBLIOGRAFÍA

7. ANEXOS

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

El objetivo de la valoración es estimar el valor económico de la empresa a valorar. Hay diversos métodos de valoración, lo cual genera que los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, además de que dichos resultados dependen del momento de la valoración. Sin embargo, para efectos de la presente concentración, se hablará solo de la valoración mediante múltiplos.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

1.1.1. Método de múltiplos

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

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe recalcar la gran variación que se puede obtener en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Para poder aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, para luego convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría

afectar el múltiplo de la empresa. Es importante considerar que dos firmas son comparables mientras tengan un riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

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

1.1.1.1. Múltiplos de ganancias

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

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

1.1.1.2. Múltiplos de valor libro

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

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

1.1.1.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

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

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

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

A continuación, en la cuadro 1 podemos ver un resumen de la revisión de Compañía de Cervecerías Unidas (CCU):

Cuadro 1. Antecedentes de CCU

Ticket	CCU
Clase de acción	Ordinarias.
Derecho de clase	Derecho a voto.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago; Bolsa de Nueva York.
Descripción de la empresa	Empresa productora de cervezas, bebidas gaseosas, vinos, embotelladora de agua mineral, y distribuidora de piscos y otros destilados.
Rubros y países donde opera	Venta de bebestibles alcohólicos y no alcohólicos. Sus principales operaciones se realizan en Chile, Argentina, Paraguay y Bolivia.

Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv Eikon

Junto a aquello, cabe mencionar que el EBITDA al cierre del año 2022 para CCU fue de M\$10.136,6 UF (Anexo 1). En los cuadros 2, 3 y 4 se observa la composición de los ingresos de CCU según los países, categorías y segmentos de producto en las que opera respectivamente:

Cuadro 2. Países en los que opera CCU a cierre del año 2022.

Países donde opera (31-12-2022)	Ingresos (en M UF)	%
Chile	54.014	70%
Argentina	19.946	26%
Uruguay	825	1%
Paraguay	1.869	2%
Bolivia	571	1%
Total	77.225	100%

Fuente: Elaboración Propia con datos de Memoria Anual de CCU 2022.

Cuadro 3. Categorías de Producto en los que opera CCU a cierre del año 2022.

Categorías de producto (31-12-2022)	Ingresos (en M UF)	%
Productos alcohólicos	51.802	67%
Productos no alcohólicos	23.879	31%
Otros	1.544	2%
Total	77.225	100%

Fuente: Elaboración Propia con datos de Memoria Anual de CCU 2022.

Cuadro 4. Segmentos de Operación de CCU a cierre del año 2022.

Segmentos de operación	Ingresos (en M UF)	%
Chile	47.659	62%
Negocios Internacionales	22.288	29%
Vinos	8.440	11%
Otros	-1.163	-2%
Total	77.225	100%

Fuente: Elaboración Propia con datos de Memoria Anual de CCU 2022.

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Compañía Cerveceras Unidas, también conocida como CCU, es una empresa chilena dedicada a la venta de un portafolio diversificado de bebestibles alcohólicos y no alcohólicos fundada el 8 de enero de 1902, hoy en día mantiene operaciones en Chile, Argentina, Paraguay, entre otros países latinoamericanos.

Junto a ello, son el principal cervecero chileno y el segundo en Argentina, además es el mayor productor de bebidas gaseosas, agua mineral y piscos y el segundo de vinos del país.

Hoy en día, son controlados en un 59,03% por Inversiones y Rentas, Holding controlado por Heineken International y Quiñenco.

Como se mencionó anteriormente, fue fundada en 1902 como una empresa cervecera, y para 1916 se convirtió en el principal productor chileno, además de ingresar al negocio de bebidas gaseosas a través de su marca Bilz. Al paso de los años lograron consolidarse y expandirse con distintas fábricas en el país, adquiriendo diversas marcas y lanzando nuevos productos.

En 1986 se anunció que Inversiones y Rentas comienza a ser el nuevo inversionista mayoritario y para 1992 se convirtió en la segunda empresa chilena y tercera latinoamericana en colocar ADR en el mercado estadounidense.

Para 1994 ingresaron al negocio de los vinos, además de expandir sus operaciones en Argentina en bebestibles no alcohólicos, y al año siguiente ingresan al mercado cervecero del mismo país.

El año 2003 crearon una nueva unidad de negocio enfocado en el pisco. y tres años después establecieron una alianza de largo plazo con PepsiCo para el desarrollo de productos.

El 2012 comenzaron la producción y comercialización de aguas minerales y bebidas gaseosas en Uruguay. El 2013 ingresaron a Paraguay en la venta tanto de bebidas alcohólicas como no alcohólicas. Y el 2014 ingresaron a Bolivia y Colombia.

Además, podemos mencionar que han desarrollado una propuesta de valor a través de la diferenciación, con un modelo enfocado en las comunidades y de relaciones con el entorno social, un modelo medioambiental enfocado en la reducción de emisiones, residuos y gestión del agua.

Finalmente, algunos de los riesgos que identificamos de CCU vemos:

- Riesgo de fluctuaciones del precio de los insumos: dónde los posibles cambios en los precios significan un aumento de los costos de la empresa, que, por su parte, no puede traspasar la totalidad de estos aumentos en los costos al precio de los consumidores.
- Riesgo tipo de cambio: Al tener operaciones en diversos países CCU está expuesto al tipo de cambio de cada uno de ellos.
- Cambios regulatorios e impositivos: Debido a que uno de sus principales negocios es la venta de bebestibles alcohólicos, se exponen al cambio de normativas gubernamentales que busquen regular el consumo de estos bebestibles.

2.1.2. Principales accionistas

CCU transa principalmente dentro de la Bolsa de Comercio de Santiago en Chile, y en la Bolsa de Nueva York en Estados Unidos cotizando a través de American Depository Shares (ADS), la que equivalen a dos acciones ordinarias.

Mantiene 369.502.872 acciones ordinarias, donde dentro de sus principales accionistas vemos que el control de CCU se encuentra fuertemente concentrada en pocas sociedades, donde los primeros diez holdings alcanzan más del 73,6% de la propiedad total y a la fecha Inversiones y Rentas SA concentra cerca del 59% de la sociedad, que

por su parte es controlada indirectamente por el Grupo Luksic y Heineken Internacional. En el cuadro 5 vemos el detalle de los primeros diez inversores;

Cuadro 5. Principales propietarios de CCU

Inversores	Porcentaje de Propiedad
Inversiones y Rentas, S.A.	59,03%
Inversiones IRSA, Ltda.	6,84%
State Street Global Advisors (US)	3,28%
The Vanguard Group, Inc.	1,21%
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	1,16%
Banco Santander SA	0,84%
Banchile Administradora General de Fondos S.A.	0,48%
Fideuram Asset Management (Ireland) dac	0,33%
Larrain Vial Administradora General de Fondos S.A.	0,24%
BlackRock Advisors (UK) Limited	0,22%

Fuente: Elaboración Propia con datos de Refinitiv Eikon.

2.1.3. Filiales

CCU opera en el rubro de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, con empresas dedicadas en la elaboración y empaquetado de productos como bebidas gaseosas, jugos, agua, cerveza y otros destilados. De estos productos, el 70% de sus ingresos provienen de Chile, seguido por Argentina representando un 26%, Paraguay con un 2%, y finalmente Perú y Bolivia en un 1%.

Al mismo tiempo, cuentan con 49 empresas subsidiarias o filiales (CCU posee >50% de esta) y 6 empresas afiliadas (CCU posee =<50% de esta). En primer lugar, las 6 empresas afiliadas son presentadas en el cuadro 6, incluyendo el nombre de la compañía, país, industria, ingresos totales y porcentaje de propiedad por parte de CCU. No se pudo incluir el EBITDA de cada empresa afiliada ya que ninguna lo reportó.

Cuadro 6. Afiliadas de CCU.

Compañías Afiliadas (=<50%)					
Nombre de la compañía	Pública o Privada	País	Industria	Ingresos totales (en M UF)	Porcentaje de propiedad
Comercial CCU Sa	Privada	Chile	Destilados y Vinos	No Reportado	50,00%
Compañía Pisquera de Chile SA	Privada	Chile	Destilados y Vinos	2.256	46,00%
Americas Distilling Investments LLC	Privada	EE.UU.	Destilados y Vinos	No Reportado	40,00%
Compañía Cervecera Kunstmann SA	Privada	Chile	Destilados y Vinos	No Reportado	50,00%
Southern Breweries Establishment	Privada	Liechtenstein	-	No Reportado	38,78%
Cervecería Austral SA	Privada	Chile	Cervezas	No Reportado	48,37%

Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv Eikon sobre CCU.

En segundo lugar, para facilitar el orden, las 49 empresas subsidiarias o filiales son presentadas en el cuadro 7, incluyendo el nombre de la compañía, país, industria, ingresos totales y el porcentaje de propiedad por parte de CCU. Se destacan 14 filiales principales, de las cuales se van desagregando el resto de las 35 filiales. No se pudo incluir el EBITDA de cada empresa afiliada ya que ninguna lo reportó, a excepción de Viña San Pedro Tarapacá, compañía la cual tuvo un EBITDA al 31-12-2022 de M\$1.450,22 UF (Anexo 2).

Cuadro 7. Filiales/Subsidiarias de CCU.

Compañías Subsidiarias / Filiales (>50%)					
Nombre de la compañía	Pública o Privada	País	Industria	Ingresos totales (en M UF)	Porcentaje de propiedad
Inversiones Invex CCU Tres Ltda.	Privada	Chile	Servicios Financieros	No reportado	99,9999%
Cerveceria Kunstmann SA	Privada	Chile	Cervezas	No reportado	50,0007%
Fabrica de Envases Plasticos SA	Privada	Chile	Contenedores y Empaques	1.344	95,8904%
CCU Investments II Ltda.	Privada	Chile	-	1.645	99,7800%
CCU Investments Ltd.	Privada	Islas Caimán	Servicios Financieros	No reportado	-
CCU Inversiones SA	Privada	Chile	Bebidas no alcohólicas	No reportado	99,0242%
Viña San Pedro Tarapacá SA	Pública	Chile	Destilados y Vinos	8.440	84,4969%
Embotelladoras Chilenas Unidas SA	Privada	Chile	Contenedores y Empaques	20.343	99,8000%
Creccu SA	Privada	Chile	-	No reportado	99,9602%
Millahue SA	Privada	Chile	-	No reportado	99,9621%
Cervecera CCU Chile Ltda	Privada	Chile	Quimicos Commodity	16.944	99,7500%
Inversiones Invex CCU Dos Ltda	Privada	Chile	-	No reportado	99,8516%
Transportes Ltda.	Privada	Chile	Logística	9.394	100,0000%
La Barra SA	Privada	Chile	-	No reportado	99,0000%

Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv Eikon sobre CCU.

La mayoría de las compañías, tanto afiliadas como subsidiarias son del tipo privada, además de que el país predominante es Chile, destacando también que al revisar el país de operación del resto de subsidiarias (35) que no aparecen en el cuadro 7, CCU tiene

mayor presencia en países latinoamericanos como Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia, lo cual se debe a los países donde CCU opera.

Respecto a las industrias de las compañías afiliadas y subsidiarias, para las afiliadas la mayoría son parte de la industria de Destilados y Vinos (1 sola de Cervezas), mientras que para las subsidiarias principales se encuentran, además de las mismas industrias de las afiliadas, las industrias de Servicios Financieros, Contenedores y Empaques, Bebidas no Alcohólicas, Químicos Commodity y Logística. Estas industrias son importantes para el funcionamiento de la operación de CCU ya que aquellas compañías de la industria de Servicios Financieros se dedican a la gestión de inversiones y de fondos para hacer crecer las ganancias de CCU a través de la inversión en diversos tipos de activos e instrumentos financieros, así como la participación de CCU en diversas compañías a través de vehículos de inversión. En cuanto a la industria de Contenedores y Empaques, estas aportan a CCU a través del empaque y envasado para los productos que genera y distribuye. La industria de Químicos Commodity aporta a CCU ya que estos son químicos cuyo uso se especializa en mercados globales, y por eso se generan a gran escala, tanto orgánicos como inorgánicos. Estos se usan en el giro de la operación, es decir, para generar las bebidas tanto alcohólicas como no alcohólicas. Por último, se tiene la industria de Logística, la cual aporta a través de la distribución de los productos que comercializa CCU (Las industrias no mencionadas como Destilados y Vinos, Cervezas y Bebidas No Alcohólicas y su importancia y aporte para CCU se mencionan en secciones anteriores).

2.2. Descripción de la industria

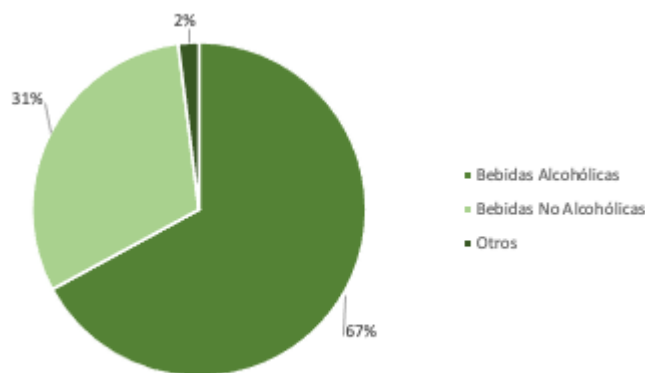
2.2.1. Estado actual

CCU forma parte de la industria de las bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas, ya que es una empresa multicategoría regional de bebestibles. Las principales compañías que lideran esta industria son Andina, CCU, Embonor, Concha y Toro y AB Inbev (competidor más reciente).

Cabe recalcar que, en la industria de bebidas alcohólicas, el principal competidor en la categoría de cervezas para CCU dentro de este grupo es AB Inbev (a través de su filial Cervecería Chile S.A.), mientras que en la categoría de vinos es Concha y Toro. En la industria de bebidas no alcohólicas, los principales competidores son Andina y Embonor (CCU, 2022).

Esta industria es altamente competitiva (sobre todo el sector de alcohólicas). Sin embargo, la mayor parte de los ingresos de CCU proviene de la industria de bebidas alcohólicas, con ingresos de M\$ 51.801,77 UF para bebidas alcohólicas y M\$ 23.878,6 UF para bebidas no alcohólicas, tal como se muestra en el gráfico 1:

Gráfico 1: Ingresos por ventas por sector a cierre 31-12-2022

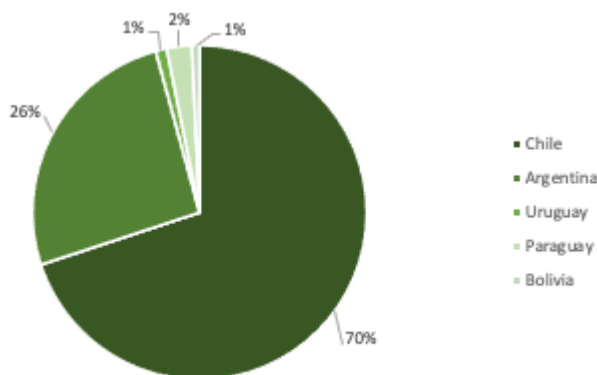


Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados 2022

Y dentro de esta industria las categorías con mayor importancia para CCU son cervezas, vino, pisco y sidra. Mientras que para la industria de no alcohólicas las categorías más importantes son bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, bebidas energéticas, deportivas y bebidas en base a malta, entre otras (CCU, 2022).

Respecto a los ingresos por ventas netas por ubicación geográfica, Chile generó M\$ 54.013,66 UF, siendo el principal de todos los países incluidos (gráfico 2):

Gráfico 2: Ingresos por ventas netas por ubicación geográfica a cierre 31-12-2022



Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados 2022

En cuanto a la participación de mercado total de CCU es de 30,5% a cierre de 2022, mientras que su participación de mercado solo en Chile es de 45,2% (CCU,2022).

En la actualidad esta industria sigue creciendo, pero con mayor lentitud ya que se ve afectada por una menor liquidez de la economía chilena, pero al mismo tiempo para lograr combatir dicha ralentización del crecimiento varias empresas del rubro están entrando en la categoría de productos premium, lo cual aumenta el precio promedio de todos los productos de dichas compañías, esperándose que se mantenga el crecimiento de los ingresos en la industria de bebestibles en general. Además, en el ámbito macroeconómico del país, es importante monitorear la situación en Chile y cómo puede impactar en las operaciones de estas compañías (y no solo de Chile, sino que también de los distintos países donde mantengan operaciones dichas compañías) ya que, en el caso de CCU, esta mantiene operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay, a lo cual CCU vislumbra una exposición a un considerable riesgo dadas sus operaciones en Argentina.

Otra cualidad que este sector está desarrollando (y no solo empresas en particular) es la visión ESG, la cual se refiere a principios ambientales, sociales y de gobernanza. Entre las implementaciones para el desarrollo de la visión ESG se encuentran el desarrollo de técnicas y tecnologías que ayuden con el ahorro de agua en los procesos productivos (ambiental), proyectos que aporten y sumen cuidado a la comunidad local (social), y respecto a gobernanza, todas las compañías tienen a disposición un canal de denuncias (BCI, 2022).

Según Fitch Ratings, se espera que este año se continuarán con moderación las estrategias de expansión operacional, siendo un año desafiante en cuanto a rentabilidad, con implementación de estrategias de precio y controles de costos de nivel estricto, sumando iniciativas que aporten eficiencia para compensar los altos precios de las materias primas. Esto se potencia de manera negativa si agregamos el escenario de altas tasas, mayor inflación y menor PIB.

Si analizamos un par de años atrás respecto al periodo de pandemia COVID-19, la industria de bebestibles si sufrió impactos en su demanda, sin embargo, estos fueron menores comparados con el impacto en otras industrias, ya que los bebestibles son bienes de primera necesidad. Dichos impactos se tradujeron en cambios bruscos en la cadena de distribución, fortalecimiento del canal tradicional y a su vez del canal online, entre otros (Feller Rate, 2022). Sin embargo, en el año 2021, el consumo de bebidas alcohólicas fue el segmento que más creció dentro de las ventas de la industria proveedora ya que el 2020 fue impactado negativamente por los cierres (por eso la cifra de crecimiento es importante) (DF, 2022). Los factores que impulsaron este crecimiento fueron los retiros y ayudas estatales, potenciando el consumo de bienes de primera y segunda necesidad, evidenciando una relación directa entre el aumento de ingresos disponibles y las ventas (DF, 2022).

2.2.2. Regulación y fiscalización

En cuanto a regulaciones, normativas, leyes y fiscalización, CCU al ser una S.A.A. (Sociedad Anónima Abierta) está regulada por la Ley N°18.045 sobre Mercado de Valores, la Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento contenido en el

Decreto Supremo N°702 del Ministerio de Hacienda de 2011 y la normativa dictada al efecto por la CMF (CCU, 2022). Al mismo tiempo, CCU, al emitir ADRs que transan en el NYSE, se encuentra sujeta al Securities Exchange Act de 1934, SOX de 2002 y a la normativa dictada al efecto por la SEC y el NYSE (CCU, 2022).

Además, CCU y sus filiales, deben considerar las normas aplicables de forma específica en sus actividades y negocios que realizan. Las principales, divididos por segmento de operación Chile, segmento de operación Negocios Internacionales, segmento de operación Vinos y Principales Asociadas y Negocios Conjuntos. El segmento de operación Chile se divide en Cervezas, Bebidas No Alcohólicas y Licores. El segmento de operación Negocios Internacionales se divide en Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia. El segmento de operación Vinos se divide en Chile, Argentina y Reino Unido. Por último, las principales asociadas y negocios Conjuntos se dividen en Argentina, Chile y Colombia.

Al ser una amplia variedad de países, es importante mencionar que CCU se acoge a normativas y regulaciones correspondientes a cada país en el que opera además de Chile, por ende, es un registro muy amplio, del cual solo mencionaremos las correspondientes al segmento de operación Chile.

Respecto a la categoría de Cervezas, esta está regulada por la Ley N°18.455 sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etilícos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres; Ley N°19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas; y la Ley N°21.363 sobre materia de Comercialización y Publicidad de Bebidas Alcohólicas.

En cuanto a la categoría de Bebidas no Alcohólicas, esta está regulada por las normas del Reglamento Sanitario de los Alimentos contenido en el Decreto N° 977 del Ministerio de Salud de 1997 y en el Código Sanitario, la Ley N°20.606 sobre Composición Nutricional de los Alimentos y su Publicidad, Ley N° 20.869 sobre Publicidad de Alimentos. Por último, para la categoría de Licores, esta está regulada por la Ley N°18.455 sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etilícos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres, Ley N°19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas, Ley N°21.363 sobre materia de Comercialización y Publicidad de Bebidas Alcohólicas (CCU, 2022).

Cabe recalcar que detrás de estas leyes y normativas están los entes reguladores, los cuales pueden ser nacionales y extranjeros (Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia, Reino Unido, Colombia). Para ser precisos, para el segmento de operación Chile, los reguladores corresponden a la CMF (Comisión del Mercado Financiero), SAG (Servicio Agrícola y Ganadero), SEREMI DE SALUD (Secretarías Regionales del Ministerio de Salud), SMA (Superintendencia de Medio Ambiente), SERNAC (Servicio Nacional del Consumidor), FNE (Fiscalía Nacional Económica), DGA (Dirección General de Aguas), SII (Servicio de Impuestos Internos), DT (Dirección del Trabajo) y SEC (Securities and Exchange commission) (CCU, 2022).

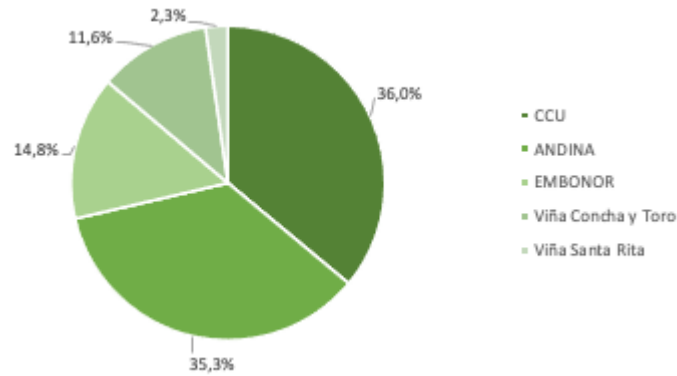
Además, CCU cuenta con políticas y códigos acorde a su BoD (Board of Directors), Alcohol, Derechos Humanos Corporativos, Diversidad e Inclusión, Medio Ambiente y Prevención de Delitos (CCU, 2022).

2.2.3. Empresas comparables

Respecto a empresas comparables con CCU, la cual tiene un market cap de M\$ 69.984,7 UF (anexo 3), se tiene a Embonor, Andina, AB Inbev, Concha y Toro (anexo 1), aquellas con mayor Market Cap de la industria. Estas son comparables ya que pertenecen a la industria de bebidas, y a los sectores de bebidas alcohólicas y no alcohólicas. Las que pertenecen al sector de bebidas no alcohólicas de la industria son Embonor y Andina, mientras que las que pertenecen sólo al sector de bebidas alcohólicas son Concha y Toro, Santa Rita y AB Inbev.

Si comparamos a la industria de bebestibles en Chile considerando solo a CCU, Andina, Embonor, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita (Cervecería Chile no se considera ya que su información financiera es inaccesible) en cuanto a ingresos por venta, se observa que CCU y Andina tienen porcentajes bastante parecidos, siendo 36% y 35,3%, respectivamente (gráfico 3 y cuadro 8):

Gráfico 3: Ingresos por ventas de industria de bebestibles a cierre 31-12-2022



Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados 2022 de CCU, Andina, Embonor, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita.

Cuadro 8: Ingresos por ventas de industria de bebestibles a cierre 31-12-2022

Ingresos por venta por compañía en la industria	UF	%
CCU	77.224.701	36%
Andina	75.670.870	35%
Embonor	31.704.541	15%
Viña Concha y Toro	24.795.143	12%
Viña Santa Rita	4.895.841	2%
Total	214.291.096	100%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados 2022 de CCU, Andina, Embonor, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita.

Embonor (Coca-Cola Embonor SA) tiene un market cap de M\$14.105,9 UF (anexo 3), siendo una de las principales productoras y distribuidoras de Coca-Cola en Chile, pero también distribuye otros productos como jugos, aguas y bebidas alcohólicas, también opera en Bolivia. A cierre de 2022 tuvo un EBITDA de M\$13.131,5 (Refinitiv Eikon, 2023).

Andina (Embotelladora Andina SA) tiene un market cap de M\$ 51.143,3 UF (anexo 3), siendo la principal productora y distribuidora de Coca-Cola en Chile, sin embargo, también produce otros productos como jugos y aguas y a su vez distribuye cervezas, con operaciones también en Argentina, Paraguay y Brasil. Su EBITDA a cierre del 2022 fue de M\$13.220,5 UF (Refinitiv Eikon, 2023).

AB Inbev (Anheuser-Busch Inbev SA) es una empresa multinacional con sede central en Bélgica. Es la compañía con el título de mayor fabricante de cerveza en el mundo, con una participación de mercado de carácter mundial del 25% (Abadica, s.f.). En Chile operan bajo Cervecería Chile SA, y tienen las marcas de cerveza Corona, Stella Artois, Becker, Cusqueña, Budweiser, Hoegaarden, Leffe, entre otras. Varias de estas también las distribuye Andina y Embonor, lo cual no es el caso de CCU, ya que esta tiene un portafolio de marcas completamente distintas.

Concha y Toro (Concha y Toro Winery Inc.) tiene un market cap de M\$20.163,8 UF (anexo 3) y es el principal productor de vinos de Latinoamérica, con un gran reconocimiento internacional. Poseen alrededor de 11.300 hectáreas de viñedos en Chile, Argentina y EE.UU. tuvo un EBITDA a cierre del 2022 de M \$3.917,3 UF.

Viña Santa Rita (Viña Santa Rita SA) si bien tiene un market cap de menor magnitud, siendo M\$4.419,9 UF, es una compañía del sector bebidas alcohólicas de la categoría vinos y de origen chileno, siendo uno de los mayores grupos vitivinícolas del país, con presencia en más de 70 países y uno de los líderes en Chile. Su EBITDA a cierre del 2022 fue de M\$501,3 UF.

CCU se mantiene como líder de la industria, todo en la categoría de cervezas. Hacia el año 2021 los ingresos por ventas de CCU se habían incrementado un 54,3% en Chile durante el segundo trimestre del año, dado por un crecimiento del 40,2% en sus volúmenes y el avance de 10,1% en los precios promedios, asociados a las marcas premium de cerveza que comercializa CCU en el mercado local (CCU, 2021). Sin embargo, en los últimos años tanto CCU como Cervecería Chile intensificaron su lucha

por el mercado nacional, donde Cervecería Chile implementó prácticas comerciales de carácter agresivo, anunciando inversiones para expandir su capacidad productiva y suscribiendo un acuerdo de distribución con Andina y Embonor, además de declarar que aspira a ser líder en el mercado de las cervezas en nuestro país (CCU, 2021).

Dado lo anterior y considerando la información del gráfico 1 la cual menciona que el 67% de los ingresos de CCU provienen de la venta de bebidas alcohólicas, y el 33% de bebidas no alcohólicas, es que las empresas comparables son, por la parte de bebidas alcohólicas, Viña Santa Rita, AB Inbev y Viña Concha y Toro, mientras que para el otro 31% que representa el sector de bebidas no alcohólicas, los comparables son Andina y Embonor (un 2% son otros que serían ventas de subproductos y botellas de envasado, incluyendo pallets y vasos).

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

En la siguiente sección discutiremos sobre los distintos factores que componen la estructura de capital histórica y objetivo que propondremos para CCU, como la deuda financiera, patrimonio económico y valor económico.

3.1. Deuda financiera

En cuanto a la deuda financiera, CCU clasifica cinco tipos de obligaciones distintas que devengan intereses, estos son: Préstamos bancarios, Obligaciones con el público, Instrumentos financieros derivados, Pasivos de cobertura, y Depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores, en el cuadro 9 podemos ver el desglose de cada cuenta en los últimos 5 años.

Cuadro 9. Deuda Financiera de CCU.

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Total corriente	2.264	2.244	2.378	3.273	5.294
Préstamos bancarios	1.384	1.499	1.299	2.458	3.837
Obligaciones con el público	148	238	265	261	879
Instrumentos financieros derivados	181	8	146	13	107
Pasivos de cobertura	43	28	183	154	131
Depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores	507	469	486	387	339
Total no corriente	7.641	8.250	14.203	14.787	33.485
Préstamos bancarios	2.728	3.523	3.032	3.694	2.416
Obligaciones con el público	4.908	4.727	11.170	10.962	30.808
Pasivos de cobertura	6	-	-	130	262
Total	9.905	10.494	16.581	18.060	38.779

Fuente: Elaboración propia a través de EEFF Consolidados de CCU y Refinitiv Eikon.

Si bien en los últimos cinco años la deuda financiera ha ido aumentando constantemente, el año 2022 se destacó por ser el de mayor crecimiento (cerca de un 115%), explicándose principalmente por la cuenta no corriente de “obligaciones con el público”, la que considera el financiamiento a través de bonos de la empresa.

Respecto a aquello, actualmente cuentan con catorce bonos americanos emitidos y activos, con madurez que varían desde el 2025 hasta el 2043. De estos el 65,61% de su deuda se encuentra en UF, el 31,60% en Dólares y el 2,79% restante en Pesos Chilenos.

Sin embargo, es importante notar como hecho esencial que durante el 2022 CCU informó la colocación de cuatro bonos, emisiones que representan un 55,22% de esta obligación. De aquellas, se destaca el bono con nemotécnico US204429AA25, su primer y único bono en dólares el cual emitieron con el fin de buscar financiamiento en mercados internacionales, este cuenta con un principal de 600 millones de dólares e informaron que los fondos serán utilizados con “fines corporativos generales”. Para determinar en mayor detalle los fines de los fondos revisamos el estado de flujo de efectivo.

El aumento de deuda financiera del año 2022 se explica por el motivo de la colocación de cuatro bonos con el objetivo de aportar refinanciamiento de la deuda.

En el estado de flujo de efectivo efectivamente vemos un aumento sustancial en la cuenta de Financiación “Total importes procedentes de préstamos y bonos”. Además de aquello, en las actividades de operación vemos un crecimiento importante en sus “Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios”. Por otra parte, también encuentran financiamiento en sus actividades de inversión. las que van al alza, aunque con un ritmo más moderado.

Finalmente, dentro de sus bonos destacables vemos su bono de mayor madurez (CL0002466341), el cual fue emitido el 10 de agosto del 2018 por un principal de 3 millones de UF y que paga cupones semianuales de 2,90%. Este finaliza el 10 de agosto del 2043 y cuenta con un rating de AA+ por ICR, A- por Fitch y BBB por S&P. Además, su Yield es de 2,93% en términos reales, información que nos permite obtener el costo de la deuda de CCU.

3.2. Patrimonio económico

En el cuadro 10 se observa el valor del patrimonio económico de CCU según el precio de la acción de cada año.

Cuadro 10. Patrimonio Económico de CCU.

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Número de acciones en miles	369.503	369.503	369.503	369.503	369.503
Precio de la acción en CLP	8.142	6.754	5.247	6.930	5.665
% de cambio año anterior	-	-17,05%	-22,31%	32,08%	-18,25%
Valor UF	27.566	28.310	29.070	30.992	35.111
% de cambio año anterior	-	2,70%	2,69%	6,61%	13,29%
Total	109.145	88.154	66.693	82.624	59.618

Fuente: Elaboración propia a través de EEFF Consolidados CCU; Investing

Sobre el patrimonio económico, CCU no ha realizado emisiones de acciones o de instrumentos convertibles en los últimos cinco años.

Por otra parte, podemos notar que el precio de la acción ha sido un factor volátil, con rendimientos negativos el 2019, 2020 y 2022. Sin perjuicio de aquello, el último año se caracterizó por un aumento significativo en el valor de la UF, lo cual deterioró aún más el valor económico del patrimonio en comparación al resto de los años.

Dentro de los hechos esenciales tenemos:

- 2019: Vemos una caída de las utilidades del segundo trimestre de 89,1% interanual producto a utilidad no recurrente del 2018 y efecto de base de comparación. (Pulso | La Tercera, 2019). Además de aquello, el denominado estallido social chileno también afectó a los retornos de la empresa.
- 2020: Las restricciones por la pandemia Covid-19 provocaron una disminución significativa de los volúmenes de venta (Pulso | La Tercera, 2020)
- 2021: Se anuncia que lograron cerrar el último trimestre con ganancias (Biobío, 2021). Además, Inversiones y Renta anuncian una oferta pública de adquisición por el 4,44% de CCU (Diario Financiero, 2021).
- 2022: Las ganancias de CCU se estancaron en el segundo trimestre del año a pesar de un aumento de los ingresos (Diario Financiero, 2022). Además de aquello, el 2022 se caracterizó en un aumento inflacionario, tanto por factores globales como el sobrecalentamiento de la economía interna, lo que provocó una caída real del patrimonio económico de CCU.

3.3. Valor económico

En el cuadro 11 vemos la estimación de valor económico de CCU.

Cuadro 11. Valor Económico de CCU.

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Valor deuda financiera (B)	9.905	10.494	16.581	18.060	38.779
Patrimonio económico (P)	109.145	88.154	66.693	82.624	59.618
Valor Económico (V)	119.050	98.648	83.273	100.683	98.397

Fuente: Elaboración propia a través de EEFF Consolidados 2022 CCU.

Una vez considerada la deuda financiera y el patrimonio económico podemos conseguir el valor económico de CCU, donde apreciamos que su valor oscila alrededor de los 100 millones de UF, debiéndose a los aumentos constantes del valor de su deuda financiera y las caídas en términos reales del patrimonio económico previamente explicados.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

En el cuadro 12 vemos tanto la estructura de capital histórica, como la objetivo propuesta de CCU.

Cuadro 12. Estructura de Capital de CCU.

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	E.C. Histórica Promedio 2018-2022	E.C. Histórica Promedio 2021-2022	E.C. Objetivo (Promedio 2020-2022)
B/V	8,32%	10,64%	19,91%	17,94%	39,41%	19,24%	28,67%	25,75%
P/V	91,68%	89,36%	80,09%	82,06%	60,59%	80,76%	71,33%	74,25%
B/P	0,0908	0,1190	0,2486	0,2186	0,6505	0,2655	0,4345	0,3726

Fuente: Elaboración propia a través de EEFF Consolidados 2022 CCU.

Ahora, con el fin de determinar la tasa de descuento WACC, es necesario establecer una estructura de capital objetivo y constante, dado aquello, analizamos sus ratios de 1) B/V, Deuda Financiera / Valor económico; 2) P/V, Patrimonio económico / Valor Económico; 3) B/P, Deuda Financiera / Patrimonio Económico.

Donde apreciamos el apalancamiento de la compañía, donde su deuda ha crecido a costa del valor económico del patrimonio, dado a lo explicado anteriormente de sus emisiones de diversos bonos.

Es por la razón anterior, y además de que se espera una disminución en el corto plazo dada la naturaleza del aumento (fue inorgánico) y luego estabilidad mantenida para los siguientes años (hasta que nuevamente la aumenten de manera inorgánica), y producto

del aumento de la deuda financiera progresiva para establecer la estructura de capital objetivo, que utilizamos el promedio de los últimos tres años, estableciendo la estructura como B/V: 25,75%, P/V: 74,25%, B/P: 37,26%.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

En la siguiente sección explicaremos los betas de la compañía, medida de riesgo sistemático y las tasas de costo de oportunidad de tanto los accionistas como los bonistas, para luego estimar la tasa de descuento de la empresa.

4.1. Costo de la deuda

En cuanto al costo de la deuda de CCU, y conforme a lo explicado en la sección anterior, este es conocido por el mercado y observable en el retorno exigido por los prestamistas de su bono de mayor madurez (10 de agosto 2043), cuya TIR o tasa de descuento es de 2,93%.

4.2. Beta de la deuda

Luego, para calcular el beta de la deuda, medida que refleja el riesgo sistemático de los bonistas, utilizaremos el modelo CAPM que podemos ver a continuación:

$$K_B = R_F + \beta_b * PRM$$

Donde conocemos que el costo de la deuda real es 2,93% (K_B); Para la tasa libre de riesgo utilizaremos el bono del Banco Central de Chile a 20 años, que, para diciembre del 2022 era de 1,67%, de esta forma, tanto el costo de la deuda como el bono del Banco Central tienen una madurez de 20 años más de la fecha actual; Y finalmente, la Prima de Riesgo de Mercado utilizamos la estimación de Damodaran al primero de enero del 2023 de Chile de (7,25%).

Por lo que, ahora al reemplazar los valores para conseguir el beta de la deuda tenemos:

$$2,93\% = 1,67\% + \beta_b * 7,25\%$$

$$\beta_b = \frac{2,93\% - 1,67\%}{7,25\%} = 0,1738$$

4.3. Estimación del beta patrimonial

Ahora, con el fin de estimar el beta patrimonial (riesgo sistemático de los accionistas) realizamos una regresión lineal simple utilizando el modelo de mercado:

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

Donde utilizamos como retorno de mercado el índice IGPA, indicador que mide la variación patrimonial de todas las acciones inscritas en la Bolsa de Santiago.

Para ello, usamos los retornos semanales tanto del IGPA como CCU en una ventana de 5 años (2022-2018), para luego regresionar la acción con el índice.

En el cuadro 13 tenemos el resumen de los resultados:

Cuadro 13. Datos de la estimación del beta.

Retornos continuos semanales 2018-2022	
Beta de la acción	0,532
P-Value	1,00794E-13
N° observaciones	259
R cuadrado	0,19
Presencia bursátil	100,00%

Fuente: Elaboración propia a través de la regresión realizada.

Como observamos en los últimos años el beta de CCU ha ido a la baja, por lo que se realizó el ajuste Bloomberg, que considera que a largo plazo los betas tienden a uno, resultando un beta patrimonial es de 0,688.

4.4. Beta patrimonial sin deuda

Luego, para estimar el beta del patrimonio sin deuda utilizamos la fórmula de Rubinstein, la cual nos permite desapalancar el beta patrimonial de CCU considerando el riesgo de la deuda, utilizando la estructura de capital histórica de los 5 años ya que el B/P del año 2022 no representa bien el resto de los B/P de los otros 4 años (mantiene diferencia de más del 40%); y también utilizando la tasa impositiva de un 27% representada por el impuesto a la renta de primera categoría ya que es la que se aplica a actividades industriales, comerciales, agrícolas, prestaciones de servicios y extractivas, entre otras indicadas en el DL824, donde se encuentra CCU con la comercialización y distribución de bebestibles y otros productos.

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

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

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

$$\beta^{s/d} = \frac{0,69 + 0,1738 * (1 - 27\%) * 26,55\%}{1 + (1 - 27\%) * 26,55\%}$$

$$\beta^{s/d} = 0,6061$$

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

A continuación, para estimar el beta del patrimonio con la estructura de capital propuesta anteriormente, volvemos a utilizar la fórmula de Rubinstein:

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

$$\beta^{c/d} = 0,6061 * (1 + (1 - 27\%) * 37,26\%) - 0,1738 * (1 - 27\%) * 37,26\%$$

$$\beta^{c/d} = 0,7237$$

4.6. Costo patrimonial

Para calcular el costo de oportunidad de los accionistas utilizaremos nuevamente el modelo CAPM:

$$\begin{aligned}K_p &= R_F + \beta_p * PRM \\K_p &= 1,67\% + 0,7237 * 7,25\% \\K_p &= 6,92\%\end{aligned}$$

4.7 Costo de capital

Finalmente, para el cálculo del costo de oportunidad de CCU utilizaremos la fórmula WACC que pondera la tasa de descuento de los accionistas y bonistas a partir de la estructura de capital objetivo propuesta:

$$\begin{aligned}K_o &= K_p * \frac{P}{V} + K_b * \frac{B}{V} * (1 - t_c) \\K_o &= 6,92\% * 74,25\% + 2,93\% * 25,75\% * (1 - 27\%) \\K_o &= 5,69\%\end{aligned}$$

5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

5.1. Análisis de las empresas comparables

Tal como se indicó en la sección de Metodología, la valoración de una empresa mediante múltiplos se basa en la comparación de ratios financieros entre compañías de un mismo rubro, el cual en este caso será el rubro de bebestibles alcohólicos y bebestibles no alcohólicos (por separado), y el valor de la empresa, obteniendo un valor rápido y aproximado de la empresa, en nuestro caso de CCU.

Las empresas comparables para este caso, al pertenecer a la industria de bebestibles alcohólicos, tenemos AB Inbev, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita. Además, tenemos a Embotelladora Andina y Coca-Cola Embonor categorizadas en la industria de bebestibles no alcohólicos. Con estas empresas se elaborarán los ratios. Cabe mencionar que todas las empresas mencionadas transan en bolsa, por ende, la información requerida está disponible.

A continuación, se presenta un análisis de las empresas elegidas comparables, justificando la elección de estas.

Como se mencionó anteriormente, las empresas presentes en la industria de bebestibles en Chile en conjunto a CCU (tanto bebestibles alcohólicos como no alcohólicos) son AB Inbev, Viña Concha y Toro, Viña Santa Rita, Embotelladora Andina y Coca-Cola Embonor.

Es posible categorizarlos a todos en el rubro de bebestibles alcohólicos, ya que, en primer lugar, AB Inbev es una empresa multinacional la cual es la líder mundial en cervecería, la cual opera en Chile a través de su filial Cervecería Chile SA, es por esto que es comparable a CCU dado que se dedican al rubro de la cervecería (parte de lo que hace CCU), lo cual hace que parte del riesgo de CCU sea igual al que se expone AB Inbev.

En segundo lugar, Viña Concha y Toro es comparable a CCU ya que además de desempeñarse en el rubro de bebestibles alcohólicos, lo hace en la categoría de Vinos, por ende, comparte riesgo con CCU en el rubro de los Vinos, siendo el mismo caso para Viña Santa Rita pero en menor magnitud ya que es más pequeña que incluso Viña Concha y Toro.

En tercer lugar, Embotelladora Andina y Coca-Cola Embonor operan en el rubro de bebidas no alcohólicas, además de que Embotelladora Andina tiene un market cap parecido con CCU, siendo el market cap de CCU a cierre del año 2022 es de M UF 69.984,7 (anexo 3), mientras que el market cap de Embotelladora Andina a cierre del año 2022 es de M UF 51.143,3 (anexo 3), agregando que Coca-Cola Embonor y CCU mantiene operaciones en 2 países en común (siendo los únicos donde opera Coca-Cola Embonor), Chile y Bolivia, mientras que Embotelladora Andina mantiene operaciones en países donde CCU también las mantiene, siendo Chile, Argentina y Paraguay.

5.2. Múltiplos de la Industria

Para el cálculo de los múltiplos de la industria, en primer lugar, es importante destacar que para el subsector de bebestibles alcohólicos el múltiplo más utilizado es el de EV/EBITDA, el cuál es un múltiplo de ganancias. De igual manera se calculará el resto de múltiplos de ganancias (PER y EV/EBIT), los múltiplos de valor libro (PBV y VBR) y los múltiplos de ventas (PS y EVS). Estos serán descritos en los siguientes párrafos.

Cabe recalcar que los datos a utilizar serán de los años 2022 y 2019 (se elige dejar fuera los años 2021 y 2020 ya que dichos resultados se consideran un valor extremo que genera ruido en la valoración). Se realizará una ponderación entre ambos rubros y lo que representan respecto a los ingresos de CCU (bebestibles alcohólicos 67% y bebestibles no alcohólicos 33%) ya que al intentar realizar la misma ponderación con los datos de EBITDA, EBIT o Utilidad de Ejercicio por Sector, la información necesaria para realizar este cálculo no se encuentra disponible.

Comenzando con los múltiplos de ganancias (PER, EV/EBIT y EV/EBITDA), en primer lugar, se tiene el Price to Earnings Ratio (PER) el cual se calcula como el $PER = \text{Precio de la acción} / \text{Utilidad por acción}$. El denominador se puede calcular como $\text{Utilidad por Acción} = \text{Utilidad de la Empresa} / \text{Cantidad de Acciones}$.

Cuadro 14. Múltiplo PER para industria Alcohólica.

	AB Inbev		Viña Concha y Toro		Viña Santa Rita	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	28.309,94	\$ 35.110,98	28.309,94	\$ 35.110,98	28.309,94
Nro de Acciones	1.737.135.607	1.693.000.000	747.005.982	747.005.982	1.034.572.184	1.034.572.184
Precio Acción Bursátil (CLP)	€ 56,27	€ 74,48	\$ 1.070,79	\$ 1.213,29	\$ 148,09	\$ 135,75
	\$ 51.594,53	\$ 62.701,73				
Precio Acción Bursátil (UF)	1,469469827	2,214831003	0,030497297	0,042857385	0,004217769	0,004795136
Utilidad Neta (CLP)	\$ 6.632.953.810.000	\$ 7.316.634.167.510	\$ 88.983.196.000	\$ 53.409.975.000	\$ 6.597.794.000	\$ 6.706.878.000
Utilidad Neta (UF)	188913946,9	258447533,5	2534340,995	1886615,62	187912,5561	236908,9443
Utilidad x Acción (UF)	0,108750259	0,152656547	0,003392665	0,00252557	0,000181633	0,000228992
PER	13,51233407	14,5085884	8,989186402	16,9693936	23,22136683	20,94017127
SISTEMA	dic-22	dic-19				
Utilidad x Acción (UF)	0,037441519	0,051803703				
PER	15,24096243	17,47271776				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 15. Múltiplo PER para industria No Alcohólica.

	Embotelladora Andina		Coca-Cola Embonor	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	28.309,94	\$ 35.110,98	28.309,94
Nro de Acciones	473.281.303	473.281.303	266.432.526	266.432.526
Precio Acción Bursátil (CLP)	\$ 2.080,59	\$ 1.477,04	\$ 1.316,89	\$ 930,53
Precio Acción Bursátil (UF)	0,059257531	0,052173901	0,037506501	0,032869374
Utilidad Neta (CLP)	\$ 128.458.987.000	\$ 175.246.225.000	\$ 87.238.834.000	\$ 47.072.814.000
Utilidad Neta (UF)	3658655,697	6190271,862	2484659,614	1662766,293
Utilidad x Acción (UF)	0,007730404	0,013079477	0,009325662	0,006240853
PER	7,665515424	3,988989867	4,021859453	5,266807683
SISTEMA	dic-22	dic-19		
Utilidad x Acción (UF)	0,008528033	0,009660165		
PER	5,843687438	4,627898775		

Fuente: Elaboración propia.

En segundo lugar, se tiene el Enterprise Value to EBITDA el cual se calcula como la razón entre el Valor de la Empresa y el EBITDA (Resultado Operacional de la Empresa sin incluir la depreciación y amortización).

Cuadro 16. Múltiplo EV/EBITDA para industria Alcohólica.

	AB Inbev		Viña Concha y Toro		Viña Santa Rita	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Nro de Acciones	1.737.135.607	1.693.000.000	747.005.982	747.005.982	1.034.572.184	1.034.572.184
Precio Acción Bursátil (CLP)	€ 56,27	€ 74,48	\$ 1.070,79	\$ 1.213,29	\$ 148,09	\$ 135,75
	\$ 51.594,53	\$ 62.701,73				
Precio Acción Bursátil (UF)	1,469469827	2,214831003	0,030497297	0,042857385	0,004217769	0,004795136
Patrimonio Económico (UF)	2552668360	3749708888	22781663,61	32014723,02	4363586,397	4960913,869
Deuda Financiera (UF)	157337243,2	257278468	12521626,71	13480872	3043835,034	3191900
Caja (UF)	127685595,8	132780324	962424,7458	3291368	19816,19425	171648
Valor de la Empresa (UF)	2582320007	3874207032	34340865,58	42204227,03	7387605,237	7981166,544
EBITDA (CLP)	\$ 16.995.798.200.000	\$ 14.625.539.990.880	\$ 138.894.136.000	\$ 105.265.145.000	\$ 17.600.421.000	\$ 19.641.330.000
EBITDA (UF)	484059351,2	516622076,6	3955860,417	3718310,424	501279,6852	693796,2426
EV/EBITDA	5,334717737	7,499112422	8,681010439	11,35037751	14,73749178	11,50361742
SISTEMA	dic-22	dic-19				
EV/EBITDA	9,58440665	10,11770245				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 17. Múltiplo EV/EBITDA para industria No Alcohólica.

	Embotelladora Andina		Coca-Cola Embonor	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Nro de Acciones	473.281.303	473.281.303	266.432.526	266.432.526
Precio Acción Bursátil (CLP)	\$ 2.080,59	\$ 1.477,04	\$ 1.316,89	\$ 930,53
Precio Acción Bursátil (UF)	0,059257531	0,052173901	0,037506501	0,032869374
Patrimonio Económico (UF)	28045481,68	24692931,73	9992951,754	8757470,288
Deuda Financiera (UF)	36230949,35	27690660	9709364,136	9380814
Caja (UF)	8307429,385	5565818	2496462,047	2379972
Valor de la Empresa (UF)	55.969.002	46.817.774	17.205.854	15.758.313
EBITDA (CLP)	\$ 464.183.376.000	\$ 364.863.209.000	\$ 461.060.381.000	\$ 161.191.846.000
EBITDA (UF)	13220461,98	12888166,1	13131515,58	5693825,066
EV/EBITDA	4,233513303	3,632617189	1,310271745	2,76761447
SISTEMA	dic-22	dic-19		
EV/EBITDA	2,771892524	3,20011583		

Fuente: Elaboración propia.

En tercer lugar, se tiene el Enterprise Value to EBIT el cual se calcula como la razón entre el Valor de la Empresa y el EBIT, lo cual se traduce como $EV/EBIT = (\text{Valor Bursátil del Patrimonio} + \text{Valor Deuda Financiera} - \text{caja}) / \text{Resultado Operacional de la Empresa}$.

Cuadro 18. Múltiplo EV/EBIT para industria Alcohólica.

	AB Inbev		Viña Concha y Toro		Viña Santa Rita	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Valor de la Empresa (UF)	2582320007	3874207032	34340865,58	42204227,03	7387605,237	7981166,544
EBIT (CLP)	\$ 12.800.544.410.000	\$ 11.477.293.620.160	\$ 104.523.531.000	\$ 76.099.194.000	\$ 10.857.822.000	\$ 14.832.395.000
EBIT (UF)	364573828,8	405415681,6	2976947,126	2688073,306	309242,9206	523928,8745
EV/EBIT	7,083119531	9,556135119	11,53559809	15,70054914	23,88932695	15,23330157
SISTEMA	dic-22	dic-19				
EV/EBIT	14,16934819	13,49666194				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 19. Múltiplo EV/EBIT para industria No Alcohólica.

	Embotelladora Andina		Coca-Cola Embonor	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Valor de la Empresa (UF)	55969001,64	46.817.774	17205853,84	15.758.313
EBIT (CLP)	\$ 344.817.945.000	\$ 255.261.117.000	\$ 410.306.391.000	\$ 122.004.902.000
EBIT (UF)	9820800,929	9016660,473	11685985,15	4309613,584
EV/EBIT	5,699026184	5,192362943	1,472349453	3,656548861
SISTEMA	dic-22	dic-19		
EV/EBIT	3,585687818	4,424455902		

Fuente: Elaboración propia.

Ahora bien, para el cálculo de los múltiplos de valor libro, en primer lugar, se tiene el Price to Book Value (PBV) el cual se calcula como $PBV = \text{Patrimonio Económico} / \text{Valor Libro del Patrimonio}$, es decir, la relación entre el Precio de Mercado y el Valor Contable de la Empresa.

Cuadro 20. Múltiplo PBV para industria Alcohólica.

	AB Inbev		Viña Concha y Toro		Viña Santa Rita	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Nro de Acciones	1.737.135.607	1.693.000.000	747.005.982	747.005.982	1.034.572.184	1.034.572.184
Precio Acción Bursátil (CLP)	€ 56,27	€ 74,48	\$ 1.071	\$ 1.213,29	\$ 148,09	\$ 135,75
	\$ 51.595	\$ 62.701,73				
Precio Acción Bursátil (UF)	1,469469827	2,214831003	0,030497297	0,042857385	0,004217769	0,004795136
Patrimonio Económico (UF)	2552668360	3749708888	22781663,61	32014723,02	4363586,397	4960913,869
Patrimonio Contable (CLP)	\$ 71.450.888.400.000	\$ 63.541.579.500.000	\$ 764.108.728.000	\$ 594.034.466.000	\$ 201.821.367.000	\$ 174.011.318.000
Patrimonio Contable (UF)	2035001256,02	2244497144,82	21762671,62	20983247,09	5748098,37	6146650,89
PBV	1,25	1,67	1,05	1,53	0,76	0,81
SISTEMA	dic-22	dic-19				
PBV	1,02011343	1,334481037				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 21. Múltiplo PBV para industria No Alcohólica.

	Embotelladora Andina		Coca-Cola Embonor	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Nro de Acciones	473.281.303	473.281.303	266.432.526	266.432.526
Precio Acción Bursátil (CLP)	\$ 2.081	\$ 1.477,04	\$ 1.317	\$ 930,53
Precio Acción Bursátil (UF)	0,059257531	0,052173901	0,037506501	0,032869374
Patrimonio Económico (UF)	28045481,68	24692931,73	9992951,754	8757470,288
Patrimonio Contable (CLP)	\$ 883.402.652.000	\$ 968.903.948.000	\$ 490.773.530.000	\$ 389.647.372.000
Patrimonio Contable (UF)	25160296,07	34224867,59	13977779,32	13763624,08
PBV	1,11	0,72	0,71	0,64
SISTEMA	dic-22	dic-19		
PBV	0,914794571	0,678883708		

Fuente: Elaboración propia.

En segundo lugar, se tiene el Value to Book Ratio (VBR) el cual se calcula como $VBR = \text{Valor de la Empresa} / \text{Valor Libro de los Activos}$, es decir, la relación entre el Precio de

Mercado + Valor de la Deuda respecto al Valor del Patrimonio + Valor de la Deuda Contable (Libro).

Cuadro 22. Múltiplo VBR para industria Alcohólica.

	AB Inbev		Viña Concha y Toro		Viña Santa Rita	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Patrimonio Económico (UF)	2552668360	3749708888	22781663,61	32014723,02	4363586,397	4960913,869
Deuda Financiera (UF)	157337243,2	257278468	12521626,71	13480872	3043835,034	3191900
Valor de Mercado de los Activos (UF)	2710005603	4006987356	35303290,32	45495595,22	7407421,431	8152814,24
Valor Contable de los Activos (CLP)	\$ 180.533.075.400.000	\$ 177.840.972.000.000	\$ 1.581.779.780.000	\$ 1.253.817.127.000	\$ 355.471.891.000	\$ 305.014.540.000
Valor Contable de los Activos (UF)	5141784006,03	6281926842,66	45050858,16	44288936,22	10124237,23	10774114,67
VBR	0,53	0,64	0,78	1,03	0,73	0,76
SISTEMA	dic-22	dic-19				
VBR	0,680779909	0,807269542				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 23. Múltiplo VBR para industria No Alcohólica.

	Embotelladora Andina		Coca-Cola Embonor	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Patrimonio Económico (UF)	28045481,68	24692931,73	9992951,754	8757470,288
Deuda Financiera (UF)	36230949,35	27690660	9709364,136	9380814
Valor de Mercado de los Activos (UF)	64276431,03	52383592,15	19702315,89	18138284,2
Valor Contable de los Activos (CLP)	\$ 3.010.700.607.000	\$ 2.390.948.423.000	\$ 1.123.656.996.000	\$ 858.848.153.000
Valor Contable de los Activos (UF)	85748122,30	84456145,90	32003008,63	30337335,68
VBR	0,75	0,62	0,62	0,60
SISTEMA	dic-22	dic-19		
VBR	0,682617637	0,609066295		

Fuente: Elaboración propia.

Por último, para el cálculo de los múltiplos de ventas, en primer lugar, se tiene el Price to Sales Ratio (PS) el cual se calcula como $PS = \text{Patrimonio Económico} / \text{Ventas por Acción}$, es decir, la relación entre el Precio de Mercado y, las Ventas divididas por el Total de Acciones en circulación.

Cuadro 24. Múltiplo PS para industria Alcohólica.

	AB Inbev		Viña Concha y Toro		Viña Santa Rita	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Nro de Acciones	1737135607	1.693.000.000	747005982	747005982	1034572184	1034572184
Patrimonio Económico (UF)	2552668360	3749708888	22781663,61	32014723,02	4363586,397	4960913,869
Ingresos x Ventas (CLP)	\$ 50.453.056.340.220	\$ 36.765.138.213.120	\$ 870.581.770.000	\$ 656.980.447.000	\$ 171.897.783.000	\$ 160.973.656.000
Ingresos x Ventas (UF)	1436959502	1298665353	24795143	23206706	4895841	5686118
PS	1,78	2,89	0,92	1,38	0,89	0,87
SISTEMA	dic-22	dic-19				
PS	1,195505647	1,713120861				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 25. Múltiplo PS para industria No Alcohólica.

	Embotelladora Andina		Coca-Cola Embonor	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Nro de Acciones	473281303	473281303	266432526	266432526
Patrimonio Económico (UF)	28045481,68	24692931,73	9992951,754	8757470,288
Ingresos x Ventas (CLP)	\$ 2.656.878.395.000	\$ 1.779.025.115.000	\$ 1.113.177.503.000	\$ 623.960.268.000
Ingresos x Ventas (UF)	75670870	62841006	31704541	22040325
PS	0,37	0,39	0,32	0,40
SISTEMA	dic-22	dic-19		
PS	0,342907233	0,395140753		

Fuente: Elaboración propia.

En segundo lugar, se tiene el Enterprise Value to Sales (EVS) el cual se calcula como

$$EVS = \text{Valor de la Empresa} / \text{Ventas (Ingresos)}.$$

Cuadro 26. Múltiplo EVS para industria Alcohólica.

	AB Inbev		Viña Concha y Toro		Viña Santa Rita	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Ingresos x Ventas (UF)	1436959502	1298665353	24795143	23206706	4895841,215	5686118
Valor de la Empresa (UF)	2582320007	3874207032	34340865,58	42204227,03	7387605,237	7981166,544
EVS	1,79707222	2,98322199	1,384983566	1,818622062	1,508955236	1,403623124
SISTEMA	dic-22	dic-19				
EVS	1,56367034	2,06848906				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 27. Múltiplo EVS para industria No Alcohólica.

	Embotelladora Andina		Coca-Cola Embonor	
	dic-22	dic-19	dic-22	dic-19
VALOR UF (CLP)	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94	\$ 35.110,98	\$ 28.309,94
Ingresos x Ventas (UF)	75670869,77	62841006	31704540,94	22040325
Valor de la Empresa (UF)	55969001,64	46.817.774	17205853,84	15.758.313
EVS	0,739637351	0,745019479	0,542693675	0,714976431
SISTEMA	dic-22	dic-19		
EVS	0,641165513	0,729997955		

Fuente: Elaboración propia.

5.3. Valor de la Empresa en base a los múltiplos

Para calcular el Valor de CCU en base a los múltiplos calculados en la sección anterior, en primer lugar, se recopilan los indicadores de CCU a utilizar para esta valoración.

Cuadro 28. Indicadores de CCU.

INDICADORES DE CCU	
VALOR UF (CLP)	35110,98
Nro de Acciones	369502872
Utilidad Neta (CLP)	\$ 135.484.452.000
Utilidad Neta (UF)	3858748,802
Utilidad x Acción (UF)	0,010443082
Deuda Financiera (CLP)	\$ 1.361.585.950.000
Deuda Financiera (UF)	38779491
Caja (CLP)	\$ 597.081.675.000
Caja (UF)	17005554
EBITDA (CLP)	\$ 355.906.062.000
EBITDA (UF)	10136603
EBIT (CLP)	\$ 229.394.243.000
EBIT (UF)	6533405
Patrimonio Contable (CLP)	\$ 1.435.969.053.000
Patrimonio Contable (UF)	40898005
Valor Contable de los Activos (CLP)	\$ 3.595.078.979.000
Valor Contable de los Activos (UF)	102391872
Ingresos x Ventas (CLP)	\$ 2.711.434.948.000
Ingresos x Ventas (UF)	77224701
Ventas x Acc (CLP)	\$ 7.338
Ventas x Acc (UF)	0,21

Fuente: Elaboración propia.

Se promediaron los múltiplos de cada año para obtener un promedio entre el año 2019 y 2022 para cada múltiplo (separados por industria alcohólica y no alcohólica). Luego se ponderaron los múltiplos promedio entre las industrias señaladas, a través de la ponderación de ingresos por venta de cada industria de CCU (señalada anteriormente

como 67% alcohólica y 33% no alcohólica). Se intentó realizar ponderaciones acorde a cada múltiplo, como por ejemplo ponderar el múltiplo EV/EBITDA acorde al EBITDA de CCU correspondiente a alcohólica y no alcohólica, y similar para el resto de los múltiplos, pero no se encontró dicha información desagregada en los EEFF de CCU, además de intentar calcularlo con las filiales de CCU para obtener datos desagregados pero no todos los EEFF de las filiales de CCU estaban publicados. Es por esto que se decidió usar dicha ponderación de las ventas por tipo de producto.

En tercer lugar, se aplican dichos múltiplos calculados en la sección anterior en los indicadores de CCU con metodología acorde a cada múltiplo y posteriormente se procede a dividir en la cantidad de acciones, obteniendo así los valores del cuadro 29.

Cuadro 29. Precio Acción Estimado CCU a 30/12/2022.

Múltiplos	Precio UF	Precio CLP	PONDERACIÓN	PRECIO 30/12/2022	MARGEN
PER	\$ 0,13	\$ 4.651,86	\$ 4.944,66	\$ 5.641,95	-12,4%
EV/EBITDA	\$ 0,15	\$ 5.237,45			
EV/EBIT	\$ 0,13	\$ 4.505,33			
PBV	\$ 0,12	\$ 4.087,32			
VBR	\$ 0,14	\$ 4.854,74			
PS	\$ 0,23	\$ 8.043,75			
EVS	\$ 0,24	\$ 8.519,93			

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera se promedia solo los valores entregados por los múltiplos PER y EV/EBITDA ya que según la recomendación del profesor Fernández para una empresa como CCU, la cual pertenece al sector de alimentación y tabaco, y a los subsectores bebidas alcohólicas (EV/EBITDA) y pubs y cervecerías (PER), se deben considerar dichos múltiplos (se muestra en el cuadro 30).

Cuadro 30. Múltiplos comúnmente usados en industrias.

Sector	Subsector	Múltiplos más usados
Automóvil	Fabricante Componentes	P/V
Bancos		P/VL
Materiales	Papel Químico Metales y Minería	P/VL VF/EBITDA, VF/Ventas VF/EBITDA
Construcción		VF/FCL, P/UT y VF/EBITDA
Bienes de Equipo	Ingeniería Defensa	P/UT, VF/EBITDA y VF/Ventas P/UT, VF/EBITDA y VF/Ventas
Alimentación y Tabaco	Productores de Alimentos Pubs y Cervecerías Bebidas Alcohólicas	VF/EBITDA P/UT VF/EBITDA
Salud		P/UT y VF/EBITDA
Seguros		P/VF
Ocio		VF/EBITDA
Medios		VF/EBITDA
Gas y Petróleo	Integrado	P/UT
Inmobiliario		VF/EBITDA
Minoristas y bienes de Consumo	Ropa Comida Bienes de Lujo	VF/EBITDA P/UT P/UT y VF/Ventas
Tecnología		P/UT
Telecomunicaciones		VF/Ventas, VF/EBITDA y P/cliente
Trasporte	Aéreo Carretera	VF/EBITDA P/Ventas
Utilities		P/UT

Fuente: Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?”, Pablo Fernández, Capítulo 5.

5.4. Análisis de los Resultados

El precio promedio de la acción de CCU obtenido a través de la valoración por múltiplos (cuadro 29) fue de \$4.944,66, encontrándose un 12,4% por debajo del precio observado el 30/12/2022, el cual fue de \$5.641,95. Esto se debe a que si bien en los comparables se utilizó a AB Inbev, una empresa con mejores resultados y ratios que CCU y Embotelladora Andina la cual tiene resultados y ratios bastante similares a CCU, el resto de las empresas comparables como Coca-Cola Embonor, Viña Concha y Toro y Viña

Santa Rita tienen resultados considerablemente más bajos y eso provoca que al promediar los múltiplos, bajen los ratios, perjudicando el resultado final.

6. BIBLIOGRAFÍA

1. Abadica. (n.d.). *AB InBev archivos - Abadica*.
<https://www.abadica.com/productos-casa-cervecera/ab-inbev/#:~:text=Anheuser%2DBusch%20InBev%20N.V.,el%2025%25%20de%20la%20producci%C3%B3n>.
2. *Ámbito*. (2023). El nuevo pronóstico de Moody's sobre la Argentina para 2023 y 2024. Recuperado 10 de mayo de 2023, de
<https://www.ambito.com/economia/el-nuevo-pronostico-moodys-la-argentina-2023-y-2024-n5696205>
3. 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.
4. *Banco Central publicó Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo de 2023 - Banco Central de Chile*. (s. f.). <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/banco-central-publico-informe-de-politica-monetaria-de-marzo-de-2023>
5. BCI. (2022). *Sector Bebidas | Equity Research*.
<https://www.bci.cl/equityresearch/sector-bebidas/>
6. Biobío. (2021, February 23). Pese a sufrir los efectos de la pandemia CCU cerró el último tramo de 2020 con ganancias. *BioBioChile - La Red De Prensa Más Grande De Chile*. <https://www.biobiochile.cl/noticias/economia/negocios-y-empresas/2021/02/23/pese-a-sufrir-los-efectos-de-la-pandemia-ccu-cerro-el-ultimo-tramo-de-2020-con-ganancias.shtml>
7. CCU. (n.d.). CCU Y Competencia Con AB InBev En Mercado Cervecerero Chileno: "No Vemos Amenazado Nuestro Liderazgo." <https://www.ccu.cl/ccu-y->

[competencia-con-ab-inbev-en-mercado-cervecerero-chileno-no-vemos-amenazado-nuestro-liderazgo/](#)

8. CCU | *Memoria Anual 2022*. (n.d.). <https://www.ccu.cl/publicaciones/memoria-anual-2022/>
9. *Coca Cola Embonor Memoria Anual Integrada 2022*. (2022). Coca Cola Embonor. Recuperado 5 de julio de 2023, de https://www.embonor.cl/wp/wp-content/uploads/2021/05/Memoria_Embonor_2022_Final.pdf
10. *Coca Cola Embonor Memoria Anual Integrada 2021*. (2021). Coca Cola Embonor. Recuperado 5 de julio de 2023, de https://www.embonor.cl/wp/wp-content/uploads/2021/06/Memoria_Embonor_2021_interactiva_FINAL.pdf
11. *COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A. Y SUBSIDIARIAS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS*. (2022). CCU Investor. Retrieved May 10, 2023, from https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2023/03/Estados_financieros_PDF90413000_202212.pdf
12. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
13. DF. (2022, August 9). Ganancias de CCU se estancan pese a que ingresos crecen 23% en el primer trimestre. *Diario Financiero*. <https://www.df.cl/los-ingresos-de-ccu-siguen-al-alza-pero-utilidades-no-crecen-respecto-a>
14. DF. Grupo Luksic y Heineken lanzan OPA para subir participación en CCU. (2022, August 9). *Diario Financiero*. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.df.cl/empresas/industria/grupo-luksic-y-heineken-lanzan-opa-para-subir-participacion-en-ccu>
15. *Embotelladora Andina Memoria Anual 2021*. (2022). Embotelladora Andina. Recuperado 5 de julio de 2023, de <https://www.koandina.com/uploads/Memoria-Anual2021.pdf>
16. Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
17. *INDUSTRIA DE ALIMENTOS Y BEBIDAS: REPORTE SECTORIAL*. (2022). Feller Rate. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.feller-rate.com/general2/articulos/artalimentos2201.pdf>

18. Financiero, D. (2022, August 9). Ventas de industria proveedora subieron 15,9% en 2021 y duplicaron crecimiento del año anterior. *Diario Financiero*. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.df.cl/empresas/retail/ventas-de-industria-proveedor-subieron-15-9-en-2021-y-duplicaron>
19. La Tercera. (2020b, November 6). CCU ve tendencia positiva en consumo en los últimos meses y espera terminar 2020 con aumento en volúmenes consolidados. <https://www.latercera.com/pulso/noticia/ccu-ve-tendencia-positiva-en-consumo-en-los-ultimos-meses-y-espera-terminar-2020-con-aumento-en-volumenes-consolidados/B4XM5JAIP5CBBPC3BZOF5UA25Q/>
20. Ltd, M. D. F. (s. f.). *Latin America Carbonated Beverages Market | 2023 to 2028 | Mexico, Brazil, Argentina, Chile*. Market Data Forecast. <https://www.marketdataforecast.com/market-reports/latin-america-carbonated-beverages-market>
21. *Marco Normativo - Memoria Anual (págs. 104-116)*. (2022). CCU. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.ccu.cl/publicaciones/memoria-anual-2022/>
22. Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.
23. Nogales, D. (2020, 17 agosto). Coca-Cola Chile consolida su apuesta por negocio del alcohol y firma acuerdo con AB InBev. *La Tercera*. <https://www.latercera.com/pulso/noticia/coca-cola-chile-consolida-su-apuesta-por-negocio-del-alcohol-y-firma-acuerdo-con-cerveceria-ab-inbev/LPHB7DQQUVAWZ6IJ2UPZ3GQE/>
24. Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. Cengage learning.
25. *Perspectiva de Fitch Ratings 2023: Sector de Bebidas de Chile*. (2022). FitchRatings. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/perspectiva-de-fitch-ratings-2023-sector-de-bebidas-de-chile-21-12-2022>
26. 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.
27. *Políticas y Códigos CCU*. (2022). Publicaciones CCU. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>

28. Pulso. (2020, February 12). Ganancias de CCU se desplomaron el segundo trimestre por efecto no recurrente. *La Tercera*.
<https://www.latercera.com/pulso/noticia/ganancias-ccu-se-desplomaron-segundo-trimestre-efecto-no-recurrente/772931/>
29. Pulso. (2020, August 5). Ganancias de CCU se reducen 56,5% en primer semestre por caída en volúmenes de venta. *La Tercera*.
<https://www.latercera.com/pulso/noticia/ganancias-de-ccu-se-reducen-565-en-primer-semester-por-caida-en-volumenes-de-venta/NQHLFL77DFDHDMOF3PEGULDBUY/>
30. *Reporte Integrado 2023*. (2022). CCU. Recuperado 27 de mayo de 2023, de https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2023/03/memoria_2022_ccu.pdf
31. *Report for Selected Countries and Subjects*. (2022, 11 octubre). IMF.
https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October/weo-report?c=228,&s=NGDP_R,NGDP_RPCH,NGDP,NGDPD,PPPGDP,NGDP_D,NGDPRPC,NGDPRPPPC,NGDPPC,NGDPDPC,PPPPC,PPPSH,PPPEX,NID_NGDP,NGSD_NGDP,PCPI,PCPIPCH,PCPIE,PCPIEPCH,TM_RPCH,TMG_RPCH,TX_RPCH,TXG_RPCH,LUR,LP,GGR,GGR_NGDP,GGX,GGX_NGDP,GGXCNL,GGXCNL_NGDP,GGSB,GGSB_NPGDP,GGXONLB,GGXONLB_NGDP,GGXWDN,GGXWDN_NGDP,GGXWDG,GGXWDG_NGDP,NGDP_FY,BCA,BCA_NGDPD,&sy=2020&ey=2027&ssm=0&scsm=1&sc=0&ssd=1&ssc=0&sic=0&sort=country&ds=.&br=1
32. *Reporte de Sustentabilidad 2021*. (2021). CCU. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2022/04/Informe-Sustentabilidad-CCU-2021.pdf>
33. *RESULTADOS CONSOLIDADOS AL PRIMER TRIMESTRE 2022*. (2022). CCU. Retrieved May 10, 2023, from https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2022/05/Press_Release-1T22-VF.pdf
34. *South America Alcoholic Beverages Market Size & Share Analysis - Industry Research Report - Growth Trends*. (s. f.).
<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/south-america-alcoholic-beverage-market>

35. *Subsidiarias directas e indirectas* | página 17. (2022). CCU Memoria Anual 2022. Retrieved May 10, 2023, from [https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2023/03/Estados financieros P
DF90413000_202212.pdf](https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2023/03/Estados_financieros_PDF90413000_202212.pdf)
36. Sud, D. (n.d.). CCU aumenta fuertemente sus ganancias al cierre del año pasado alcanzando casi los US\$ 250 millones. *DF SUD*. <https://dfsud.com/ccu-aumenta-fuertemente-sus-ganancias-al-cierre-del-ano-pasado>
37. Statista. (s. f.). *Non-Alcoholic Drinks - South America* | *Market Forecast*. <https://www.statista.com/outlook/dmo/ecommerce/beverages/non-alcoholic-drinks/south-america#revenue>
38. Viña Concha y Toro EEFF 2022. (2022). Viña Concha y Toro. Recuperado 5 de julio de 2023, de <https://vinacyt.com/content/uploads/2023/03/estados-financieros-consolidados-122022.pdf>
39. Viña Santa Rita Reporte Integrado 2022. (2022). Viña Santa Rita. Recuperado 5 de julio de 2023, de <https://www.santarita.com/wp-content/uploads/2023/03/Memoria-VSR-2022.pdf>
40. Viña Santa Rita Memoria Anual 2021. (2021). Viña Santa Rita. Recuperado 5 de julio de 2023, de <https://www.santarita.com/wp-content/uploads/2022/03/Memoria-Santa-Rita-2021.pdf>

7. ANEXOS

Anexo 1. EBITDA de CCU al cierre de 2022 (31-12-2022).

EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION & AMORTIZATION (EBITDA) (DEC-22)			
	Earnings before Interest & Taxes (EBIT)		229,394,243,000
+	Depreciation, Depletion & Amortization - Total	+	126,511,819,000
=	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization (EBITDA)	=	355,906,062,000
KEY: HIGHLIGHTED TEXT = AUDITED VALUE BLUE TEXT = CLICK TO AUDIT			
SHOW/HIDE FCC		EXPAND ALL	COLLAPSE ALL

Fuente: Refinitiv Eikon.

Anexo 2. EBITDA de Viña San Pedro Tarapacá al cierre de 2022 (31-12-2022).

EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION & AMORTIZATION (EBITDA) (DEC-22)			
	Earnings before Interest & Taxes (EBIT)		38,686,771,000
+	Depreciation, Depletion & Amortization - Total	+	12,231,752,000
=	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization (EBITDA)	=	50,918,523,000
KEY: HIGHLIGHTED TEXT = AUDITED VALUE BLUE TEXT = CLICK TO AUDIT			
SHOW/HIDE FCC		EXPAND ALL	COLLAPSE ALL

Fuente: Refinitiv Eikon.

Anexo 3. Empresas que constituyen la industria de bebestibles en Chile.

<input type="checkbox"/>	Identifier (RIC)	Company Name	Market Cap (CLP) (Σ=Avg)	1-day Price PCT Change (Σ=Avg)	P/E(Time Series Ratio) (Σ=Avg)
	Summary (7)		835,554,194,820	-0.4%	15.53
<input type="checkbox"/>	ANDINAB.SN	Embotelladora Andina SA	1,795,690,205,108	0.6%	14.58
<input type="checkbox"/>	CCU.SN	Compania Cervecerias Unidas SA	2,457,231,049,087	-0.7%	21.94
<input type="checkbox"/>	CONCHATOR...	Concha y Toro Winery Inc	707,971,580,000	-0.3%	9.71
<input type="checkbox"/>	SANTARITA.SN	Vina Santa Rita SA	155,185,827,600	0.0%	29.50
<input type="checkbox"/>	VSPT.SN	Vina San Pedro Tarapaca SA	218,754,149,667	-2.3%	9.00
<input type="checkbox"/>	EMILIANA.SN	Vinedos Emiliana SA	18,774,642,874	0.0%	17.45
<input type="checkbox"/>	EMBONORB.SN	Coca Cola Embonor SA	495,271,909,406	0.0%	6.54

Fuente: Refinitiv Eikon.