



# **VALORACIÓN DE LA EMPRESA COMPAÑÍA DE CERVECERÍAS UNIDAS Mediante Métodos de Flujo de Caja Descontado**

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

**Alumno: Juan Pablo Andrés Quiroz Schröder  
Profesor Guía: Carlos Maqueieira**

**Santiago, Junio 2024**

## Resumen Ejecutivo

El presente informe se enfoca en realizar un análisis económico y financiero de Compañía Cervecerías Unidas (CCU), empresa que opera principalmente en Chile y otros países latinoamericanos, y que compete en los segmentos Bebestibles Alcohólicos, Bebestibles No Alcohólicos, y Vinos

El análisis se realizó hasta el 31 de diciembre de 2022, utilizando el método de Flujos de Caja Descontados mediante la tasa WACC, determinando una tasa de 6,03% real.

Las proyecciones para la empresa determinan una estimación de valor económico de activos en 106.902 M UF, una deuda financiera de 39.931 M UF y, en consecuencia, un patrimonio económico de 66.971 M UF.

Aquello se traduce en una estimación de precio de acción intrínseco de 6.364 CLP, que contrasta con el precio bursátil observado de 5.665 CLP, con una subvaloración del 12,33%.

Finalmente, con el objetivo de sensibilizar el retorno frente a cambios en la tasa de descuento y en la tasa de crecimiento de ventas se realizó un análisis de sensibilidad, manteniendo proyecciones alcistas en la mayoría de los escenarios.

# ÍNDICE

## 1. METODOLOGÍA

### 1.1. Principales métodos de valoración

#### 1.1.1. Método de flujos de caja descontados

#### 1.1.2. 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. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

### 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

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

### 5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

- 5.4. Análisis de márgenes de la empresa
- 5.5. Análisis de los activos de la empresa
  - 5.5.1. Activos operacionales y no operacionales
  - 5.5.2. Capital de trabajo operativo neto
  - 5.5.3. Inversiones
- 5.6. Análisis de crecimiento de la industria
- 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS
  - 6.1. Ingresos Operacionales Proyectados
  - 6.2. Costos y gastos operacionales proyectados
  - 6.3. Resultado no operacional proyectado
  - 6.4. Impuesto corporativo proyectado
  - 6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF
    - 6.5.1. Supuestos utilizados
  - 6.6. Estado de Resultados proyectado porcentual
- 7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE
  - 7.1. Inversión en Reposición
  - 7.2. Nuevas Inversiones de Capital
  - 7.3. Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Operativo Neto
  - 7.4. Valor Terminal
  - 7.5. Flujos de Caja Libre proyectados
- 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO
  - 8.1. Valor Presente de los Flujos de Caja Libre
  - 8.2. Déficit o Exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto
  - 8.3. Activos Prescindibles y Otros Activos
  - 8.4. Valorización Económica de la Empresa
  - 8.5. Análisis de Sensibilidad
- 9. CONCLUSIÓN
- 10. Bibliografía
- 11. 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 del presente informe, se hablará del método de flujo de caja descontado.

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).

### **1.1.1. Método de flujos de caja descontados**

El método de flujos de caja descontados (FCD) es uno de los métodos más precisos a nivel teórico y científico para realizar una valoración ya que se relaciona con la utilidad y crecimiento de la compañía a evaluar (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Cabe recalcar que este método de valoración de empresas es el punto de partida para construir el resto de métodos de valoración, y es por estas razones que es el método más importante ya que para la realización efectiva de evaluaciones comparativas es necesario entender los fundamentos del FCD, y para valorar a través de cualquier otro método primero se comienza con el descuento de los flujos de caja, ya que así alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En este método los flujos de caja libre se modelan sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados con el objetivo de reflejar su valor presente. Dicho valor debe ser determinado para flujos de caja

generados más allá del horizonte de proyección, generalmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Por ende, este método tendrá una alta sensibilidad a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Palepu et al., 2019).

Respecto a parámetros de valoración de dicha metodología, estos son principalmente proyecciones de largo plazo para lograr modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que afecten y hagan variar los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es altamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que hay detrás de las proyecciones. Es por esto que las proyecciones de largo plazo y el valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la empresa a analizar (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada por FCD se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos con mayor importancia, por ende, se realiza tomando 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.

Cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la compañía (en su parte operativa), en este contexto hablamos del costo de capital (tasa de los activos), la cual se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina costo patrimonial ( $k_p$ ), y de esta manera se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés).

El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una compañía (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, es requerido que la compañía tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, ya que si no se cumple esta condición no podría valorarse a través de este método (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa, el objetivo de determinar el 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 tenga en el 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 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 compañía, 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. Cabe recalcar que este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

En las siguientes secciones analizaremos a la empresa Compañía de Cervecerías Unidas, también reconocida como CCU.

### 2.1. Descripción de la empresa

A continuación, en el 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, Perú 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). Además, 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, observando que, principalmente sus Ingresos vienen de la mano de sus operaciones en Chile (70%), con la venta de productos alcohólicos (67%), y su unidad de negocio denominada "Chile" (62%):



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, Perú, 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 Renta 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.

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, 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%
Cervecería 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 (una 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**

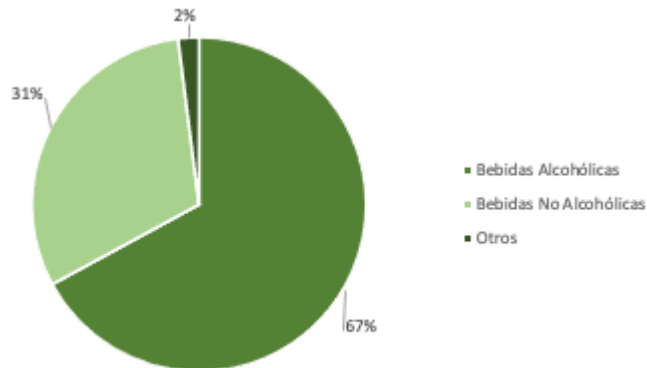
CCU forma parte de la industria de las bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas, ya que es una empresa multicategoría regional de bebestibles. Las principales compañías que lideran esta industria son Andina, CCU, Embonor, Concha y Toro y AB Inbev.

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

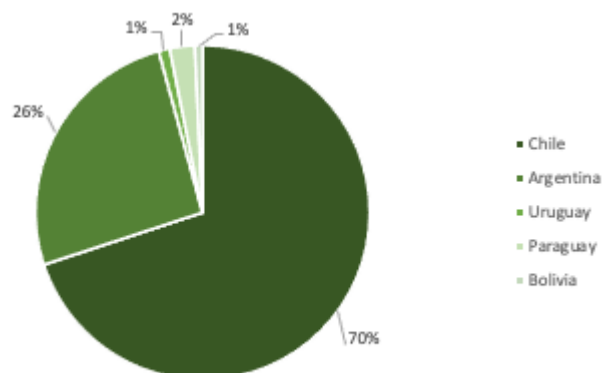


Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados 2022

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 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”, “Negocios Internacionales” y “Vinos”. El segmento de operación Chile se divide en Cervezas, Bebidas No Alcohólicas y Licores vendidos en el mismo país. El segmento de operación Negocios Internacionales se divide según los ingresos en Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia. Y el segmento de operación Vinos se divide en la venta de este producto alrededor del mundo.

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).

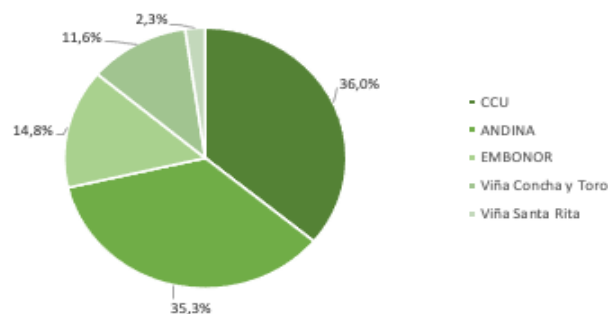
Además, CCU cuenta con políticas y códigos acorde a su BoD (Board of Directors), Alcohol, Derechos Humanos Corporativos, Diversidad e Inclusión, Medio Ambiente y Prevención de Delitos (CCU, 2022).

### 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 también la deuda financiera, patrimonio económico y valor económico.

#### 3.1. Deuda financiera

En cuanto a la deuda financiera, CCU clasifica seis tipos de obligaciones distintas que devengan intereses, estos son: Préstamos bancarios, Obligaciones con el público, Instrumentos financieros derivados, Pasivos de cobertura, Depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores, y Obligaciones por arrendamientos, 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
<b>Total corriente</b>	<b>2.277</b>	<b>2.416</b>	<b>2.548</b>	<b>3.471</b>	<b>5.554</b>
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
Obligaciones por arrendamientos	13	172	170	199	260
<b>Total no corriente</b>	<b>8.278</b>	<b>9.247</b>	<b>15.138</b>	<b>15.723</b>	<b>34.377</b>
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
Obligaciones por arrendamientos	637	997	936	936	892
<b>Total</b>	<b>10.555</b>	<b>11.662</b>	<b>17.686</b>	<b>19.194</b>	<b>39.931</b>

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 150%), 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.

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.

### 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%
<b>Total</b>	<b>109.145</b>	<b>88.154</b>	<b>66.693</b>	<b>82.624</b>	<b>59.618</b>

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 202. 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 marca.
- 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)	10.555	11.662	17.686	19.194	39.931
Patrimonio económico (P)	109.145	88.154	66.693	82.624	59.618
Valor Económico (V)	119.700	99.816	84.379	101.818	99.549

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 compensada por 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 objetiva 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	8,82%	11,68%	20,96%	18,85%	40,11%	19,60%	29,36%	26,88%
P/V	91,18%	88,32%	79,04%	81,15%	59,89%	80,40%	70,64%	73,12%
B/P	0,0967	0,1323	0,2652	0,2323	0,6698	0,2438	0,4157	0,3676

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 y luego estabilidad mantenida en para los siguientes años, 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: 26,88%, P/V: 73,12%, B/P: 0,3676.

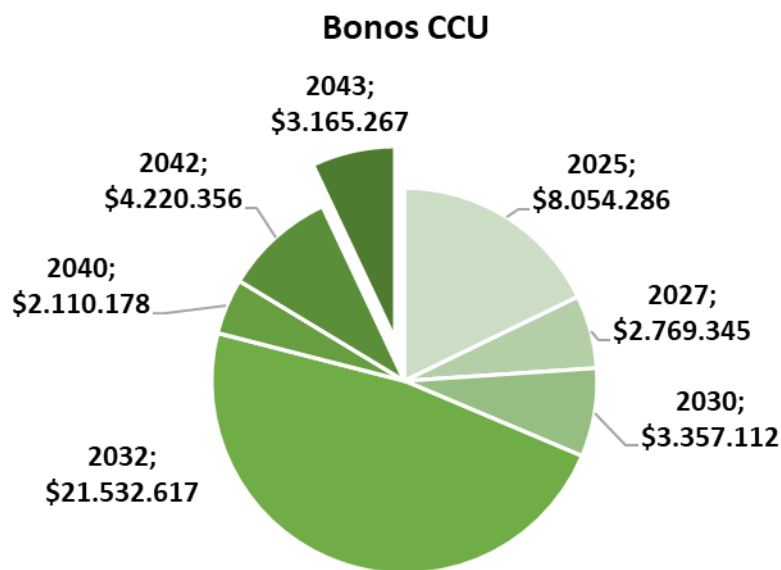
## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

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

A continuación, en el gráfico 4 observamos un resumen de los Bonos de CCU a la fecha en UF, notando que la mayoría de su deuda se concentra al 2032 y llegando hasta una madurez máxima del 2043.

Gráfico 4: Bonos de CCU, por madurez y monto.



Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv Eikon.

Para determinar el costo de la deuda, y conforme a lo explicado en la sección anterior, este es conocido por el mercado, correspondiendo a la YTM de su bono de mayor plazo. Se utiliza el bono de mayor madurez ya que representa de manera más efectiva la sensibilidad de la empresa ante variaciones en las tasas de interés, ofreciendo una representación más precisa del riesgo y las expectativas del mercado a largo plazo.

Se observa que los prestamistas exigen un rendimiento en el bono de mayor madurez (con fecha de vencimiento el 10 de agosto de 2043) una tasa de descuento del 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, revisamos los retornos continuos semanales entre los periodos 2020-2022, 2019-2021 y 2018-2020, en el cuadro 13 vemos los betas.

Cuadro 13. Datos de la estimación del beta.

	Retornos continuos semanales 2020-2022	Retornos continuos semanales 2019-2021	Retornos continuos semanales 2018-2020
Beta de la acción	0,53	0,61	0,73
P-Value	0,0000	0,0000	0,0000
N° observaciones	156	156	155
R cuadrado	0,2009	0,2966	0,3992

Presencia bursátil	100,00%	100,00%	100,00%
Beta Bloomberg	0,69	0,74	0,82

Fuente: Elaboración propia a través de la regresión realizada.

Además de aquello se realizó el ajuste Bloomberg, que considera que a largo plazo los betas tienden a uno, por lo que nuestros betas patrimoniales son de 0,69; 0,74; y 0,82. Dado aquello, y con tal de modelar el comportamiento de la empresa de largo plazo se decidió promediar los tres periodos, entregando un resultado de 0,75.

#### 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; Además, utilizamos 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.

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

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

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

$$\beta^{s/d} = \frac{0,75 + 0,1738 * (1 - 27\%) * 24,38\%}{1 + (1 - 27\%) * 24,38\%}$$

$$\beta^{s/d} = 0,6663$$

#### 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:

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

$$\beta^{c/d} = 0,6663 * (1 + (1 - 27\%) * 36,76\%) - 0,1738 * (1 - 27\%) * 36,76\%$$

$$\beta^{c/d} = 0,7985$$

## 4.6. Costo patrimonial

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

$$\begin{aligned}K_p &= R_F + \beta_p * PRM \\K_p &= 1,67\% + 0,7985 * 7,25\% \\K_p &= 7,46\%\end{aligned}$$

## 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:

$$\begin{aligned}K_o &= K_p * \frac{P}{V} + K_b * \frac{B}{V} * (1 - t_c) \\K_o &= 7,46\% * 73,12\% + 2,93\% * 26,88\% * (1 - 27\%) \\K_o &= 6,03\%\end{aligned}$$

## 5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

En la siguiente sección se discutirá sobre la perspectiva de CCU y de la industria de bebestibles alcohólicos y no alcohólicos, junto a sus subcategorías. Mencionando los resultados históricos y activos estratégicos de la empresa, junto a proyecciones de crecimiento.

### 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

De acuerdo con la memoria de CCU, son una empresa multicategoría de bebestibles, la cual compiten en la industria de bebestibles, en los segmentos de; Bebidas alcohólicas, participando en los segmentos de cervezas, vino, pisco y sidra; y no alcohólicas, como gaseosas, aguas minerales, néctares, bebidas energéticas, deportivas, entre otras. Donde además de Chile, mantienen operaciones en Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay.

Mencionado aquello, con el fin de analizar el crecimiento de la empresa, en el cuadro 14 veremos los tres principales segmentos definidos por CCU;

Cuadro 14. Segmentos de operación CCU.

Segmento de Operación	Producto y Servicios
Chile	Cervezas, Bebidas sin alcohol, Licores y UES.
Negocios Internacionales	Cervezas, Sidras, Bebidas sin alcohol y Licores en los mercados de Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia.
Vinos	Vinos, principalmente en los mercados de exportación a más de 80 países.

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

Además, a continuación, en el cuadro 15 tenemos el desglose de los ingresos de CCU según cada segmento de negocio definido;

Cuadro 15. Información por segmentos de operación CCU.

En M UF	Chile				
	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Ingresos por ventas	39.214	40.058	41.561	49.648	46.342
Otros Ingresos	572	581	630	688	731
Ingresos por venta entre segmentos	466	488	560	586	585
<b>Total Ingresos</b>	<b>40.252</b>	<b>41.127</b>	<b>42.751</b>	<b>50.922</b>	<b>47.658</b>
% de cambio año anterior		2,17%	3,95%	19,11%	-6,41%
<b>Negocios Internacionales</b>					
Ingresos por ventas	17.194	15.976	13.454	21.226	21.683
Otros Ingresos	341	414	392	485	552
Ingresos por venta entre segmentos	20	17	10	164	54
<b>Total Ingresos</b>	<b>17.555</b>	<b>16.407</b>	<b>13.856</b>	<b>21.875</b>	<b>22.289</b>
% de cambio año anterior		-6,54%	-15,55%	57,87%	1,89%
<b>Vinos</b>					
Ingresos por ventas	7.303	7.179	7.680	7.914	7.656
Otros Ingresos	152	134	146	166	195
Ingresos por venta entre segmentos	37	187	265	362	590
<b>Total Ingresos</b>	<b>7.492</b>	<b>7.500</b>	<b>8.091</b>	<b>8.442</b>	<b>8.441</b>
% de cambio año anterior		0,11%	7,88%	4,34%	-0,01%
<b>Otros</b>					
Ingresos por ventas	-	-	-	-	-
Otros Ingresos	-84	36	36	75	41
Ingresos por venta entre segmentos	-523	-692	-835	-1.392	-981
<b>Total Ingresos</b>	<b>-607</b>	<b>-656</b>	<b>-799</b>	<b>-1.317</b>	<b>-940</b>
<b>Total</b>					
Ingresos por ventas	63.711	63.213	62.696	78.788	75.680
Otros Ingresos	981	1.165	1.204	1.385	1.544
Ingresos por venta entre segmentos	-	-	-	-	-
<b>Total Ingresos</b>	<b>64.692</b>	<b>64.378</b>	<b>63.899</b>	<b>79.922</b>	<b>77.448</b>
% de cambio año anterior		-0,49%	-0,74%	25,08%	-3,10%

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

Como vemos los ingresos a través de la unidad de Chile representaron el 2022 el 61,71% de los ingresos totales, siendo su principal segmento. Podemos destacar el año 2021 que obtuvo su mayor crecimiento dado el dinamismo de los volúmenes con un crecimiento del 19,11%.

Por otra parte, su segundo segmento de mayor participación son los Negocios Internacionales, representando un 28,86% de los ingresos del 2022. Este se ha



caracterizado por tener variaciones anuales más volátiles, como la contracción de esta unidad un 18,40% el año 2020, o el crecimiento observado de 36,65% el 2021, motivos que serán explicados más adelante.

Finalmente, el tercer segmento definido por CCU es el de Vinos, el cual representa el 10,93% de sus ingresos, donde destacamos que esta unidad es la menos riesgosa en cuanto a la evolución de sus ingresos por venta.

A continuación, en el cuadro 16, veremos la evolución de los ingresos por venta según los principales países que opera CCU:

Cuadro 16. Ingresos por ventas netas por ubicación geográfica de CCU.

En M UF	Ingresos por ventas netas por ubicación geográfica				
	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Chile	46.779	47.417	49.425	57.489	54.014
% de cambio año anterior		1,36%	4,23%	16,32%	-6,05%
Países extranjeros	17.912	16.961	14.475	22.684	23.211
Argentina	15.295	13.792	11.634	19.767	19.946
Uruguay	642	629	670	698	825
Paraguay	1.580	1.665	1.350	1.558	1.869
Bolivia	395	875	821	661	571
% de cambio año anterior		-5,31%	-14,66%	56,71%	2,32%
Total	64.692	64.378	63.900	80.173	77.225
% de cambio año anterior		-0,48%	-0,74%	25,47%	-3,68%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

Como vemos, el segundo país en el que CCU obtiene ingresos es Argentina, abarcando el 85,93% de sus ingresos extranjeros, y de esta forma, es el principal país que explica la evolución de los ingresos del año 2020 y 2021.

En cuanto a la evolución de ingresos del 2020 para Argentina, fue por la disminución de volúmenes en los 3 primeros trimestres del 2020 dada la pandemia, teniendo una mejora solo en el cuarto trimestre, pero aun así esa mejora no logró compensar los bajos volúmenes del resto de los trimestres del 2020, lo cual se tradujo en la necesidad de aumentar los precios en Argentina para recuperar dicha rentabilidad (para el año 2021, ya que el gobierno tiene control sobre el precio hasta enero de 2021) (La Tercera, 2020). Finalmente, podemos observar la evolución de los ingresos según tipo de producto en el cuadro 17:

Cuadro 17. Ingresos por ventas por categoría para CCU.

En M UF	Ingresos por ventas por categoría				
	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Productos alcohólicos	43.768	42.610	42.990	55.284	51.802
% de cambio año anterior		-2,65%	0,89%	28,60%	-6,30%
Productos no alcohólicos	19.943	20.603	19.706	23.504	23.879
% de cambio año anterior		3,31%	-4,35%	19,28%	1,59%
Otros	981	1.165	1.204	1.385	1.544
% de cambio año anterior		18,86%	3,30%	15,04%	11,50%
<b>Total</b>	<b>64.692</b>	<b>64.378</b>	<b>63.900</b>	<b>80.173</b>	<b>77.225</b>
% de cambio año anterior		-0,48%	-0,74%	25,47%	-3,68%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidado de CCU.

Donde el 67,08% de los ingresos provienen de la venta de bebidas alcohólicas, mientras que los bebestibles no alcohólicos cuentan con el 30,92%.

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

En el cuadro 18 tenemos la composición de los principales costos operacionales de CCU:

Cuadro 18. Costos y gastos operacionales de CCU.

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Costos de ventas	31.199	32.085	33.850	41.674	43.147
% sobre total de costos y gastos op.	55,74%	56,27%	58,22%	59,36%	60,96%
% sobre total de ingresos	48,23%	49,84%	52,97%	51,98%	55,87%
Costos de distribución	11.405	11.570	11.596	14.152	14.360
% sobre total de costos y gastos op.	20,37%	20,29%	19,94%	20,16%	20,29%
% sobre total de ingresos	17,63%	17,97%	18,15%	17,65%	18,60%
Gastos de administración	5.528	4.838	4.775	5.208	5.338
% sobre total de costos y gastos op.	9,88%	8,48%	8,21%	7,42%	7,54%
% sobre total de ingresos	8,55%	7,51%	7,47%	6,50%	6,91%
Otros gastos, por función	7.844	8.530	7.924	9.167	7.939
% sobre total de costos y gastos op.	14,01%	14,96%	13,63%	13,06%	11,22%
% sobre total de ingresos	12,13%	13,25%	12,40%	11,43%	10,28%
<b>Total</b>	<b>55.976</b>	<b>57.023</b>	<b>58.145</b>	<b>70.201</b>	<b>70.784</b>
% sobre total de ingresos	86,53%	88,58%	90,99%	87,56%	91,66%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

Como podemos notar existen cuatro cuentas a considerar:

- 1) Costos de ventas: Es la principal cuenta de costos de CCU, la que considera los costos directos para producir un producto, como sus insumos e instrumentos de elaboración. Como vemos en los últimos años esta cuenta ha mantenido un crecimiento constante sobre el total de los costos y gastos operacionales, indicando un encarecimiento relativo de las condiciones de producción frente a los demás costos y gastos.
- 2) Costos de distribución: Corresponden a los gastos asociados al proceso logístico de entrega de los productos, considerando los procesos desde el almacenamiento hasta que el producto llega al cliente. Esta cuenta se ha mantenido estable en el tiempo frente a los demás costos y gastos.
- 3) Gastos de administración: Son gastos asociados a la gestión de CCU, considerando salarios, oficinas, equipos de administración, entre otros,

corresponde a la cuenta de costos operacionales de menor tamaño de CCU. Esta ha disminuido constantemente durante los últimos cinco años.

- 4) Otros gastos, por función: Finalmente, esta cuenta considera todos los demás gastos operacionales que incurre CCU que no han sido mencionados previamente. Los cuales han ido disminuyendo en los últimos años.

A continuación, en el cuadro 19 vemos un desglose más detallado de la estructura de costes y gastos, de la empresa:

Cuadro 19. Costos y gastos operacionales de CCU por naturaleza.

En M UF					
	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Costos directos	23.594	24.525	26.044	32.721	33.862
% sobre total de costos y gastos op.	42,15%	43,01%	44,79%	46,61%	47,84%
% sobre total de ingresos	36,47%	38,10%	40,76%	40,81%	43,85%
Remuneraciones	8.421	8.376	9.080	10.165	9.932
% sobre total de costos y gastos op.	15,04%	14,69%	15,62%	14,48%	14,03%
% sobre total de ingresos	13,02%	13,01%	14,21%	12,68%	12,86%
Transporte y distribución	8.848	8.679	8.515	10.612	10.809
% sobre total de costos y gastos op.	15,81%	15,22%	14,64%	15,12%	15,27%
% sobre total de ingresos	13,68%	13,48%	13,33%	13,24%	14,00%
Publicidad y promociones	4.281	4.164	3.642	4.689	4.027
% sobre total de costos y gastos op.	7,65%	7,30%	6,26%	6,68%	5,69%
% sobre total de ingresos	6,62%	6,47%	5,70%	5,85%	5,21%
Depreciaciones y amortizaciones	3.384	3.710	3.778	4.005	3.603
% sobre total de costos y gastos op.	6,05%	6,51%	6,50%	5,71%	5,09%
% sobre total de ingresos	5,23%	5,76%	5,91%	5,00%	4,67%
Materiales y mantenciones	1.691	1.743	1.843	2.115	2.143
% sobre total de costos y gastos op.	3,02%	3,06%	3,17%	3,01%	3,03%
% sobre total de ingresos	2,61%	2,71%	2,88%	2,64%	2,78%
Energía	1.063	1.057	965	1.192	1.599
% sobre total de costos y gastos op.	1,90%	1,85%	1,66%	1,70%	2,26%
% sobre total de ingresos	1,64%	1,64%	1,51%	1,49%	2,07%
Arrendos	643	452	518	567	663
% sobre total de costos y gastos op.	1,15%	0,79%	0,89%	0,81%	0,94%
% sobre total de ingresos	0,99%	0,70%	0,81%	0,71%	0,86%
Otros gastos	4.050	4.317	3.761	4.135	4.146
% sobre total de costos y gastos op.	7,24%	7,57%	6,47%	5,89%	5,86%
% sobre total de ingresos	6,26%	6,71%	5,89%	5,16%	5,37%
<b>Total</b>	<b>55.976</b>	<b>57.023</b>	<b>58.145</b>	<b>70.201</b>	<b>70.784</b>
% sobre total de ingresos	86,53%	88,58%	90,99%	87,56%	91,66%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

Donde vemos 9 cuentas:

- 1) Costos directos: Corresponden a los costos atribuibles en la elaboración del producto, los cuales han tenido una predominancia creciente en la compañía.
- 2) Remuneraciones: Son los pagos directos a los empleados de compensaciones y beneficios. Cuyo valor oscila entre años de un 14,5% a un 15% de los costos totales.
- 3) Transporte y distribución: Es el proceso de plaza de los productos. Costos que durante los años han disminuido.
- 4) Publicidad y promociones: Gasto enfocado a dar a conocer los productos a los clientes y usuarios finales. Estructura de costos que nuevamente durante los años ha ido en disminución.
- 5) Depreciaciones y amortizaciones: Cuenta que registra la pérdida de valor de los activos tangibles por desgaste, y de los activos intangibles producto del paso del tiempo, cuenta que veremos en mayor detalle más adelante. Podemos notar que ha sido constante durante los años sobre el total de costos y gastos operacionales, pero que en comparación a los ingresos ha disminuido los últimos dos años.
- 6) Materiales y mantenciones: Utilización de materiales de apoyo a las operaciones y mantenciones de equipos. Gasto constante del 3% de los costos totales.
- 7) Energía: Uso de recursos energéticos de distintas categorías, el cual ha ido en aumento.
- 8) Arriendos: Corresponde a los pagos por el derecho de uso de lugares que pueden ser usados como locales u oficinas. Gasto menor que ha ido a la baja.
- 9) Otros gastos: Otros gastos de CCU que no han sido previamente mencionados. Los cuales también han ido a la baja en términos relativos.

Ahora en el cuadro 20 podemos ver la importancia de cada unidad estratégica de CCU:

Cuadro 20. Costos y gastos operacionales de CCU por unidad estratégica.

En M UF	Chile				
	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Costos de ventas	18.184	19.076	21.537	26.162	27.688
% sobre total de costos y gastos op.	32,49%	33,45%	37,04%	37,27%	39,12%
% sobre total de ingresos	28,11%	29,63%	33,70%	32,63%	35,85%
Otros costos y gastos operacionales	14.773	15.157	15.261	16.356	15.500
% sobre total de costos y gastos op.	26,39%	26,58%	26,25%	23,30%	21,90%
% sobre total de ingresos	22,84%	23,54%	23,88%	20,40%	20,07%
Total costos	32.957	34.233	36.798	42.518	43.188
% sobre total de ingresos	50,95%	53,18%	57,59%	53,03%	55,92%
% sobre total de ingresos U.E.	81,88%	83,24%	86,08%	83,50%	90,62%
<b>Negocios Internacionales</b>					
Costos de ventas	8.346	8.791	7.900	11.006	11.080
% sobre total de costos y gastos op.	14,91%	15,42%	13,59%	15,68%	15,65%
% sobre total de ingresos	12,90%	13,66%	12,36%	13,73%	14,35%
Otros costos y gastos operacionales	7.640	7.423	6.516	9.303	9.461
% sobre total de costos y gastos op.	13,65%	13,02%	11,21%	13,25%	13,37%
% sobre total de ingresos	11,81%	11,53%	10,20%	11,60%	12,25%
Total costos	15.986	16.215	14.416	20.308	20.541
% sobre total de ingresos	24,71%	25,19%	22,56%	25,33%	26,60%
% sobre total de ingresos U.E.	91,06%	98,83%	104,04%	92,84%	92,16%
<b>Vinos</b>					
Costos de ventas	4.835	4.548	4.799	5.146	5.216
% sobre total de costos y gastos op.	8,64%	7,98%	8,25%	7,33%	7,37%
% sobre total de ingresos	7,47%	7,07%	7,51%	6,42%	6,75%
Otros costos y gastos operacionales	1.901	1.964	2.229	2.228	2.140
% sobre total de costos y gastos op.	3,40%	3,44%	3,83%	3,17%	3,02%
% sobre total de ingresos	2,94%	3,05%	3,49%	2,78%	2,77%
Total costos	6.736	6.512	7.028	7.374	7.356
% sobre total de ingresos	10,41%	10,12%	11,00%	9,20%	9,53%
% sobre total de ingresos U.E.	89,91%	86,83%	86,86%	87,36%	87,15%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

Podemos notar como la unidad de negocios de Chile es la más dominante de todas en términos de costos, y que actualmente estos egresos representan el 55,92% de los ingresos, proporción que ha ido en aumento en los últimos cinco años. Además de

aquello notamos que los costos de la unidad estratégica han ido creciendo, pasando del 81,88% de los ingresos el 2018 al 90,62% el 2022.

Por otra parte, tenemos la unidad de los Negocios internacionales, cuyos costos representan el 26,6% de los ingresos de CCU y que también han visto un aumento al pasar los años.

Luego, la unidad de Vinos es la de menor tamaño en costos (9,53%), pero que, en comparación, tiene menos costos sobre el total de los ingresos de unidad estratégica en comparación a las dos anteriores.

Y finalmente, en el cuadro 21 tenemos el efecto de las depreciaciones y amortizaciones de CCU según unidades estratégicas, que, de acuerdo con lo explicado previamente, corresponde a la pérdida de valor de activos tangibles y no tangibles:

Cuadro 21. Depreciación y amortización relacionada a los segmentos de operación

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Segmento de operación Chile	2.291	2.342	2.412	2.358	2.001
% sobre total de costos y gastos op.	4,09%	4,11%	4,15%	3,36%	2,83%
% sobre total de ingresos	3,54%	3,64%	3,77%	2,94%	2,59%
Segmento de operación Negocios Internacionales	718	956	879	1.106	1.108
% sobre total de costos y gastos op.	1,28%	1,68%	1,51%	1,58%	1,57%
% sobre total de ingresos	1,11%	1,48%	1,38%	1,38%	1,43%
Segmento de operación Vinos	288	347	398	388	351
% sobre total de costos y gastos op.	0,51%	0,61%	0,68%	0,55%	0,50%
% sobre total de ingresos	0,45%	0,54%	0,62%	0,48%	0,45%
Otros	87	64	89	153	143
% sobre total de costos y gastos op.	0,16%	0,11%	0,15%	0,22%	0,20%
% sobre total de ingresos	0,13%	0,10%	0,14%	0,19%	0,19%
Total	3.384	3.710	3.778	4.005	3.603
% sobre total de costos y gastos op.	6,05%	6,51%	6,50%	5,71%	5,09%
% sobre total de ingresos	5,23%	5,76%	5,91%	5,00%	4,67%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

Donde apreciamos que la cuenta para la unidad de Chile si bien fue en aumento en los años 2018-2020, en los años 2021 y 2022 esta tendencia se revirtió, a lo que hoy representa cerca de un 2% de los ingresos de CCU. Por otra parte, para los Negocios internacionales, si bien la cuenta ha ido creciendo en los últimos años, mantiene un peso



menor sobre el total de los ingresos, siendo cerca del 1,13% de estos. Para el segmento de Vinos esta cuenta solo llega a representar un 0,36% de los ingresos.

Finalmente, podemos observar como la depreciación y amortización sólo representa un 5% de los costos y gastos operacionales, y un 2,66% de los ingresos, y como esta cuenta ha ido a la baja en los últimos años.

### 5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

A continuación, veremos un análisis histórico de los resultados no operacionales, analizando los distintos elementos que los componen, en el cuadro 22 vemos un resumen:

Cuadro 22. Resultados No Operacionales CCU.

En M\$ UF	Resultados no operacionales				
	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Ingresos financieros	573	463	119	460	651
Costos financieros	-877	-1.011	-1.025	-1.185	-2.185
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	-392	-580	-290	7	-313
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	120	-320	88	-327	-575
Resultado por unidades de reajuste	27	-292	-15	82	34
<b>Total</b>	<b>-549</b>	<b>-1.740</b>	<b>-1.123</b>	<b>-963</b>	<b>-2.388</b>
En relación a los ingresos	-0,85%	-2,70%	-1,76%	-1,20%	-3,09%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

- Ingresos Financieros: Son las ganancias respecto a las actividades financieras, representando flujos de efectivo y aumentos de activos financieros, proviniendo de fuentes como intereses por inversiones en bonos, dividendos de acciones, ganancia de venta de activos financieros, entre otros.
- Costos Financieros: Son gastos incurridos respecto a actividades financieras, como recursos financieros externos para operaciones, inversiones de la compañía, entre otros.
- Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación: Esta cuenta muestra la parte de las ganancias o pérdidas generadas por las compañías asociadas y negocios conjuntos en los cuales la empresa tiene una participación significativa, y junto al método de participación, el cual se usa para registrar la participación de manera

proporcional con los activos, pasivos, entre otros, de las asociadas y negocios conjuntos.

- Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera: Nacen ante las variaciones en el valor de las transacciones o inversiones en monedas extranjeras dada a cambios en las tasas de cambio (exposición a riesgo de cambio).

En primer lugar, podemos notar que los resultados no operacionales representan un porcentaje menor de los ingresos totales, oscilando de 0,85% a un 3,09%, donde la principal cuenta que explica los resultados no operacionales son los costos financieros, que han ido en alza en los últimos años.

#### 5.4. Análisis de márgenes de la empresa

A continuación, en el cuadro 23, podemos observar los principales ratios de márgenes de la empresa de los últimos cinco años:

Cuadro 23. Análisis de márgenes para CCU.

Análisis de márgenes	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Margen bruto	51,8%	50,2%	47,0%	48,0%	44,1%
Margen Operacional	26,5%	12,8%	9,4%	13,3%	8,1%
EBITDA	19,3%	18,4%	15,9%	17,9%	13,2%
Margen Neto	18,1%	8,0%	5,8%	8,8%	5,0%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

- Margen Bruto: Corresponde a la relación entre los ingresos por venta menos los costos por venta dividido los ingresos por venta.
- Margen Operacional: Corresponde al resultado de utilidad al considerar todas las actividades operacionales (como gastos de administración, costos de distribución, entre otros) frente a las ventas de CCU.
- EBITDA: Ratio cuyo nombre significa “Ganancias antes de impuestos, depreciaciones y amortizaciones”.
- Margen Neto: Corresponde a la utilidad de ejercicio de CCU, considerando las actividades no operacionales.

Todos los ratios mencionados han mostrado una disminución significativa de sus rentabilidades en los últimos cinco años, efecto que como hemos visto en los cuadros anteriores se debe a un estancamiento de los ingresos los primeros años y luego un aumento generalizado de los costos de CCU.

En el anexo 5 y 6 encontramos el detalle del estado de resultados de CCU.

## 5.5. Análisis de los activos de la empresa

En la siguiente sección veremos la composición de los distintos activos de CCU, en especial; 1) Los operacionales y no operacionales, 2) Su capital de trabajo operativo neto, 3) Y sus inversiones.

### 5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

A continuación, en el cuadro 24 veremos un resumen de la clasificación de los distintos activos según si son operacionales o no:

Cuadro 24. Clasificación de los activos de CCU.

Tipo de activos (En Miles de UF)	Al 31-12-2022	Operacional	No Operacional
<b>Activos Corrientes</b>			
Efectivo y equivalentes al efectivo	17.006		X
Otros activos financieros	1.300		X
Otros activos no financieros	628	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	12.682	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	177		X
Inventarios	13.694	X	
Activos biológicos corrientes	461	X	
Activos por impuestos corrientes	1.330	X	
<b>Total activos corrientes distintos de activos mantenidos para la venta</b>	<b>47.277</b>	<b>28.794</b>	<b>18.483</b>
Activos no corrientes mantenidos para la venta	57		X
<b>Total activos corrientes</b>	<b>47.334</b>	<b>28.794</b>	<b>18.540</b>
% de clasificación de activo		60,83%	39,17%
<b>Activos no corrientes</b>			
Otros activos financieros	1.055		X
Otros activos no financieros	359	X	
Cuentas por cobrar no corrientes	112	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1		X
Inversiones contabilizadas por método de la participación	4.014		X
Activos intangibles distintos de la plusvalía	4.910	X	
Plusvalía	3.901	X	
Propiedades, plantas y equipos (neto)	38.645	X	
Propiedades de inversión	293		X
Activos por derechos de uso	993	X	

Activos por impuestos diferidos	775	X	
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>55.058</b>	<b>49.695</b>	<b>5.363</b>
% de clasificación de activo		90,26%	9,74%
<b>Total activos</b>	<b>102.392</b>	<b>78.489</b>	<b>23.903</b>
% de clasificación de activo		76.66%	23.34%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

- **Activos Corrientes:** Podemos notar que cerca del 60% de los activos corrientes son operacionales, explicados a continuación:
  - Efectivo y equivalentes al efectivo: Cuenta que se compone por caja y cuentas en bancos, además de depósitos a plazo e inversiones a corto plazo y líquidos. Es utilizado en las operaciones diarias de la empresa como capital de trabajo.
  - Otros activos financieros: Corresponden a activos no relacionados con las principales operaciones de la empresa, entre ellos valores negociables, contratos derivados y depósitos a largo plazo.
  - Otros activos no financieros: Se compone por seguros, publicidad, anticipos a proveedores, garantías, materiales por consumir, entre otros. Directamente relacionados con las actividades primarias de CCU.
  - Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar: Saldo comerciales pendientes directamente relacionados a la venta de sus productos.
  - Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: Saldo pendientes por cobrar a empresas relacionadas por la venta de productos.
  - Inventarios: Insumos y productos finales por vender.
  - Activos biológicos corrientes: Insumos como la uva para las operaciones principales del segmento de Vinos.
  - Activos por impuestos corrientes: Saldo de impuestos recuperables, pagos provisionales y otros créditos, los cuales no están ligados a las actividades primarias de CCU.
  - Activos no corrientes mantenidos para la venta: Activos de las unidades de negocio de Negocios Internacionales y Vinos como terrenos, construcciones, maquinarias y plantaciones, los cuales ya no tienen utilidad para las operaciones.
- **Activos No Corrientes (y no descritos previamente):** Notamos que el 96,14% de sus activos no corrientes cumplen una función operacional, detalle que explicamos a continuación:
  - Inversiones contabilizadas por método de la participación: Inversiones con negocios conjuntos y asociados. Los que producen productos y/o entregan apoyo a CCU.

- Activos intangibles distintos a la plusvalía: Activos que consideran la propiedad intelectual, marcas, entre otros de CCU. Permitiendo así las operaciones de este.
- Plusvalía: Exceso de costo de adquisición de negocios sobre la participación de la compañía 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. Es asignada a las Unidades Generadoras de Efectivo y se espera que las unidades se beneficien de las sinergias de una combinación de negocios.
- Propiedades, planta y equipos (neto): Activos como maquinaria, plantas y terrenos que permiten las operaciones directas de la empresa.
- Propiedades de inversión: Valor de propiedades como terrenos, oficinas y departamentos mantenidos por propósito de plusvalía.
- Activos por derecho de uso: Valor libro neto de terrenos, edificios, maquinarias, entre otros con fines diversos como de operar, producir y vender.

Como notamos en el cuadro el 91,49% de los activos totales tienen fines operacionales.

### 5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

A continuación, podemos observar en el cuadro 25 un resumen del capital de trabajo operativo neto de CCU (CTON), y el retorno de este mismo (RCTON):

Cuadro 25. Capital de trabajo operativo neto histórico de CCU.

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Activos operacionales corrientes:	20.899	19.932	18.338	24.790	27.465
Otros activos no financieros	684	791	526	946	628
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	11.634	10.597	9.473	12.035	12.682
Inventarios	8.273	8.210	7.975	11.404	13.694
Activos biológicos corrientes	308	334	364	405	461
Pasivos operacionales corrientes:	12.174	11.905	12.639	18.351	15.299
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	11.006	10.832	11.163	16.634	13.993
Otras provisiones a corto plazo	15	107	103	82	76
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.153	966	1.373	1.635	1.230
<b>CTON</b>	<b>8.725</b>	<b>8.027</b>	<b>5.699</b>	<b>6.439</b>	<b>12.166</b>
Ingresos operacionales	64.692	64.378	63.900	80.173	77.225
<b>RCTON (en %)</b>	<b>13,49%</b>	<b>12,47%</b>	<b>8,92%</b>	<b>8,03%</b>	<b>15,75%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

- Activos operacionales corrientes
  - 1) Otros activos no financieros: Corresponden a activos como seguros, anticipos, garantías, entre otros.
  - 2) Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar: Corresponden a las cuentas por cobrar de CCU, las cuales están en su mayoría en pesos chilenos, argentinos, dólares estadounidenses y euros.
  - 3) Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: Son cuentas por cobrar que mantienen relación directa con CCU, como accionistas mayoritarios y minoritarios, accionistas de subsidiarias y de negocios conjuntos.
  - 4) Inventarios: Bienes que son utilizados en el proceso de producción y productos finales.
  - 5) Activos biológicos corrientes: Consideran el producto agrícola de la uva para la producción de vino.
- Pasivos operacionales corrientes
  - 1) Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar: Cuentas por pagar principalmente a proveedores.
  - 2) Cuentas por pagar a entidades relacionadas: Cuentas por pagar a subsidiarias y accionistas controladores y minoritarios.
  - 3) Otras provisiones a corto plazo: Provisiones como litigios y otras cuentas.
  - 4) Provisiones corrientes por beneficios a los empleados: Beneficios de corto plazo a empleados como periodos de vacaciones, aguinaldos, bonos anuales por rendimiento y gratificaciones, además de beneficios a largo plazo como planes o convenios de post empleo.

Podemos notar que los activos operaciones corrientes durante los años 2018 al 2020 disminuyen constantemente, siendo explicado por la cuenta de “Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar”, sin embargo, el 2021 y 2022 se revierte esta tendencia con un aumento significativo de esta cuenta, agregada a un incremento significativo de los inventarios de CCU.

Por otra parte, los pasivos operacionales corrientes se explican en su mayoría por la cuenta “Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar”, la cual en general va en aumento significativo hasta el año 2021.

Estos movimientos de las cuentas provocan un rendimiento decreciente del capital de trabajo operativo neto del 2018 al 2021, tendencia que se revierte el año 2022 con la mayor cantidad de inventarios y menores cuentas por pagar comerciales.

### 5.5.3. Inversiones

A continuación, en el cuadro 26 vemos las principales cuentas de inversiones de CCU, considerando las compras de propiedad, planta y equipos (PPE), y activos intangibles. Además de comparar los planes de inversión frente a los ingresos operacionales y la Depreciación y amortización:

Cuadro 26. Cuentas de PPE y Activos intangibles de CCU.

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Compras de propiedad, planta y equipos	37.048	38.769	37.238	39.438	38.645
Compras de activos intangibles distintos a la plusvalía	4.316	4.437	4.412	4.903	4.910
<b>Total inversiones</b>	<b>41.364</b>	<b>43.206</b>	<b>41.650</b>	<b>44.341</b>	<b>43.554</b>
Ingresos operacionales	64.692	64.378	63.900	80.173	77.225
% inversiones sobre los ingresos	63,94%	67,11%	65,18%	55,31%	56,40%
Depreciación y amortización	3.384	3.710	3.778	4.005	3.603
% dep. y amor. Sobre inversiones	8,18%	8,59%	9,07%	9,03%	8,27%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

- Propiedades, planta y equipo: También conocido como PPE, son inversiones en activos tangibles como edificios, terrenos, maquinaria, entre otros.
- Compras de activos intangibles distintos a la plusvalía: Activos intangibles que le entregan valor a la compañía como patentes, marcas comerciales, entre otros.

Como apreciamos, los planes de inversión de PPE y de Compras de activos intangibles distintos a la plusvalía de CCU se han mantenido constantes en términos reales en UF a través de los años. Representando alrededor de un 65% de los ingresos operacionales para los años 2018 al 2020, sin embargo, dado el shock positivo de los años 2021 y 2022 este porcentaje se redujo a 55,31% y 56,40% respectivamente.

Por otra parte, estas inversiones logran cubrir desde el 8% al 9% de las depreciaciones y amortizaciones de la compañía.

A continuación, en el cuadro 27, vemos las inversiones de capital, pero separadas por segmentos de operaciones de CCU:

Cuadro 27. Inversiones históricas de CCU por segmentos de operación.

En M UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Segmento de operación Chile	2.862	2.451	2.578	3.044	4.178
% sobre total de ingresos	4,42%	3,81%	4,03%	3,80%	5,41%

Segmento de operación Negocios Internacionales	1.188	1.361	1.086	2.042	1.198
% sobre total de ingresos	1,84%	2,11%	1,70%	2,55%	1,55%
Segmento de operación Vinos	615	778	455	290	395
% sobre total de ingresos	0,95%	1,21%	0,71%	0,36%	0,51%
Otros	103	373	105	169	28
% sobre total de ingresos	0,16%	0,58%	0,17%	0,21%	0,04%
<b>Total Inversiones</b>	<b>4.768</b>	<b>4.962</b>	<b>4.224</b>	<b>5.545</b>	<b>5.799</b>
% sobre total de ingresos	7,37%	7,71%	6,61%	6,92%	7,51%
Depreciación y amortización	3.384	3.710	3.778	4.005	3.603
% dep. y amor. Sobre inversiones	70,97%	74,77%	89,44%	72,23%	62,13%
<b>Nueva inversión</b>	<b>1.384</b>	<b>1.252</b>	<b>446</b>	<b>1.540</b>	<b>2.196</b>
% Nueva Inversión	2,14%	1,94%	0,70%	1,92%	2,84%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF Consolidados de CCU.

Dónde las principales inversiones se realizan en el segmento de Chile, llegando a un 5,41% el 2022, seguido por los Negocios Internacionales un 1,55% y el segmento de Vinos un 0,51%.

Finalmente, podemos agregar que CCU contempla invertir el 2023 alrededor de 172.258 millones en el 2023, principalmente en activos de producción, como la construcción de una nueva planta productiva. Además de invertir en planes de distribución, envases y embalajes retornables y activos de marketing. A continuación, en el cuadro 28 vemos la expectativa de CCU de inversión de los próximos 4 años.

Cuadro 28. Planes de inversión de CCU 2023-2026.

En M UF (al valor de UF Dic-22)	2023	2024	2025	2026
Chile	3.054	2.868	2.640	1.546
Negocios Internacionales	1.259	1.172	977	892
Vinos	448	651	739	544
Otros	146	461	395	88
<b>Total Inversiones</b>	<b>4.906</b>	<b>5.151</b>	<b>4.751</b>	<b>3.069</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de la memoria de CCU.



## 5.6. Análisis de crecimiento de la industria

Según un reporte de BCI sobre la industria de bebestibles, se espera que este año 2023 se mantenga el crecimiento de los ingresos visto el 2022, lo cual es un desafío dadas las contracciones del mercado local (para Andina, Embonor y CCU), mientras que para Concha y Toro el desafío es continuar materializando su portafolio de marcas, lo cual es clave para su gestión de costos (BCI, 2022). También se prevé que los volúmenes del sector sigan creciendo, pero menos que el 2022 dado el escenario de menor liquidez para la economía chilena.

Cabe recalcar que el año 2022 varias de las compañías de la industria comenzaron a añadir en sus portafolios de productos los productos de categoría premium, lo cual favorece el precio promedio para estas empresas (BCI, 2022). Esto se traduce en CCU buscando una mejora en sus márgenes a través de dichas acciones.

Se espera que Andina y Embonor se continúen favoreciendo de los acuerdos de distribución de productos, con el plan de continuar expandiendo su portafolio de productos, recalcando su acuerdo con Viña Santa Rita para aumentar su precio promedio (BCI, 2022). Por último, Concha y Toro continuará con su estrategia de marcas premium, fortaleciendo esta estrategia a través de la eliminación de costos extras de transporte y almacenamiento (BCI, 2022).

Es importante destacar que, con cada año que avanzamos, la visión ESG toma más terreno entre las industrias, incluyendo la de bebestibles (visto en la sección 2.2.1 del presente informe), ya que a nivel global de industria, el Acuerdo Climático de París y el Pacto Verde Europeo han impulsado a los países del mundo a tomar cartas en la fijación de objetivos de sustentabilidad (The Food Tech, 2022), lo cual impacta en la industria de bebestibles en la eficiencia energética, minimizar las pérdidas de producto (ineficiencia productiva), optimizar los envasados, reciclar los residuales de manera energética, y la que más impacta ya que es fundamental, la reducción de materia prima consumible como lo es el agua.

Respecto a las ventas de bebidas alcohólicas a nivel global, se espera que para 2025 crezcan un 20% llegando a 46.000 mdl (Euromonitor International, 2022), siendo la cerveza de mayor importancia ya que representa el 90% del consumo de bebidas alcohólicas, mientras que los sectores de destilados y vinos se espera que crezcan 14% y 21%, respectivamente (Euromonitor International, 2022). Incluso, solo la región de Latinoamérica se prevé en la capacidad de alcanzar los 107.000 mdl para el año 2026 en la categoría de bebidas no alcohólicas.

BCI estima que el volumen consolidado de CCU crecerá un 3,64% en 2023 y un 4,17% para 2024, en base al aumento del consumo de cerveza per cápita en Chile y un aumento de producción de cervezas de categoría premium.

Si bien CCU está en un entorno altamente competitivo (dada su participación en bebidas alcohólicas del 67%), se espera que los precios aumenten menos que años anteriores, específicamente que este año aumenten un 0,6% dadas las razones explicadas anteriormente. Es por esto que se espera un margen EBITDA de 14,2% para 2023 y 15,4% para 2024 (BCI, 2022), gracias a que una posible estabilización del peso chileno frente al USD causaría que el precio de los commodities convergen a precios promedios históricos, en conjunto a menores presiones de la inflación dado lo previsto por el BCCh.

A continuación, en el cuadro 29 se adjunta la estimación operacional de CCU por BCI para el año 2023 y 2024:

Cuadro 29. Estimación operacional CCU para los años 2023 y 2024 por BCI.

Datos Operacionales	2021	2022E	2023E	2024E
Ingresos Chile	1.578.151	1,673,349	1,837,528	1,973,356
Ingreso Internacional	678	783	611	727
Ingreso Vinos	262	296	300	306
Otros	-33	-41	-41	-45
<b>Estado de Resultados (MM\$)</b>				
Ingresos Ordinarios	2,484,713	2,711,436	2,707,769	2,961,132
Resultado Operacional	321	231	258	324
Margen Operacional	12.9%	8.5%	9.5%	10.9%
Ebitda	445	358	408	460
Margen Ebitda	17.9%	13.2%	15.1%	15.5%
Ganancia Controladores	199	118	123	175
Margen Neto	8.0%	4.4%	4.5%	5.9%
Utilidad por Acción (\$)	538.9	319.8	333.2	473.8
<b>Tasas de Crecimiento Estimadas</b>				
Ventas	33.8%	9.1%	-0.1%	9.4%
Ebitda	50.1%	-19.6%	14.0%	12.8%
Ganancia Controladores	107.1%	-40.7%	4.2%	42.2%
UPA	107.1%	-40.7%	4.2%	42.2%
<b>Balance (MM\$)</b>				
Activos Corrientes	1,091,372	1,577,581	1,290,019	1,444,048
Activos no Corrientes	1,755,378	1,904,507	2,050,340	2,144,253
Total Activos	2,846,751	3,482,088	3,340,359	3,588,301
Pasivos Corrientes	781	738	788	851

Pasivos no Corrientes	640	1,248,525	999	1,076,970
Total Pasivos	1,421,235	1,986,780	1,786,928	1,927,501
Patrimonio	1,425,515	1,495,308	1,553,430	1,660,800
Total Pasivos + Patrimonio	2,846,751	3,482,088	3,340,359	3,588,301
<b>Flujo de Caja Consolidado (MM\$)</b>				
Ebit	321	231	258	324
(-) Impuesto	91	68	73	91
NOPAT	230	164	185	233
(+) Depreciación	124	126	150	136
(-) Inversión	180	270	172	181
(-) Inversión en K de Trabajo	20	139	-46	57
Flujo de Caja Proyectado	153	-119	209	131
<b>Ratios</b>				
<b>Solvencia</b>				
Leverage	1	1.33	1.2	1.2
Deuda Neta/Ebitda	0.62	1.49	1.2	1.11
Cobertura de Intereses	12.48	4.71	3.36	4.36
Deuda Corriente/Deuda Total	0.55	0.37	0.44	0.44
<b>Rentabilidad</b>				
ROE	15.2%	8.6%	8.6%	11.5%
ROA	7.0%	3.4%	3.7%	4.9%
ROCE	11.5%	6.0%	7.6%	8.8%

Fuente: BCI Corredor de Bolsa.

Respecto al resto de países en los que opera CCU, consideramos importante analizar a Argentina a nivel de industria de bebestibles ya que representa un 26% de los ingresos netos de CCU (el resto de los países como Uruguay, Paraguay y Bolivia en conjunto suman solo un 4% de representatividad de los ingresos de CCU y por eso no se incluyen en el análisis ya que no hay un impacto mayor en los ingresos por el momento comparado con Chile y Argentina).

El caso de Argentina para este año y los siguientes es preocupante, ya que representa un riesgo dada la situación macroeconómica si es que en los siguientes años no mejora, ya que según la calificadora de riesgo internacional Moody's proyectó el crecimiento de Argentina para este año 2023 debido al informe del FMI (Fondo Monetario Internacional) estimando una contracción del PIB real 1,5% para 2023 y un repunte del 1,8% para el 2024; y una inflación del 107% para 2023 y 100% para 2024, lo cual si bien, es una disminución en inflación y "mejora" de la situación, en realidad sigue considerándose como un riesgo (Ámbito, 2023).

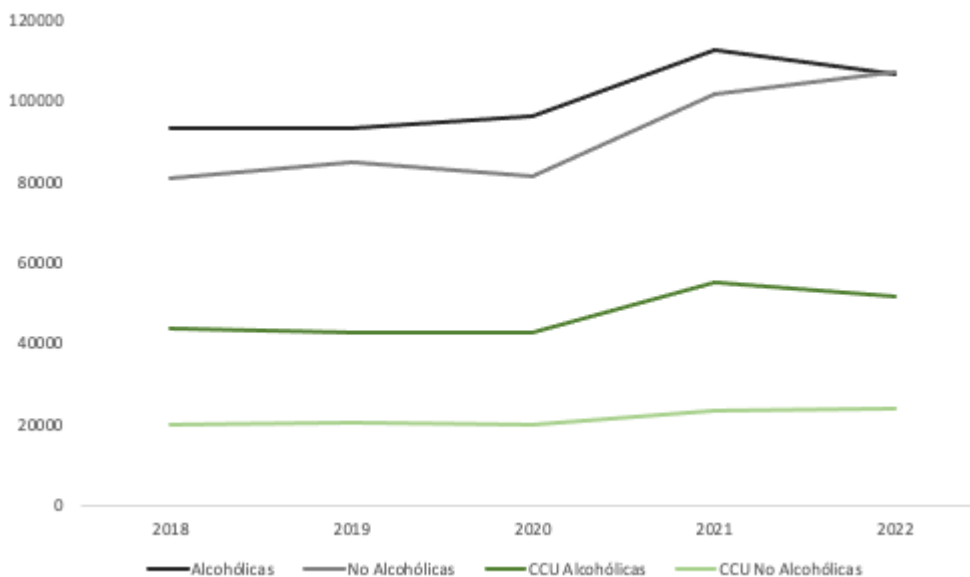
## 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 6.1. Ingresos Operacionales Proyectados

Como se mencionó anteriormente, CCU divide sus operaciones en tres segmentos, “Chile”, “Negocios Internacionales” y “Vinos”. Y, finalmente, en menor medida el segmento “Otros”, el cual se define como los gastos e ingresos correspondientes a Unidades de Apoyo Corporativo (UAC), representando la eliminación de transacciones realizadas entre Segmentos de Operación (CCU, 2023).

Además de aquello, también se cuenta con información por categoría de producto, donde en el gráfico 5 vemos la comparación de los últimos cinco años de los bebestibles alcohólicos y no alcohólicos de CCU y la industria. Donde evidenciamos una alta cuota de mercado, pero con un crecimiento más estancado de CCU frente a la industria.

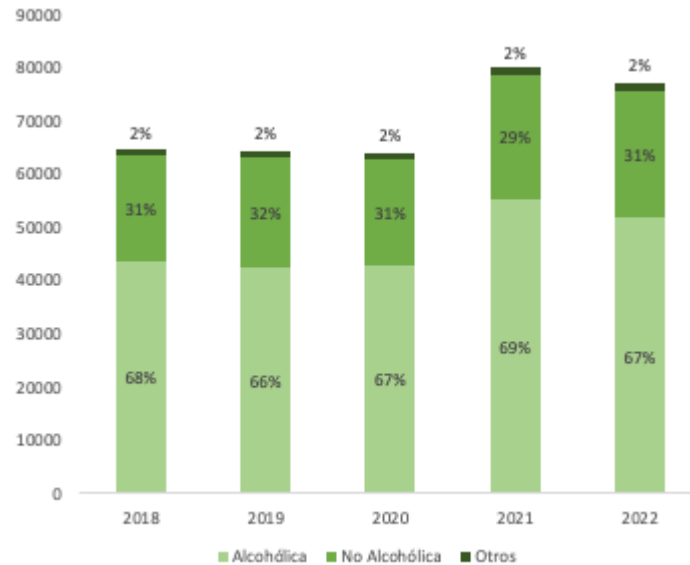
Gráfico 5. Ingresos Históricos por Industria y de CCU para sector alcohólico y no alcohólico para Segmento de Operación Chile.



Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv Eikon y EEFF de 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022 de CCU.

Además, en el gráfico 6 vemos la evolución de los ingresos de CCU por categoría de producto, los cuales se mantienen en proporciones similares en cada año, pero con un aumento en cuantía el 2021 que se mantuvo mayoritariamente el 2022. Factor explicable por un escenario de consumo favorable durante la pandemia.

Gráfico 6. Ingresos Históricos de CCU respecto a tipos de producto alcohólico, no alcohólico y otros.



Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF de CCU para el periodo 2018-2022.

Considerando aquello, para proyectar los ingresos operacionales se consideraron tres factores; 1) Proyecciones de crecimiento de industria ponderado, 2) Proyecciones de Analistas para CCU, 3) Proyección de la Inversión frente a los crecimientos de ingresos por venta. Las que se utilizaron para calcular tasas de crecimiento por unidad de negocio.

Para la unidad de “Chile”, las “Proyecciones de Crecimiento de Industria Ponderado” se calcularon a partir de estimaciones de “Mordor Intelligence” y “Market Data Forecast”, que estimaron crecimientos de 3,23% para productos alcohólicos y de 2,2% para no alcohólicos respectivamente y se ponderaron por sus porcentajes de ventas de CCU por tipo de producto (68,12% alcohólicos y 31,88% no alcohólicos). Finalmente, se calculó un ponderador de la razón de la tasa de crecimiento histórica de 5 años de CCU frente a la industria, entregando una razón de 85,54% (CCU/Industria), indicando que la compañía crece más lento que la industria.

Luego, el ponderador de “Proyecciones de Analistas para CCU” considera las estimaciones de crecimiento de ventas de distintos expertos y obtiene una mediana.

Finalmente, el tercer ponderador calcula la mediana histórica de los crecimientos del ingreso por venta frente a la inversión histórica de cada año, para luego proyectarla según los planes de inversión de la compañía vistos previamente.

A partir de lo mencionado anteriormente, en el cuadro 30 vemos un resumen de los tres estimadores, junto a un promedio equal weight de ellos.

Cuadro 30. Estimadores de crecimiento de ventas para la unidad “Chile”.

	Chile				
	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Proyección Industria	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
Ponderador Industria	85,54%				
Proyección Analistas de CCU	-2,31%	2,31%	4,51%	1,50%	2,77%
Estimador Ingresos por Venta / Inversión	3,16%	2,96%	2,73%	1,60%	2,73%
Estimación Crecimiento	1,11%	2,58%	3,24%	1,86%	2,66%

Fuente: Elaboración propia con datos de CCU, Mordor Intelligence, Market Data Forecast y Refinitiv Eikon.

Proceso similar se realizó en el cuadro 31 para “Negocios Internacionales”:

Cuadro 31. Estimadores de crecimiento de ventas para la unidad “Negocios Internacionales”.

	Negocios Internacionales				
	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Proyección Industria	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
Ponderador Industria	85,10%				
Proyección Analistas de CCU	-2,31%	2,31%	4,51%	1,50%	2,77%
Estimador Ingresos por Venta / Inversión	-2,57%	-2,39%	-1,99%	-1,82%	-1,99%
Estimación Crecimiento	-0,80%	0,80%	1,66%	0,72%	1,08%

Fuente: Elaboración propia con datos de CCU, Mordor Intelligence, Market Data Forecast y Refinitiv Eikon.

Para la unidad “Vinos” utilizamos una tasa de crecimiento anualizada de 4,28% para proyectar el crecimiento de la industria (Mordor Intelligence, 2023). En el cuadro 32 vemos un resumen de los estimadores usados.

Cuadro 32. Estimadores de crecimiento de ventas para la unidad “Vinos”.

	Vinos				
	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Proyección industria	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%
Ponderador Industria	85,10%				
Proyección analistas de CCU	-2,31%	2,31%	4,51%	1,50%	2,77%
Estimador Ingresos por Venta / Inversión	0,68%	0,99%	1,12%	0,83%	0,99%
Estimación crecimiento	0,67%	2,31%	3,09%	1,99%	2,47%

Fuente: Elaboración propia con datos de CCU, Mordor Intelligence y Refinitiv Eikon.

Finalmente, la cuenta “Otros” se proyectó con el supuesto de un crecimiento igual al proyectado por los analistas de CCU.

Con lo anterior mencionado obtenemos las tasas de crecimiento proyectadas nominales, sin embargo, para evaluar los flujos en términos reales se realiza la corrección por paridad de Fisher, que entabla la siguiente relación:

$$(1 + Tasa Real) * (1 + Inflación) = (1 + Tasa Nominal)$$

$$Tasa Real = \frac{1 + Tasa Nominal}{1 + Inflación} - 1$$

Con ello en el cuadro 33 obtenemos las siguientes tasas de crecimiento reales.

Cuadro 33. Estimadores de Crecimiento de Ventas Reales.

	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Expectativas Inflación	3,90%	3,50%	3,00%	3,00%	3,00%
Estimación Crecimiento Real Chile	-2,69%	-0,89%	0,23%	-1,11%	-0,33%
Estimación Crecimiento Real Negocios Internacionales	-4,53%	-2,61%	-1,30%	-2,22%	-1,86%
Estimación Crecimiento Real Vinos	-3,11%	-1,15%	0,09%	-0,98%	-0,52%
Estimación Crecimiento Real Otros	-5,98%	-1,15%	1,46%	-1,46%	-0,22%

Fuente: Elaboración propia con datos de Refinitiv Eikon.

Con las tasas de proyección calculadas es posible proyectar los ingresos de CCU para el periodo 2023-2027, lo cual se plasma en el cuadro 34.

Cuadro 34. Ingresos proyectados de CCU para el periodo 2023-2027 por Segmento de Operación.

En M UF	Chile				
	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Ingresos por ventas	45.097	44.698	44.802	44.306	44.160
Otros Ingresos	711	705	707	699	697
Ingresos por venta entre segmentos	569	564	566	559	557
<b>Total Ingresos</b>	<b>46.377</b>	<b>45.967</b>	<b>46.074</b>	<b>45.564</b>	<b>45.414</b>
Tasa crecimiento estimada	-2,69%	-0,89%	0,23%	-1,11%	-0,33%
<b>Negocios Internacionales</b>					
Ingresos por ventas	20.701	20.160	19.898	19.457	19.095
Otros Ingresos	527	513	507	495	486
Ingresos por venta entre segmentos	52	50	50	48	48
<b>Total Ingresos</b>	<b>21.280</b>	<b>20.724</b>	<b>20.455</b>	<b>20.001</b>	<b>19.629</b>
Tasa crecimiento estimada	-4,53%	-2,61%	-1,30%	-2,22%	-1,86%
<b>Vinos</b>					
Ingresos por ventas	7.418	7.333	7.339	7.267	7.229
Otros Ingresos	189	187	187	185	184
Ingresos por venta entre segmentos	572	565	566	560	557
<b>Total Ingresos</b>	<b>8.178</b>	<b>8.085</b>	<b>8.092</b>	<b>8.012</b>	<b>7.971</b>
Tasa crecimiento estimada	-3,11%	-1,15%	0,09%	-0,98%	-0,52%
<b>Otros</b>					
Ingresos por ventas	-	-	-	-	-
Otros Ingresos	39	38	39	38	38
Ingresos por venta entre segmentos	-922	-912	-925	-912	-910
<b>Total Ingresos</b>	<b>-884</b>	<b>-874</b>	<b>-886</b>	<b>-873</b>	<b>-871</b>
Tasa crecimiento estimada	-5,98%	-1,15%	1,46%	-1,46%	-0,22%
<b>Total</b>					
Ingresos por ventas	73.216	72.191	72.039	71.030	70.484
Otros Ingresos	1.466	1.443	1.439	1.417	1.405
Ingresos por venta entre segmentos	270	268	256	256	253
<b>Total Ingresos</b>	<b>74.952</b>	<b>73.902</b>	<b>73.734</b>	<b>72.704</b>	<b>72.142</b>
Tasa crecimiento estimada	-2,94%	-1,40%	-0,23%	-1,40%	-0,77%

Fuente: Elaboración propia.



## 6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Para la proyección de costos y gastos operacionales se utilizó la tendencia de los últimos tres años frente al total de ingresos, y aquella razón se utilizó para proyectar los siguientes cinco años. En el cuadro 35 vemos el resumen:

Cuadro 35. Costos y Gastos Operacionales proyectados de CCU para el periodo 2023-2027 por Segmento de Operación.

En M UF	Chile				
	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Costos de ventas	24.738	24.519	24.576	24.304	24.224
% sobre total de ingresos	53,34%				
Otros costos y gastos operacionales	15.461	15.325	15.360	15.190	15.140
% sobre total de ingresos	33,34%				
Total costos	40.199	39.844	39.936	39.494	39.364
% sobre total de ingresos	86,68%				
<b>Negocios Internacionales</b>					
Costos de ventas	10.998	10.711	10.571	10.337	10.145
% sobre total de ingresos	51,68%				
Otros costos y gastos operacionales	9.272	9.030	8.912	8.715	8.553
% sobre total de ingresos	43,57%				
Total costos	20.270	19.740	19.484	19.052	18.697
% sobre total de ingresos	95,25%				
<b>Vinos</b>					
Costos de ventas	4.965	4.908	4.912	4.864	4.839
% sobre total de ingresos	60,71%				
Otros costos y gastos operacionales	2.160	2.136	2.138	2.117	2.106
% sobre total de ingresos	26,42%				
Total costos	7.126	7.044	7.050	6.981	6.945
% sobre total de ingresos	87,13%				
<b>Total</b>	<b>67.595</b>	<b>66.628</b>	<b>66.470</b>	<b>65.527</b>	<b>65.006</b>
% sobre total de ingresos	89,69%				

Fuente: Elaboración propia.

Por último, en el cuadro 36 vemos la depreciación y amortización, la cual se estima nuevamente como la relación de los últimos tres años entre depreciación y amortización, e ingresos.

Cuadro 36. Depreciación y Amortización proyectados para CCU por Segmento de Operación para el periodo 2023-2027.

En M UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Segmento de operación Chile	2.222	2.202	2.207	2.183	2.176
% sobre total de ingresos	4,79%				
Segmento de operación Negocios Internacionales	1.134	1.105	1.090	1.066	1.046
% sobre total de ingresos	5,33%				
Segmento de operación Vinos	372	368	368	365	363
% sobre total de ingresos	4,55%				
Otros	111	110	112	110	110
% sobre total de ingresos	-12,60%				
<b>Total</b>	<b>3.840</b>	<b>3.785</b>	<b>3.778</b>	<b>3.724</b>	<b>3.695</b>
% sobre total de ingresos	5,12%				

Fuente: Elaboración propia.

### 6.3. Resultado no operacional proyectado

Para la proyección de resultados no operacionales se usaron los resultados no operacionales históricos del periodo comprendido entre los años 2018 y 2022. Para proyectar los resultados no operacionales se utilizó el promedio histórico de los últimos 3 años para cada cuenta y ese número se mantuvo como una constante para el periodo proyectado entre los años 2023 y 2027 (cuadro 37).

Cuadro 37. Resultados No Operacionales proyectados para el periodo comprendido entre 2023-2027.

En M UF	Resultados no operacionales				
	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Ingresos financieros	410	410	410	410	410
Costos financieros	-1.465	-1.465	-1.465	-1.465	-1.465
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	-199	-199	-199	-199	-199
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-271	-271	-271	-271	-271
Resultado por unidades de reajuste	34	34	34	34	34
<b>Total</b>	<b>-1.491</b>	<b>-1.491</b>	<b>-1.491</b>	<b>-1.491</b>	<b>-1.491</b>
En relación a los ingresos	-1,99%	-2,02%	-2,02%	-2,05%	-2,06%

Fuente: Elaboración propia.

### 6.4. Impuesto corporativo proyectado

La tasa de impuesto corporativo utilizada considera que las operaciones de CCU están concentradas en su mayoría en Chile, además de los acuerdos de doble tributación con ciertos países en los que opera nos permiten utilizar un 27% constante para el periodo de proyección comprendido entre los años 2023-2027.

## 6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Finalmente, la proyección del EERR de CCU considera las cuentas previamente mencionadas de ingresos operacionales, costos y gastos operacionales, resultados no operacionales, entre otras cuentas. En el cuadro 38 vemos un resumen.

Cuadro 38. EERR proyectado en miles de UF.

En M UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Ingreso por ventas	74.952	73.902	73.734	72.704	72.142
Costos de ventas	40.701	40.138	40.060	39.505	39.208
Margen bruto	34.251	33.764	33.674	33.198	32.934
Otros costos y gastos operacionales	26.894	26.490	26.410	26.021	25.798
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.357	7.274	7.264	7.177	7.136
Ingresos financieros	410	410	410	410	410
Costos financieros	-1.465	-1.465	-1.465	-1.465	-1.465
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	-199	-199	-199	-199	-199
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-271	-271	-271	-271	-271
Resultado por unidades de reajuste	34	34	34	34	34
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	5.866	5.783	5.773	5.686	5.645
Impuestos a las ganancias (27%)	-1.584	-1.561	-1.559	-1.535	-1.524
Utilidad (pérdida) del ejercicio	4.282	4.222	4.214	4.151	4.121

Fuente: Elaboración propia.

### 6.5.1. Supuestos Utilizados

A continuación, se detallan los supuestos utilizados:

- Los ponderadores de crecimiento de industria esperado, proyecciones analistas, y el estimador ingresos / Inversión mencionados previamente son buenos predictores y de misma relevancia.

- Las unidades de negocios de Chile y Negocios Internacionales tienen portafolios de venta de productos alcohólicos y no alcohólicos de ponderación similar.
- Las cuentas que no corresponden a ingresos operacionales se pueden predecir correctamente con la relación de los últimos tres años de la cuenta en cuestión frente a los ingresos del segmento.
- La inversión en reposición es igual a la depreciación proyectada de cada año.

## 6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

En el cuadro 39 se observa el EERR proyectado de forma porcentual en relación con los ingresos por ventas.

Cuadro 39. EERR proyectado de manera porcentual.

	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Ingreso por ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de ventas	54,30%	54,31%	54,33%	54,34%	54,35%
Margen bruto	45,70%	45,69%	45,67%	45,66%	45,65%
Otros costos y gastos operacionales	35,88%	35,84%	35,82%	35,79%	35,76%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	9,82%	9,84%	9,85%	9,87%	9,89%
Ingresos financieros	0,55%	0,55%	0,56%	0,56%	0,57%
Costos financieros	-1,95%	-1,98%	-1,99%	-2,02%	-2,03%
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	-0,27%	-0,27%	-0,27%	-0,27%	-0,28%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-0,36%	-0,37%	-0,37%	-0,37%	-0,38%
Resultado por unidades de reajuste	0,04%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	7,83%	7,83%	7,83%	7,82%	7,82%
Impuestos a las ganancias (27%)	-2,11%	-2,11%	-2,11%	-2,11%	-2,11%
Utilidad (pérdida) del ejercicio	5,71%	5,71%	5,72%	5,71%	5,71%

Fuente: Elaboración propia.

## 7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

En la siguiente sección se proyectan los flujos de caja libre, considerando el EBIT después de impuestos, la depreciación y amortización, la inversión de reposición, las nuevas inversiones, y la liberación (o inversión) de capital.

### 7.1. Inversión en Reposición

Se considera que CCU necesita reponer el capital depreciado y amortizado, por lo que utilizaremos como parámetro de la inversión en reposición las proyecciones realizadas de la cuenta “Depreciaciones y amortizaciones”, en el cuadro 40 podemos ver las proyecciones de la cuenta:

Cuadro 40. Proyección de inversión de reposición.

En M UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Depreciaciones y amortizaciones	3.840	3.785	3.778	3.734	3.699

Fuente: Elaboración propia.

### 7.2. Nuevas Inversiones de Capital

En cuanto a las nuevas inversiones que realiza CCU utilizamos los planes de inversión mencionados en el cuadro 28 y su tasas históricas de inversiones, para luego proyectarlas, en el cuadro 41 vemos la proyección final de las nuevas inversiones:

Cuadro 41. Nueva inversión proyectada de CCU.

En M UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Total inversiones	4.906	5.151	4.751	4.936	4.469
% sobre total de ingresos	7,01%				
Inversión en reposición	3.840	3.785	3.778	3.724	3.695
Nueva inversión	1.066	1.365	973	1.212	
% Nueva inversión frente ventas	1,42%	1,85%	1,32%	1,67%	

Fuente: Elaboración propia.

### 7.3. Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Operativo

#### Neto

A continuación, para proyectar la variación del capital de trabajo operativo neto utilizamos como supuesto que se mantendría como un porcentaje estable en el tiempo respecto a los ingresos operacionales, el cual fue definido por el promedio de los últimos tres años, en el cuadro 42 vemos el resumen:

Cuadro 42. Proyección de inversión de capital de trabajo operativo neto.

En M UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
CTON	8.171	8.056	8.038	7.926	7.864
% sobre total de ingresos	10,90%				
Variación CTON	114	18	112	61	

Fuente: Elaboración propia.

### 7.4. Flujos de Caja Libre proyectados y Valor Terminal

A partir de lo calculado anteriormente podemos estimar los Flujos de caja libre no descontados de CCU de los siguientes cinco años, en el cuadro 43 vemos el resumen:

Cuadro 43. Proyección de los flujos de caja libre.

En M UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
EBIT (después de impuestos)	5.371	5.310	5.303	5.239	5.209
+ Depreciación y amortización	3.840	3.785	3.778	3.724	3.695
- Inversión de reposición	3.840	3.785	3.778	3.724	3.695
- Nuevas Inversiones	1.066	1.365	973	1.212	0
+ Liberación (Inversión) de CTON	114	18	112	61	0
Flujos de caja libre	4419	3963	4442	4089	5209

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, para determinar el valor terminal de los flujos futuros se realizó una perpetuidad utilizando como referencia el flujo del 2027, supuesto frecuentemente utilizado en empresas de tamaño mediano y grande en mercados emergentes. Por lo que el valor terminal en valor  $t=2027$  es:

$$VT_{2027} = \frac{FCL_{2027}}{K_0} = \frac{5.209}{6,03\%} = 86.401 (M UF)$$

## 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

En esta sección a partir de lo calculado anteriormente estimaremos el precio de la acción a partir de los flujos proyectados de CCU, además de realizar un análisis de sensibilidad de las variables críticas utilizadas para la proyección.

### 8.1. Valor Presente de los Flujos de Caja Libres

En el cuadro 44 vemos un resumen de los flujos de caja libre y el valor terminal mencionado en la sección anterior. Con ello los flujos se descuentan al costo de capital calculado en la sección cuatro para traerlos a valor presente, y finalmente, estos se sumaron consiguiendo así el valor presente final:

Cuadro 44. Valor presente de CCU proyectado.

En M UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Flujos de caja libre	4.419	3.963	4.442	4.089	5.209
Valor Terminal					86.401
Tasa descuento (%)	6,03%				
Valor presente FCL	4.168	3.525	3.726	3.235	68.363
Valor presente Total	83.017				

Fuente: Elaboración propia.

Dado aquello estimamos un valor económico de CCU excluyendo el exceso (déficit) de CTON y activos prescindibles de 83.017.022 UF

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

Para determinar el déficit o exceso de capital de trabajo lo estimamos según el capital de trabajo observado que tiene la empresa y el que va a necesitar el periodo siguiente. Como observamos anteriormente en el cuadro 25 el capital de trabajo operativo neto del 2022 era de 12.166 M UF, y como se estimó en el cuadro 46 el 2023 se necesitan 8.171 M UF. Dando como resultado un exceso de capital de trabajo operativo de 3.995 M UF. En el cuadro 45 vemos un resumen de lo mencionado:

Cuadro 45. Exceso de capital de trabajo operativo neto.

En M UF



CTON real al 31-12-2022	12.166
CTON Proyectado	8.171
Exceso de CTON	3.995

Fuente: Elaboración propia.

### 8.3. Activos Prescindibles y Otros Activos

Como se mencionó en la sección 5, los activos prescindibles no influyen en las actividades operacionales de CCU, y que además, como indica su nombre, se puede prescindir de ellos. Se componen por las cuentas “Efectivo y equivalentes al efectivo”, “Otros activos financieros”, “Cuentas por cobrar a entidades relacionadas”, “Activos no corrientes mantenidos para la venta”, “Otros activos financieros”, “Cuentas por cobrar a entidades relacionadas”, “Plusvalía” y “Propiedades de inversión”.

En el cuadro 46 vemos un resumen de las cuentas al 31 de diciembre del 2022:

Cuadro 46. Activos Prescindibles de CCU.

En M UF	Al 31-12-2022
Efectivo y equivalentes al efectivo	17.006
Otros activos financieros	1.300
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	177
Activos no corrientes mantenidos para la venta	57
Otros activos financieros	1.055
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1
Propiedades de inversión	293
<b>Total</b>	<b>19.890</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 8.4. Valorización Económica de la Empresa

A partir de lo mencionado anteriormente podemos realizar la valorización económica de CCU por el método de flujos de caja descontados. En el cuadro 47 vemos los valores relevantes para aquello.

Cuadro 47. Valorización económica de CCU.

Al 31 de diciembre de 2022
----------------------------

Valor presente FCL	83.017
Exceso (déficit) CTON (en M\$ UF)	3.995
Activos prescindibles y otros activos (en M\$ UF)	19.890
Valor total de activo (en M\$ UF)	106.902
Deuda Financiera (en M\$ UF)	39.931
Patrimonio Económico (en M\$ UF)	66.971
Número de acciones	369.502.872
Precio acción estimado (en M\$ UF)	0,1812
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	6.364
Precio acción real en CLP	5.665
Diferencia de precios (en %)	12,33%

Fuente: Elaboración propia.

Vista la valorización económica de CCU vemos un precio de acción proyectada (valor intrínseco) de \$6.364 CLP, cifra que contrasta en un 12,33% con el precio de acción observada de \$5.665 CLP.

A lo que surge la pregunta ¿Por qué la diferencia entre el precio de la acción de CCU y su estimación?

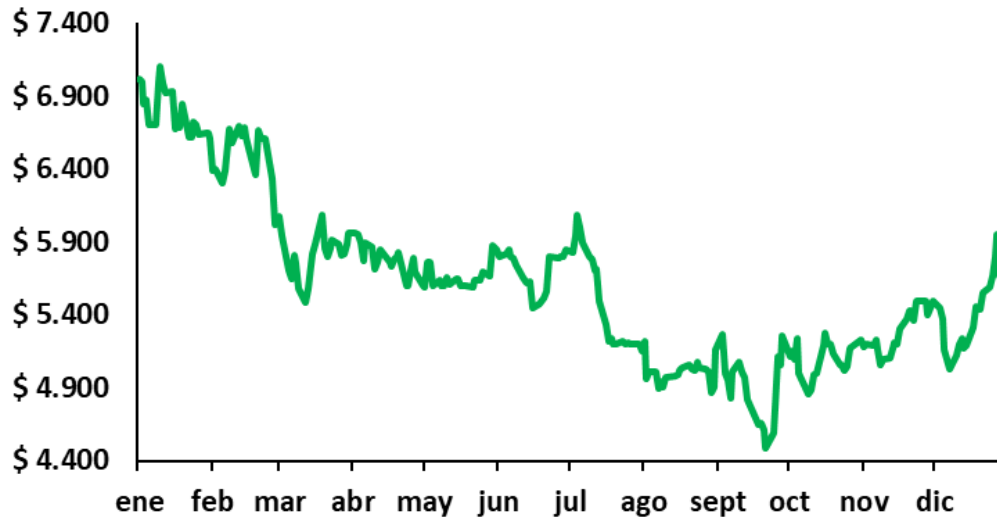
A través de una entrevista en Bloomberg Línea al presidente de Renta4, Juan Carlos Ureta, se destaca que la inversión en el país ha experimentado fallos en los últimos años. Aunque Chile exhibe una sólida estructura de productividad, la confianza inversora se ha visto mermada debido a la incertidumbre en los aspectos regulatorios y políticos. Según Ureta, la inversión chilena, respaldada por fundamentos sólidos, se ve infravalorada en el mercado de inversiones, creando un escenario donde la bolsa chilena se presenta como una oportunidad atractiva debido a su actual bajo precio (Bloomberg Línea, 2023).

Esto refleja un descuento histórico en el patrimonio chileno, el cual llega a reflejar la diferencia de valor intrínseco y precio bursátil que observamos a través de nuestro análisis.

Una vez mencionado aquello, a continuación, en el gráfico 7 vemos la evolución del precio de acción de CCU durante el 2022, donde observamos una tendencia a la baja generalizada, llegando a un mínimo en septiembre. Mientras que en el gráfico 8 vemos el comportamiento del precio de la acción 3 meses posterior a la valorización, donde en general obtuvo una apreciación en su valor. Indicando la posibilidad de una recuperación del valor de la acción de CCU.

Gráfico 7. Evolución del precio de la acción de CCU durante el 2022.

### Evolución del precio de la acción de CCU 2022



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing.com.

Gráfico 8. Evolución del precio de la acción de CCU durante el 1 de enero del 2023 al 31 de marzo del 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing.com.

### 8.5. Análisis de Sensibilidad

En los cuadros 48 y 49 se observa el análisis de sensibilidad, donde varía la tasa de crecimiento estimada de los ingresos entre -1,5% menos de lo estimado a 1,5% más de lo estimado. Además de variar la tasa de descuento del valor calculado. Manteniendo en general la perspectiva optimista de la acción.

Cuadro 48. Sensibilidad del precio de la acción proyectado frente a variaciones de la tasa de crecimiento de ventas proyectada y cambios de la tasa de descuento.

En M\$ UF	Variación de tasa de crecimiento							
	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	
Tasa de descuento	4,55%	8.335	8.576	8.821	9.071	9.326	9.585	9.850
	5,05%	7.332	7.547	7.765	7.988	8.216	8.447	8.683
	5,55%	6.511	6.704	6.901	7.102	7.307	7.515	7.728
	6,05%	5.826	6.002	6.181	6.364	6.549	6.739	6.931
	6,55%	5.247	5.408	5.572	5.739	5.909	6.082	6.258
	7,05%	4.751	4.899	5.050	5.203	5.359	5.518	5.680
	7,55%	4.321	4.458	4.597	4.739	4.884	5.031	5.180

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 49. Sensibilidad del retorno de la acción proyectado frente a variaciones de la tasa de crecimiento de ventas proyectada y cambios de la tasa de descuento (%).

Porcentaje de retorno	Variación de tasa de crecimiento						
	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%
4,55%	47,13%	51,38%	55,71%	60,13%	64,62%	69,21%	73,87%
5,05%	29,42%	33,21%	37,08%	41,01%	45,03%	49,11%	53,27%
5,55%	14,93%	18,35%	21,83%	25,37%	28,98%	32,66%	36,41%
6,05%	2,85%	5,95%	9,11%	12,33%	15,61%	18,95%	22,35%
6,55%	-7,37%	-4,53%	-1,64%	1,30%	4,30%	7,35%	10,46%
7,05%	-16,13%	-13,52%	-10,86%	-8,15%	-5,40%	-2,59%	0,27%
7,55%	-23,72%	-21,31%	-18,85%	-16,34%	-13,79%	-11,20%	-8,56%

Fuente: Elaboración propia.

Como observamos mayoritariamente se mantiene una perspectiva favorable del valor de CCU, sin embargo, ante mayores aumentos en la tasa de descuento no logramos estimar un descuento o premio de la acción concluyente.

## 9. Conclusión

En el presente informe se valorizó económicamente la empresa Compañía Cervecerías Unidas (CCU) a través del método de Flujo de Caja Descontado al 31 de diciembre de 2022. A partir de ello se proyectaron los flujos futuros y se descontaron a una tasa WACC del 6,03% real.

Como resultado, se determinó un valor económico de los activos de 106.902 M UF, y de patrimonio económico de 66.971 M UF. Estimando así un valor intrínseco de la acción de 6.364 CLP, 12,33% mayor que el valor bursátil observado.

Finalmente, a través del análisis de sensibilidad, que ajustó por distintas tasas de crecimiento de ventas y de tasa de descuento, se determinó que las estimaciones son sensibles ante fuertes aumentos en la tasa de descuento, o castigos a la tasa de crecimiento de las ventas.

## 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. *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](https://ccuinvestor.com/ccu_contenido/uploads/2023/03/Estados_financieros_PDF90413000_202212.pdf)
10. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
11. 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>
12. 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>
13. Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
14. Global Economic Prospects. (2023). World Bank - Retrieved July 10, 2023, from <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5443e6bba11cd7fa7c0c678a20edd4dd-0350012023/related/GEP-June-2023-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>
15. *INDUSTRIA DE ALIMENTOS Y BEBIDAS: REPORTE SECTORIAL*. (2022). Feller Rate. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.feller-rate.com/general2/articulos/artalimentos2201.pdf>
16. 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>

17. 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/>
18. 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>
19. Maolis Castro (2023) Por qué las acciones chilenas estarían “infravaloradas”, según el presidente de Renta4. Bloomberg Línea. <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/chile/por-que-las-acciones-chilenas-estarian-infravaloradas-segun-el-presidente-de-renta4/>
20. *Marco Normativo - Memoria Anual (págs. 104-116)*. (2022). CCU. Retrieved May 10, 2023, from <https://www.ccu.cl/publicaciones/memoria-anual-2022/>
21. Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.
22. MERCADO DEL VINO: CRECIMIENTO, TENDENCIAS, IMPACTO DE COVID-19 Y PRONÓSTICOS (2023 - 2028) (s.f). <https://www.mordorintelligence.com/es/industry-reports/wine-market#:~:text=Se%20proyecta%20que%20el%20mercado,de%20pron%C3%B3stico%2C%202022%2D2027.>
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](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\\_R](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_R)

[PCH,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](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\\_PDF90413000\\_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>

## 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

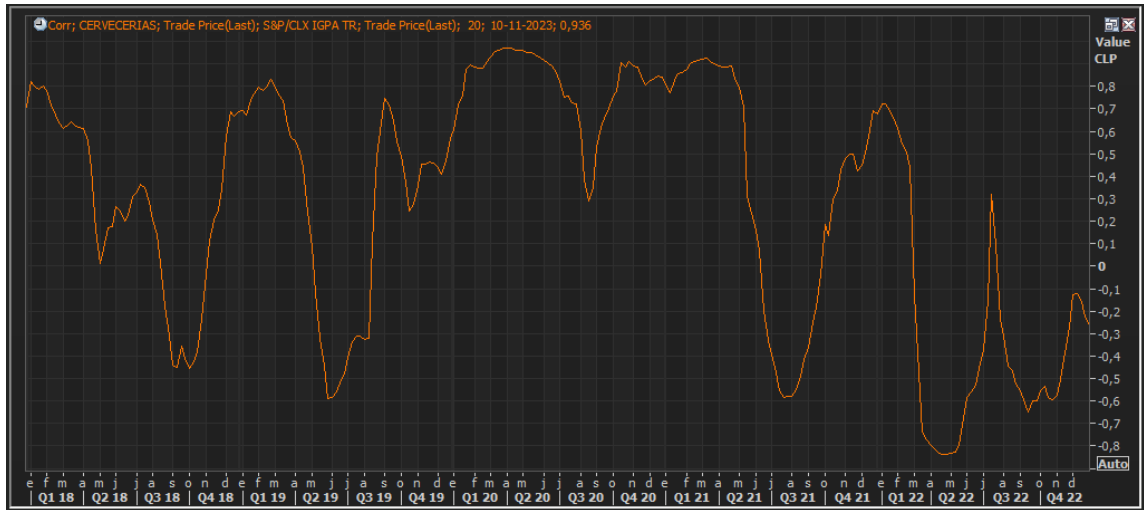
Fuente: Refinitiv Eikon.

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

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

Fuente: Refinitiv Eikon.

#### Anexo 4. Correlación CCU e IGPA recopilada de Refinitiv Eikon.



Anexo 5. Estado de resultados en M\$ UF de CCU.

En M\$ UF	2018	2019	2020	2021	2022
Revenue	64.692	64.378	63.900	80.173	77.226
Impairment - Fixed Assets			207		62
GL on Sale of Tangible & Intangible FA	(89)	(180)	(17)	(13)	(26)
Derivatives contracts results	(185)	(171)	212	(286)	286
Cost of sales	31.199	32.085	33.850	41.674	43.147
Higher value on purchase of assets		(107)	(58)		
Claims Recovery	(30)	(3)	(4)	(5)	(5)
Sale of glass	(27)	(33)	(15)	(23)	(40)
Rental Income, Net	(10)	(11)	(6)	(10)	(20)
Others	(390)	(571)	(622)	(330)	(59)
Market value securities	5	10	3	(0)	3
Other operating income/(expenses)	34	157	28	(23)	9
Marketing Expense					
Distribution Costs	11.405	11.570	11.596	14.152	14.360
Administration Expense	5.528	4.838	4.775	5.208	5.338
Amort. of Goodwill					
Early Termination License	(7.741)				
Other operating Expenses	7.844	8.530	7.924	9.167	7.939
Total Operating Expense	47.542	56.114	57.874	69.510	70.994
Interest Capitalized	22	32	37	35	23
Net financial expenses	(877)	(1.011)	(1.026)	(1.185)	(2.185)
Financial Income	573	463	119	460	651
Equity in Joint Venture	(392)	(580)	(290)	7	(313)
Monetary units adjustments	27	(292)	(15)	82	34
Foreign Exchange Gain/Loss - Non-Business	120	(320)	88	(327)	(575)
Net Income Before Taxes	16.822	6.557	4.940	9.734	3.866
Provision for Income Taxes	4.938	1.412	1.218	2.666	8
Net Income After Taxes	11.684	5.145	3.722	7.068	3.859
Minority Interest - Continuing Operation	(551)	(548)	(414)	(642)	(493)
Net Income Before Extra. Items	11.133	4.597	3.308	6.426	3.366
Net Income	11.133	4.597	3.308	6.426	3.366
Income Available to Com Excl ExtraOrd	11.133	4.597	3.308	6.426	3.366
Income Available to Com Incl ExtraOrd	11.133	4.597	3.308	6.426	3.366
Basic Weighted Average Shares	13	13	13	12	11
Basic EPS Excluding ExtraOrdinary Items	0	0	0	0	0
Basic EPS Including ExtraOrdinary Items	0	0	0	0	0
Diluted Net Income	11.133	4.597	3.308	6.426	3.366
Diluted Weighted Average Shares	13	13	13	12	11
Diluted EPS Excluding ExtraOrd Items	0	0	0	0	0
Diluted EPS Including ExtraOrd Items	0	0	0	0	0
DPS-Ordinary Shares	0	0	0	0	0
Gross Dividends - Common Stock	6.680	3.328	2.481	7.714	1.683
Normalized Income Before Taxes	8.792	6.377	5.130	9.721	3.902
Inc Tax Ex Impact of Sp Items	2.612	1.373	1.265	2.663	8
Normalized Income After Taxes	6.180	5.004	3.865	7.058	3.895
Normalized Inc. Avail to Com.	5.629	4.456	3.451	6.417	3.402
Basic Normalized EPS	0	0	0	0	0
Diluted Normalized EPS	0	0	0	0	0
Depr of Fin Lease R/O Use Assets-Supple		202	200	241	276
Net financial expenses	855	979	988	1.151	2.163
Personnel expenses	8.421	8.376	9.080	10.165	9.932
Advertising Expense	4.281	4.164	3.642	4.689	4.027
Amort of Intangibles	110	122	86	113	131
Depreciation expense	3.272	3.812	3.664	3.900	3.472
Minority Interest - Continuing Operation	(551)	(548)	(414)	(642)	(493)
Equity in Joint Venture	(392)	(580)	(290)	7	(313)
Rental Expense, Supplemental	643	452	518	567	663
Interest Capitalized, Supplemental	(22)	(32)	(37)	(35)	(23)
Current Tax - Total	474				
Current Tax/Provision		1.537	1.671	3.072	1.103
Current Tax - Other (KFAS/NLST)		(45)	26	(41)	(3)
Current Tax - Total	474	1.492	1.697	3.030	1.100
Deferred Tax - Domestic		288	(237)	(440)	(654)
Deferred Tax - Total	4.488				
Tax benefits/(losses)		(417)	(188)	79	(439)
Adjustments compared to the prev year		49	(54)	(16)	32
Rate change effect				12	
Deferred Tax - Total	4.488	(80)	(479)	(364)	(1.092)
Other Tax - Deferred/Current	(23)				
Income Tax - Total	4.938	1.412	1.218	2.666	8
Prior Service Cost	11	33	22	106	17
Other Pension, Net	244	142	206	190	207
Service Cost	78	87	106	96	105
Domestic Pension Plan Expense	333	262	334	393	329
Total Pension Expense	333	262	334	393	329

Anexo 6. Estado de resultados de CCU como porcentaje de ventas.

	2018	2019	2020	2021	2022
Revenue	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Impairment - Fixed Assets			0,32%		0,08%
GA on Sale of Tangible & Intangible FA	-0,14%	-0,28%	-0,03%	-0,02%	-0,03%
Derivatives contracts results	-0,29%	-0,27%	0,33%	-0,36%	0,37%
Cost of sales	48,23%	49,84%	52,97%	51,98%	55,87%
Higher value on purchase of assets		-0,17%	-0,09%		
Claims Recovery	-0,05%	0,00%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
Sale of glass	-0,04%	-0,05%	-0,02%	-0,03%	-0,05%
Rental Income, Net	-0,01%	-0,02%	-0,01%	-0,01%	-0,03%
Others	-0,60%	-0,89%	-0,97%	-0,41%	-0,08%
Market value securities	0,01%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
Other operating income/(expenses)	0,05%	0,24%	0,04%	-0,03%	0,01%
Marketing Expense					
Distribution Costs	17,63%	17,97%	18,15%	17,65%	18,59%
Administration Expense	8,54%	7,52%	7,47%	6,50%	6,91%
Amort. of Goodwill					
Early Termination License	-11,97%				
Other operating Expenses	12,13%	13,25%	12,40%	11,43%	10,28%
Total Operating Expense	73,49%	87,18%	90,57%	86,70%	91,93%
Interest Capitalized	0,03%	0,05%	0,06%	0,04%	0,03%
Net financial expenses	-1,36%	-1,57%	-1,60%	-1,48%	-2,83%
Financial income	0,89%	0,72%	0,19%	0,57%	0,84%
Equity in Joint Venture	-0,61%	-0,90%	-0,45%	0,01%	-0,40%
Monetary units adjustments	0,04%	-0,45%	-0,02%	0,10%	0,04%
Foreign Exchange Gain/Loss - Non-Busin	0,19%	-0,50%	0,14%	-0,41%	-0,74%
Net Income Before Taxes	25,69%	10,18%	7,73%	12,14%	5,01%
Provision for Income Taxes	7,63%	2,19%	1,91%	3,33%	0,01%
Net Income After Taxes	18,06%	7,99%	5,82%	8,82%	5,00%
Minority Interest - Continuing Operation	-0,85%	-0,85%	-0,65%	-0,80%	-0,64%
Net Income Before Extra. Items	17,21%	7,14%	5,18%	8,02%	4,36%
Net Income	17,21%	7,14%	5,18%	8,02%	4,36%
Income Available to Com. Excl. ExtraOrd	17,21%	7,14%	5,18%	8,02%	4,36%
Income Available to Com. Incl. ExtraOrd	17,21%	7,14%	5,18%	8,02%	4,36%
Basic Weighted Average Shares	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%
Basic EPS Excluding ExtraOrdinary Items	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Basic EPS Including ExtraOrdinary Items	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diluted Net Income	17,21%	7,14%	5,18%	8,02%	4,36%
Diluted Weighted Average Shares	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%
Diluted EPS Excluding ExtraOrd Items	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diluted EPS Including ExtraOrd Items	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
DPS-Ordinary Shares	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gross Dividends - Common Stock	10,33%	5,17%	3,88%	9,62%	2,18%
Normalized Income Before Taxes	13,59%	9,91%	8,03%	12,12%	5,05%
Inc Tax Ex Impact of Sp Items	4,04%	2,13%	1,98%	3,32%	0,01%
Normalized Income After Taxes	9,55%	7,77%	6,05%	8,80%	5,04%
Normalized Inc. Avail to Com.	8,70%	6,92%	5,40%	8,00%	4,40%
Basic Normalized EPS	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diluted Normalized EPS	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Depr of Fin Lease R/O Use Assets-Suppl		0,31%	0,31%	0,30%	0,36%
Net financial expenses	1,32%	1,52%	1,55%	1,44%	2,80%
Personnel expenses	13,02%	13,01%	14,21%	12,68%	12,86%
Advertising Expense	6,62%	6,47%	5,70%	5,85%	5,22%
Amort of Intangibles	0,17%	0,19%	0,13%	0,14%	0,17%
Depreciation expense	5,06%	5,92%	5,73%	4,86%	4,50%
Minority Interest - Continuing Operation	-0,85%	-0,85%	-0,65%	-0,80%	-0,64%
Equity in Joint Venture	-0,61%	-0,90%	-0,45%	0,01%	-0,40%
Rental Expense, Supplemental	0,99%	0,70%	0,81%	0,71%	0,86%
Interest Capitalized, Supplemental	-0,03%	-0,05%	-0,06%	-0,04%	-0,03%
Current Tax - Total	0,73%				
Current Tax Provision		2,39%	2,61%	3,83%	1,43%
Current Tax - Other (K FAS/NLST)		-0,07%	0,04%	-0,05%	0,00%
Current Tax - Total	0,73%	2,32%	2,66%	3,78%	1,42%
Deferred Tax - Domestic		0,45%	-0,37%	-0,55%	-0,89%
Deferred Tax - Total	6,94%				
Tax benefits/(losses)		-0,65%	-0,29%	0,10%	-0,57%
Adjustments compared to the prev year		0,08%	-0,08%	-0,02%	0,04%
Rate change effect				0,02%	
Deferred Tax - Total	6,94%	-0,12%	-0,75%	-0,45%	-1,41%
Other Tax - Deferred/Current	-0,04%				
Income Tax - Total	7,63%	2,19%	1,91%	3,33%	0,01%
Prior Service Cost	0,02%	0,05%	0,04%	0,13%	0,02%
Other Pension, Net	0,38%	0,22%	0,32%	0,24%	0,27%
Service Cost	0,12%	0,13%	0,17%	0,12%	0,14%
Domestic Pension Plan Expense	0,51%	0,41%	0,52%	0,49%	0,43%
Total Pension Expense	0,51%	0,41%	0,52%	0,49%	0,43%