



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

***Valuación del Capital Accionario de
Compañía Cervecería Unidas, S.A.***

Autor: Fabricio Iván Medard
DNI: 36.355.405

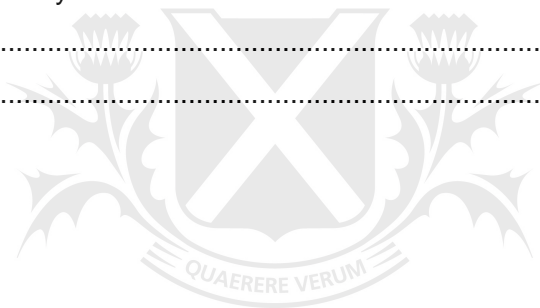
Director de Tesis: Javier Epstein

Buenos Aires, Argentina – 18 de Junio de 2020.

Indice

Resúmen:.....	4
Historia Breve de la Compañía.	5
Segmentos de Operación:.....	8
Segmento Chile:.....	8
Segmento Negocio Internacional:	8
Segmento Vinos:	10
Resultados CCU S.A.....	11
Capital Accionario:	13
Desempeño del Precio de la acción en el mercado:	15
Plantas Productivas:	16
Mercado de Bebidas (Alcohólicas y No Alcohólicas):	22
Cerveza:	23
Vinos:.....	27
Bebidas Espirituales (Spirits):.....	29
Perspectiva General del Mercado en Sudamerica.....	34
Participación CCU:	36
Riesgos del Negocio Compañía Cervecerías Unidas:.....	38
Riesgo de Precio Materias Primas:.....	38
Riesgo de Crédito:.....	39
Riesgo Impositivo	39
Riesgo de liquidez	40
Riesgo Relativo a Chile:	40
Riesgo Relativo a Argentina:	41
Riesgo General: Algunos riesgos se detallan a continuación:.....	41
Evolución del Negocio y Análisis de Crecimiento:.....	42
Análisis Operatividad y Rentabilidad:	42
Análisis de Ratios.....	49
Evolución de Ratios de CCU	49
Comparación: CCU S.A vs. Pares del Mercado	51
Valuación de Compañía Cervecerías Unidas S.A a través del Método Flujos de Fondos Descontados.	53
Proyección Estado de Resultados:.....	55

a) Escenario Base:.....	68
b) Escenario Optimista:.....	68
c) Escenario Pesimista:	68
Valuación de Compañía de Cervecerías Unidas por Múltiplos de Mercado.....	69
Apéndice A: Modelo de Flujo de Caja Descontado (Escenario Normal).....	73
Apéndice B: Modelo de Flujo de Caja Descontado (Escenario Optimista)	74
Apéndice C: Modelo de Flujo de Caja Descontado (Escenario Pesimista).....	75
Anexo 1 Ventas:	76
Anexo 2: Retornos sobre Activo y Patrimonio CCU S.A:	77
Anexo 3: Ventas Bebidas Alcohólicas en América del Sur	77
Anexo 4: Compañía Cervecerías Unidas S.A últimos 20 años de adquisiciones.	78
Anexo 5: Evolución Activos y Pasivos:	79
Glosario.....	83
Bibliografía:	84



Universidad de
SanAndrés

Resumen:

El objeto del presente informe es presentar el análisis financiero y valuación del capital accionario de la empresa Compañías de Cervezas Unidas S.A comúnmente conocidas por sus siglas “CCU”. Empresa de origen chileno que opera en gran parte de Sudamérica, dedicada a la industria de bebidas alcohólicas y no alcohólicas.

Se realiza en primera medida un análisis de la situación actual y esperada para Compañía Cervecerías Unidas S.A en el mercado sudamericano y global; afines de evaluar la misma, respecto a compañías comparables de la industria. El motivo de dicho estudio es proyectar situaciones o eventos futuros acertados que posibiliten establecer a modo de simulación los flujos efectivos de la firma.

Luego se valúa el valor del capital accionario de Compañía Cervecerías Unidas S.A a la fecha, 31 de diciembre de 2019. En calidad de esta valuación se utilizará dos distintas metodologías. Por un lado, el método de Flujo de Fondos Descontados (en inglés Discounted Cash Flow “DCF”), para lo cual, evaluaremos los Flujos de fondos libres de la compañía. Y por otro, el método de valuación por múltiplos comparables. Se utilizará como ratio de valuación el EV/EBITDA ratio. Este método se considera acorde para la industria y la práctica financiera sobre todo cuando hay un valor entre las firmas bastante dispar.

Para el método de Flujo de Fondos Descontados se utilizan los Flujos de Fondos Libres (FCFF) de la firma proyectados. Los mismo serán descontados en el tiempo a la tasa de descuento del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) en base al modelo “Capital Asset Pricing Model” (CAPM)¹.

Como resultado de este ejercicio se obtiene un valor del capital accionario de Compañía Cervecerías Unidas de US\$ 7,78 por acción al 31 de diciembre de 2019.

Para la utilización del ratio EV/EBITDA, es necesario también una muestra de empresas comparables a Compañías de Cervecerías Unidas S.A pertenecientes al mismo segmento de bebidas que se encuentren en un mercado líquido. Como resultado de este ejercicio, se obtiene un valor del capital accionario de CCU S.A de US\$ 8,02 por acción al 31 de diciembre de 2019. Los análisis de sensibilidad realizados a ambos métodos indican, tentativamente, que el valor del capital accionario puede variar entre US\$6,73 y US\$9,32 por acción al aplicarse algunos cambios supuestos de valuación.

¹ El Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo de valoración de activos que determina la rentabilidad que debe exigir un inversor sobre un activo financiero en función del riesgo que está asumiendo. Este modelo establece que la prima de riesgo esperada es proporcional a su Beta. Esto significa que cada inversión debe encontrarse en la pendiente que conecta la beta de los instrumentos libre de riesgo y la beta del mercado.

Historia Breve de la Compañía.

En 1902 Fabrica Nacional de Cervezas se constituye como Sociedad Anónima dando origen a la actual Compañía Cervecerías Unidas S.A. Se convirtió en el mayor productor de cervezas en Chile a través de la incorporación de dos grandes competidoras en la industria en 1916. Los siguientes años se enfocó en la adquisición de varias cerveceras de menor tamaño trazando claramente una estrategia dentro del negocio. En 1960 “CCU” amplió su gama de productos introduciéndose también a la fabricación y distribución de agua mineral.

En 1979 como estrategia para reemplazar su cadena de suministros Compañía Cervecerías Unidas S.A, crea Fabrica de Envases Plásticos S.A (“PLASCO”), no solo para la creación de suministros, sino también para la venta de productos (cajas y envases de botellas plásticas).

En 1986 el grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A y en conjunto con el Grupo alemán Schorghuber forman en partes iguales “Inversiones y Rentas S.A” (“IRSA”). Esta adquirió el 64,3% de Compañía Cervecerías Unidas S.A. Luego, El Grupo Schorghuber vendió sus derechos a “Finance Holding International” (“FHI”), dueño del 50% de IRSA, a Heineken N.V.

Actualmente Inversiones y Rentas S.A (IRSA) controla directa e indirectamente el 60,00% de Compañía de Cervecerías Unidas.

En 1992, CCU S.A coloca por vez primera ADRs² en el mercado norteamericano.

En 1994 continúa con la diversificación de su cartera de productos, ingresando al negocio del vino con la adquisición del 48,4% de Viña San Pedro S.A (“VSP”). Hoy en día se la conoce como Viña San Pedro de Tarapacá S.A. (“VSPT”). En este año también CCU creó la empresa “Embotelladora Chilenas Unidas S.A (“ECUSA”) para proveer a la producción y comercialización de gaseosas y aguas minerales.

En 1995 CCU S.A da el primer gran salto fuera del mercado chileno. Ingresa a Argentina adquiriendo cervecerías regionales: Compañía Industrial Cervecera S.A de Salta y Cervecería Santa Fe. En 1997 incrementó su presencia en Argentina con la adquisición de la marca de Cervecería Córdoba.

Ya en 1999 ECUSA lanza línea de néctares Watts con nuevos productos de Jugos y nuevos sabores de gaseosas.

En el año 2000 el 50% de Cervecería Austral comienza a producir, vender y distribuir conjuntamente con Cerveza Austral, tanto en Chile como en el sur de Argentina. Ese mismo año,

² ADR: Acrónimo con los que se conoce a los American Depositary Receipts. Son depósitos que se realizan en bancos estadounidenses con el propósito de comercializar acciones de una empresa extranjera en las Bolsas de Estados Unidos. Este depósito se respalda a través de la emisión de un “certificado” por parte del banco mediador.

Viña San Pedro de Tarapacá S.A (“VSPT”) comenzó su proceso de abarcar mercados internacionales a través de la adquisición de Finca La Celia S.A en Mendoza, Argentina, para exportar vino argentino.

En 2001 inaugura su filial Transportes CCU Ltda.; que realiza la distribución, cobranza y manejo de bodegas de todos los productos de la compañía a lo largo y ancho de todo el país de Chile.

En el año 2002 adquirió el 50% de Compañía Cervecería Kunstmann S.A, una micro cervecería premium y aumentando el volumen de ventas al mercado extranjero.

En el año 2003 ingresa al mercado del pisco creando una unidad estratégica de negocios a través de Pisonor S.A. Este año también “CCU” comienza a producir y comercializar la cerveza Heineken Lager tanto en Chile como en Argentina.

En 2004 CCU a través de la adquisición de Calaf S.A se involucra en el negocio de productos listos para el consumo (confites, galletas y chocolates), para el abastecimiento del mercado chileno.

En 2005 aumenta su participación en el mercado de pisco a través de una asociación con “Cooperativa Pisquera de Chile S.A” y abastece de esa manera el 50% del mercado de pisco en Chile.

En 2006 se firma un nuevo contrato de licencia con PepsiCo, por el cual Embotelladora Chilenas Unidas S.A “ECUSA” será la embotelladora exclusiva de los productos Pepsi en Chile hasta el año 2020. También comienza la producción y distribución en Chile de la bebida isotónica Gatorade.

En 2008 Calaf S.A cambio su nombre a FOODS Compañía de Alimentos CCU S.A y adquirió el 50% de Alimentos Nutra Bien S.A también ligadas a productos saludables y de calidad premium. Luego, en 2010 CCU Argentina ingresó al negocio de la sidra al adquirir Saenz Briones y Cía.; y sidra la Victoria S.A. Ese mismo año la filial Inversiones Invex CCU Ltda adquiere el 4,04% de CCU Argentina que estaba a manos de Anheuser-Busch Investment S.L. De esta manera CCU SA controla el ciento por cien (100%) de CCU Argentina.

En 2012 CCU ingresa a Uruguay adquiriendo las sociedades Milotour S.A, Marzurel S.A y Coralina S.A para la producción y comercialización de aguas y bebidas gaseosas. Por otro lado, CCU Argentina comienza la distribución de Pisco de la filial Compañía Pisquera de Chile S.A en Argentina.

En 2013 CCU S.A ingresa al mercado paraguayo con la producción, comercialización y distribución de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, bajo diversas marcas propias, licenciadas e importadas, a través de la adquisición del 50,04% de Bebidas del Paraguay S.A y el 49,96% de Distribuidoras del Paraguay S.A. Este mismo año CCU realiza un aumento de capital, mediante

la emisión de 51.000.000 de nuevas acciones ordinarias, colocadas tanto en el mercado nacional como a través de ADRs en Estados Unidos y otros mercados fuera de Chile.

En 2014 CCU ingresa a Bolivia a través de una asociación con el Grupo Monasterio, adquiriendo el 34% de Bebidas Bolivianas BBO S.A.

En Colombia a diferencia de los demás países sudamericanos, realiza una operación conjunta (alianza estratégica) junto con Postobón S.A a través de Central Cervecera de Colombia S.A, para elaborar y comercializar bebidas cervezas; y bebidas no alcohólicas en donde cada compañía tiene un 50% de participación en el mercado.

En 2015 a través de su filial Embotelladora Chilenas Unidas S.A, entra en el negocio de bebidas instantáneas en polvo a través de una asociación con Empresas Carozzi S.A.

En 2018 aumenta la participación en Viña San Pedro de Tarapacá S.A de 67,22% a 83,01% a través de una oferta pública de acciones que culminó a fines de enero de 2018.

Finalmente, a principios de 2019 Central Cervecera de Colombia inaugura una planta con capacidad productiva de tres millones de hectolitros de Cerveza anuales³. (ver línea de tiempo Anexo 4).



³ En noviembre de 2014, CCU acordó con Grupo Postobón llevar a cabo un acuerdo conjunto a través de una sociedad por acciones simplificada constituida en Colombia denominada Central Cervecera de Colombia S.A.S. ("CCC"), para la elaboración, comercialización y distribución en dicho país de cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta. Dicha sociedad cuenta, además, con un contrato exclusivo para la importación, distribución y producción de cerveza Heineken, Coors light, Tecate y Sol en Colombia. Posteriormente, en agosto 2017, CCU adquirió el 50% de las acciones de una sociedad constituida en Colombia denominada Zona Franca Central Cervecera S.A.S. ("ZF CC"), en la cual CCU y Grupo Postobón participan como únicos accionistas en partes iguales. El objeto principal de ZF CC es actuar exclusivamente como usuario industrial de una o varias zonas francas, prestando, hasta noviembre de 2019 servicios de maquila a CCC, esta última sociedad es la que produce, comercializa y distribuye cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta. En el actual modelo de gestión, ZF CC produce y vende a CCC, quien comercializa y distribuye, los productos de CCU.

Segmentos de Operación:

A continuación, se detallan los segmentos de mercados de CCU subdivididos en Chile, Negocios Internacionales y Vinos.

Segmento Chile:

Compañía Cervecerías Unidas mantiene un portafolio de productos alcohólicos y no alcohólicos. Produce y comercializa diez (10) marcas propias diferentes, y cinco (5) bajo licencias. En Chile la principal marca o las más comercializada en cantidad de hectolitros es Cristal. Bajo licencia comercializa y distribuye Heineken, Sol, Kunstman y Austral.

Además, Compañía Cervecerías Unidas cuenta también con la venta de bebidas gaseosas, néctar, jugos, bebidas deportivas y energéticas, ice tea y agua. Cuenta con 18 plantas productivas de las cuales tres (3) plantas son cerveceras, dos (2) plantas de gaseosas, cuatro (4) plantas de aguas purificada y minerales, una (1) planta que produce tanto cervezas como bebidas sin alcohol, cinco (5) plantas pisqueras y tres (3) plantas vitivinícolas. En total, Compañía Cervecerías Unidas administra un portafolio de más de ciento veinte (120) marcas de valor (incluye contrato de licencias) y tiene más de 129 mil puntos de ventas en todo el mundo. Divididos de la siguiente manera por canal de venta el 49% es minorista, 33% supermercado y el 17% mayorista. Posee veintiocho (28) plantas de distribución.

Segmento Negocio Internacional:

El segmento internacional excluye todo el segmento de Chile y Vinos, quedando así todas las operaciones en Argentina, Paraguay, Bolivia, Uruguay y Colombia. La situación de este último país es distinta a los demás.

En **Argentina**, la compañía es productora y distribuidora bajo contratos de licencia de cervezas Heineken, Amstel y Sol. Distribuye cervezas importadas como Kunstmann (Chile) y Guinness. Además, exporta cerveza bajo las marcas Schneider y Heineken. Tiene plantas productoras de cerveza en las ciudades de Salta, Santa Fe y Lujan (Buenos Aires). En Argentina cuenta con cuatro (4) plantas productoras de Cerveza y una (1) de Sidra. Abastece un mercado aproximado de 170.000 personas, es decir, un 0,4% aproximado de la población total de Argentina y emplea

a 1.800 personas aproximadamente. En Argentina poseen 185.234 puntos de venta. El 12% de los mismos son minoristas, 19% Supermercados y 17% mayoristas.

En **Bolivia** a través de su subsidiaria Bebidas Bolivianas S.A (BBO) en asociación con el Grupo Monasterio, produce gaseosas y cervezas en dos plantas ubicadas en las ciudades de Santa Cruz de la Sierra. En bebidas sin alcohol produce y comercializa las marcas Mendocina, Free Cola, Malta Real, Natur All y Sinalco. En cerveza, cuenta con las marcas Real Capital, Cordillera y Heineken.

En **Colombia** a través de la alianza con Postobón nace Central Cervecera de Colombia (CCC). La operación de esta nueva compañía es la constitución de una planta ejecutiva de primer nivel y la importación y distribución de Heineken, marca líder a nivel mundial en Premium lager. En Colombia administran una red de aproximadamente 490 mil clientes a los que llega Postobón. Aproximadamente esto es un 0,97% de la población total de Colombia.

En **Paraguay** ⁴ a través de la adquisición de Bebidas del Paraguay implementa la misma estrategia de producción y distribución que en los demás países de Sudamérica donde tiene presencia. Cuenta con 537 empleados. Y además de la comercialización de Heineken su punto más fuerte es la producción de Jugos a través de la marca Pulp, marca que también produce y distribuye en Chile.

En **Uruguay** CCU participa en el negocio de aguas minerales con las marcas Nativa y Nix, en aguas saborizadas con la marca Nativa MAS, en gaseosas con la marca Nix, en néctares con la marca Watt's, en bebidas isotónicas con la marca FullSport y en bebidas energéticas con la marca Thor. Adicionalmente, comercializa también, marcas importadas de sus filiales en Chile y Argentina. En cerveza cuenta con Heineken, Schneider, Imperial y Kunstmann, y en vinos con Misiones de Rengo, La Celia y Eugenio Bustos.

⁴ Fuente: Diario online Ultima Hora – 6 de abril de 2011.

En Uruguay, Paraguay y Bolivia CCU posee tres (3) plantas productoras de bebidas no alcohólicas y dos (2) alcohólicas. Posee a su vez nueve (9) centros de distribución y 93.403 puntos de ventas entre los 3 países.

Segmento Vinos:

Compañía de Cervezas Unidas a través de Viñas San Pedro Tarapacá S.A (VSPT) produce y exporta vinos alrededor de 80 países. La mayoría de sus viñedos se encuentran en distintas localidades de Chile y Mendoza (Argentina). Las viñas son las siguientes San Pedro, Tarapacá, Santa Helena, Misiones de Rengo, Leyda, Viña Mar y Casa Rivas en Chile, además de Finca La Celia y Tamarí en Argentina. Cuenta con plantas productivas en las ciudades de Molina, Isla de Maipo y Totihue en Chile; y en Argentina cuenta con una sola planta productiva ubicada en la provincia de Mendoza.

El segmento vinos posee cuatro (4) plantas productoras y embotelladoras en Chile y dos (2) almacenes a lo largo de todo el globo. Son 28 puntos de venta en Chile. El 33% de las ventas son minoristas, 38% Supermercados y 29% Minoristas.

A continuación, en la **Tabla 1** se muestra el portafolio de marcos propias y en concesión de CCU S.A:

Tabla 1 - Marcas por Segmento.

	Cerveza	Sin Alcohol	Vinos, Sidras y Sprints
Chile			
Negocio Internacional			
Wine			

Fuente: Elaboración propia según Reportes a los accionistas Dic 2019 CCU S.A.

Para el caso de Colombia, país donde la firma ingresó en 2015 a través de una estrategia de Join Venture con Postobón S.A. Las marcas comercializadas son las siguientes:

Tabla 2 - Marcas Colombia.

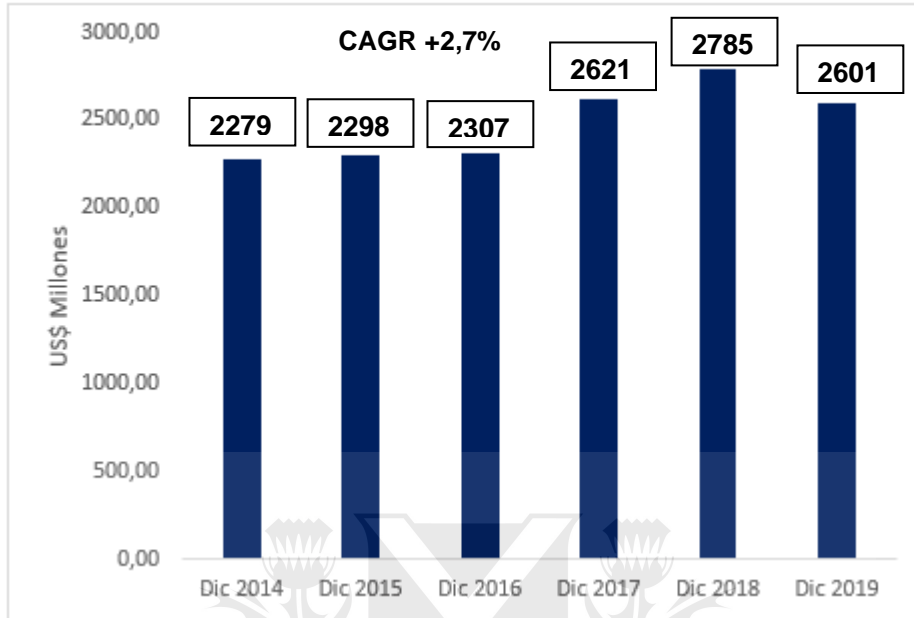
País	Colombia
Socio	<i>Postobón S.A.</i>
Marcas	

Fuente: Elaboración Propia Reporte a los accionistas Dic 2019 CCU.

Resultados CCU S.A

Los resultados consolidados a diciembre de 2019 indican que CCU tuvo una facturación anual de 1.822.540 millones de pesos chilenos. Al tipo de cambio CLP/USD al 31 de diciembre esto equivale a 2.601 millones de USD (dólares americanos). Los ingresos antes de Intereses e Impuestos (EBIT) fueron de 379 Millones de dólares. El grafico 1 a continuación muestra Los ingresos por ventas totales reportadas por CCU S.A durante los últimos 5 años. La variación a la tasa compuesta de crecimiento promedio anual (“CAGR”) fue de 2,7% entre 2019 y 2014.

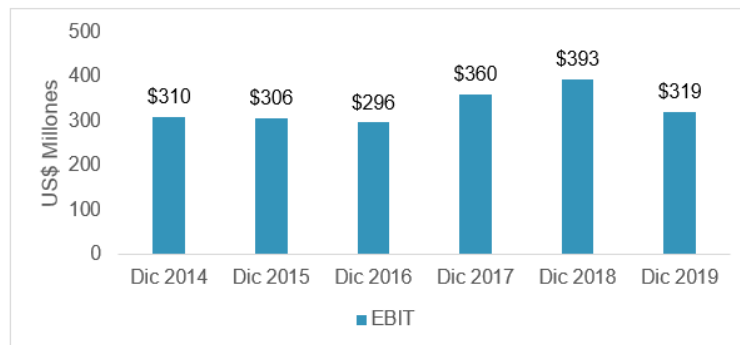
Gráfico 1 – Evolución Ingreso por Ventas Totales CCU (US\$ Millones).



Fuente: Elaboración Propia según EECC CCU S.A 2014-2019.

El crecimiento de los ingresos por ventas va acompañado del incremento en el volumen de bebestibles vendidos en 2019. Fue un total de 30 millones de hectolitros. La firma aumentó en 2 millones de hectolitros la cantidad producida respecto de 2018 y fue récord de producción para la firma. El **Gráfico 2** muestra la evolución del EBIT. El mismo creció durante el periodo 2014 – 2019 un 0,6% anual.

Gráfico 2 - Evolución del EBIT CCU (US\$ Millones).



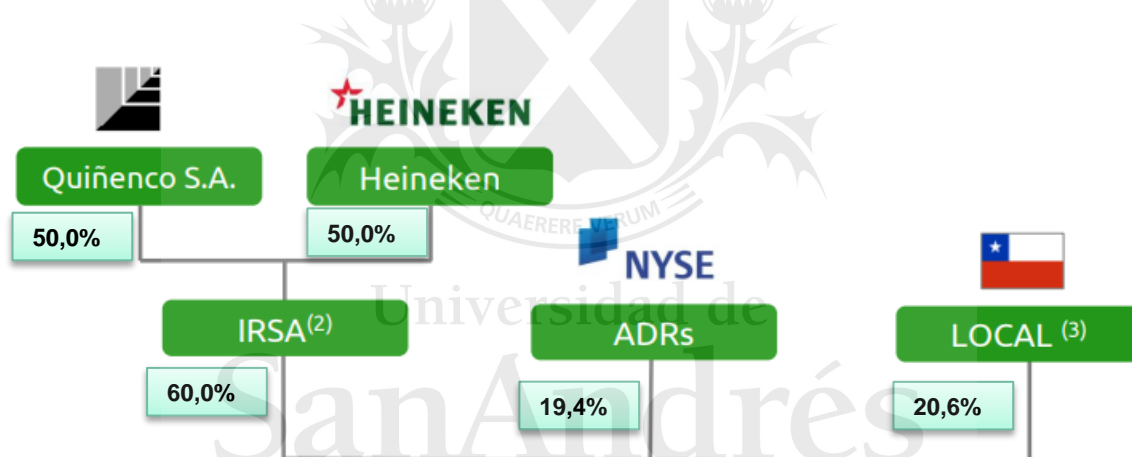
Fuente: Elaboración Propia según datos EECC CCU S.A 2019

Capital Accionario:

Actualmente, Compañía Cervecería Unidas es una sociedad anónima abierta, controlada por Inversiones y Rentas S.A. (“IRSA”). La misma es propiedad en partes iguales de los accionistas Quiñenco S. A⁵., holding de la familia Luksic (Chile), y Heineken Chile Ltda.

Inversiones y Rentas S.A. (“IRSA”) posee, directa e indirectamente, a través de su filial Inversiones IRSA Limitada, el 60% del capital accionario de CCU. El 40% restante es comercializado en los mercados bursátiles en Chile y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE). El siguiente gráfico muestra la participación accionaria en Compañía Cervecerías Unidas a fecha de 2019:

Gráfico 3 – Composición Capital CCU S.A



Fuente Reporte Accionistas diciembre 2019.

Al 31 de diciembre de 2019 el capital social de la Compañía presenta un saldo de 1.767 Millones expresados en dólares estadounidenses US\$ (M\$ 1.328.054.170.000 CLP), compuesto por un total

⁵ Quiñenco S.A. es un consorcio empresarial de Chile que opera en diferentes rubros de la economía de dicho país. Es la matriz del Grupo Luksic (el que controla el 81% de la propiedad del holding). Fue fundado en 1957 como Sociedad Forestal Quiñenco. En los años 1960 se transformó en un holding al adquirir Empresas Lucchetti y Forestal Colcura. Posteriormente efectuó otras compras. En 1997 se reestructura el grupo transfiriendo las inversiones mineras a Antofagasta plc, quedando Quiñenco con las compañías de tipo industrial y financiera. La familia Luksic (habitualmente escrita familia Luksic) corresponde a uno de los grupos familiares de mayor relevancia económica en Chile, siendo algunos de sus miembros dueños de una de las mayores fortunas de su país y del mundo, a través del Grupo Luksic. Su fortuna proviene de negocios diversos como minería y bebidas.

de 369.502.872 acciones sin valor nominal que se encuentran totalmente suscriptas y pagadas. La Compañía ha emitido solamente una serie única de acciones ordinarias, las cuales gozan de los mismos derechos de votos sin preferencia alguna. No se han realizado emisiones de acciones o de instrumentos convertibles durante el período que hagan variar el número de acciones vigentes al 31 de diciembre de 2019. Como política de dividendos la compañía decide distribuir al menos el 50% de las utilidades liquidas del ejercicio.

En la siguiente tabla se muestra la participación de los principales 20 accionistas de Compañía Cervecerías Unidas S.A al 31 de diciembre de 2019⁶:

Tabla 3 - Principales Inversores CCU a diciembre de 2019.

Inversor	% del Patrimonio	Cantidad Acciones	Valor en el Mercado	Tipo de Inversor	Pais de Origen
Inversiones y Rentas, S.A.	53,16%	196.421.725,00	1.349.771.335,48	Strategic Entities	Chile
Inversiones IRSA, Ltda.	6,84%	25.279.991,00	173.719.109,80	Strategic Entities	Chile
Stewart Investors	1,42%	5.257.060,00	46.465.325,83	Investment Managers	United Kingdom
The Vanguard Group, Inc.	1,42%	5.251.053,00	36.084.200,06	Investment Managers	United States
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	1,10%	4.079.757,00	28.035.285,07	Investment Managers	United States
Somerset Capital Management, L.L.P.	0,96%	3.556.932,00	24.442.534,84	Investment Managers	United Kingdom
Banchile Administradora General de Fondos S.A.	0,63%	2.320.860,00	15.948.491,96	Investment Managers	Chile
First State Investments (Singapore)	0,52%	1.912.680,00	19.167.207,09	Investment Managers	Singapore
California Public Employees' Retirement System	0,35%	1.302.673,00	18.371.700,34	Investment Managers	United States
Fideuram Asset Management (Ireland) dac	0,34%	1.265.023,00	8.692.988,44	Investment Managers	Ireland
Larrain Vial Administradora General de Fondos S.A.	0,34%	1.237.912,00	8.506.686,99	Investment Managers	Chile
Geode Capital Management, L.L.C.	0,18%	673.239,00	4.626.365,56	Investment Managers	United States
APG Asset Management N.V.	0,17%	626.406,00	8.973.619,43	Investment Managers	Netherlands
Itaú CorpBanca	0,16%	573.168,00	6.410.147,85	Investment Managers	Chile
Dimensional Fund Advisors, L.P.	0,15%	570.553,00	3.920.727,63	Investment Managers	United States
Nuveen LLC	0,15%	565.642,00	3.886.980,21	Investment Managers	United States
First Sentier Investors	0,15%	538.956,00	4.052.013,15	Investment Managers	Australia
Russell Investments Limited	0,15%	538.628,00	3.701.345,33	Investment Managers	United Kingdom
BlackRock Advisors (UK) Limited	0,14%	522.186,00	3.588.359,15	Investment Managers	United Kingdom
Mellon Investments Corporation	0,12%	452.265,00	3.107.875,84	Investment Managers	United States
Westwood International Advisors, Inc.	0,11%	404.561,00	2.780.063,36	Investment Managers	Canada
Norges Bank Investment Management (NBIM)	0,10%	371.974,00	3.645.155,28	Investment Managers	Norway

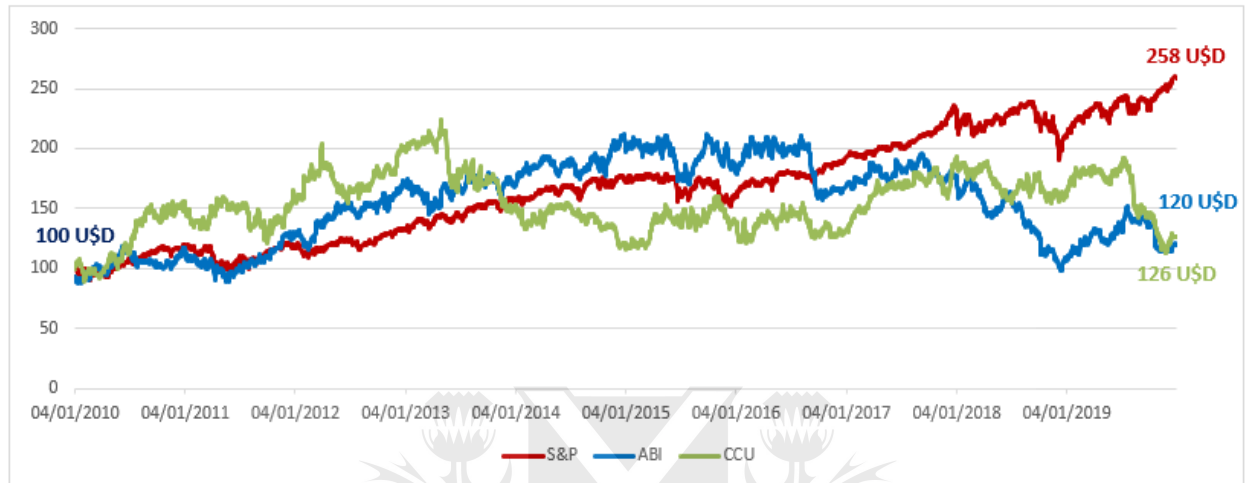
Fuente Reuters – Eikon.

Se puede observar quitando la participación de IRSA, la totalidad del patrimonio restante se encuentra en flotación como composición del portafolio de fondos de inversiones a lo largo de diversos países. La tabla 3 permite visualizar los 22 mayores accionistas de la firma. Entre ellos poseen el 68,67% del total de acciones ordinarias emitidas por CCU S.A.

⁶Fuente: Reuters Eikon

Desempeño del Precio de la acción en el mercado:

Gráfico 4 - Comparación Rendimiento de Precios de CCU, S&P 500 y ABI.



Fuente: Elaboración Propia según datos Eikon - Reuters.

El gráfico anterior muestra la variación diaria en los rendimientos del precio a valor dólares de Compañía Cervecerías Unidas S.A en comparación con el Índice Americano S&P 500⁷ y Anheuser-Busch InBev N.V./S.A (ABI). Simulando una inversión inicial de 100 US\$ desde la fecha del 31 de diciembre de 2009 al cierre del periodo de este informe.

Como se puede observar la tendencia de CCU durante el masivo periodo de adquisiciones llevado a cabo desde 2010 a 2013 llevó a la compañía a un marcado ascenso en el precio en dólares de sus acciones. Durante el 2014 y 2015 el peso chileno sufrió una devaluación del 13% y 12,5% respectivamente respecto al dólar americano. A partir del segundo cuarto de 2019 se puede ver una caída bastante similar en ambas compañías comparables. El precio de las acciones se desplomó, luego de que se comunicó la disminución de las expectativas de crecimiento del sector para 2020. Al igual que se consideró en 2019 un tercer trimestre malo en términos de ingreso por ventas para toda la industria. Cabe destacar que una persona que hubiera invertido al 31 de diciembre de 2009 en la Compañía CCU S.A, hubiera obtenido un retorno del 21,67% en dólares a la fecha de valuación de 31 de diciembre del 2019. El retorno

⁷ El Standard & Poors 500 (S&P) se basa en la capitalización bursátil de las 500 empresas más grandes que cotizan en las bolsas NYSE o NASDAQ. El índice captura aproximadamente el 80% de toda la capitalización del mercado en Estados Unidos. Debido a su diversidad en cuanto a la diversidad de los rubros que lo conforman y al market cap que compone, es considerado el índice más seguido y representativo del mercado americano.

ofrecido durante el mismo período por su comparable ABI N.V y el S&P 500; siendo respectivamente de 20% y 158% aproximadamente.

Plantas Productivas:

El crecimiento de CCU no solo se debe a la adquisición y desarrollo de contratos de licencia (concesión para la fabricación y distribución de productos), sino también al crecimiento de sus líneas de producción y unidades de negocios. CCU S.A

Al finalizar el año 2019 según el reporte en la Memoria Anual de la firma. CCU mantiene 15 plantas productivas en el segmento Chile en su amplio rango de unidades de producto y 27 centro de distribución propios. Se deben agregar también 4 centros de distribución arrendados en Chile. Esto sostiene que Chile es la principal fuente de ingresos y donde CCU mantiene un fuerte desarrollo y participación en la industria. En el segmento de mercados internacionales posee 5 plantas productivas en Argentina, 2 en Paraguay, 1 en Uruguay y 2 en Bolivia. Mantiene también 10 centros de distribución propios en los países internacionales donde opera y 3 arrendados. Por último, en el segmento de Vinos mantiene 3 plantas productivas en Chile y 2 en Argentina. **(Ver Ilustración 1 y 2).**

Ilustración 1 - Plantas productivas CCU 2019.

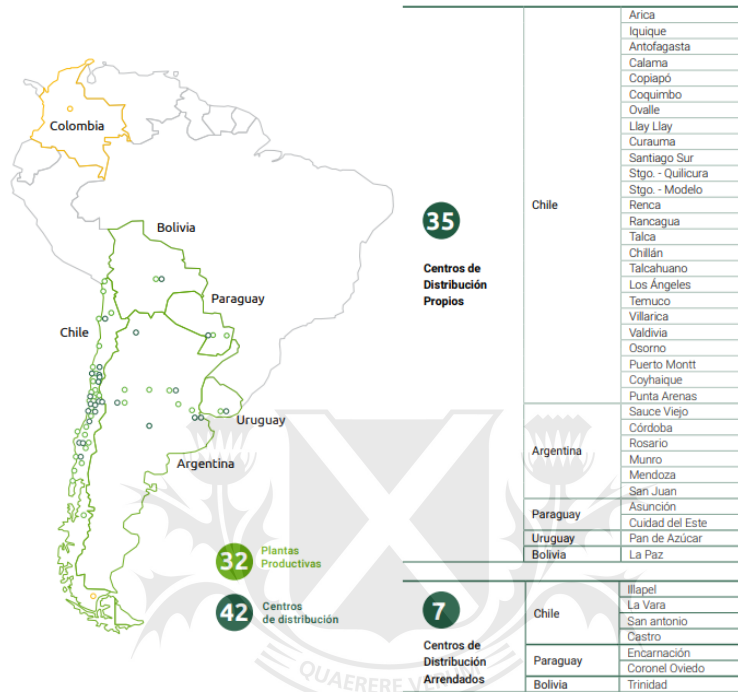
Plantas Productivas

Segmento de operación	Plantas Productivas
Chile	15 Plantas Productivas
Plantas Cerveza	Santiago - Quilicura Valdivia
Plantas Mixtas	Temuco (Cervezas y No Alcohólicas) Antofagasta Coimbo Coronel (Manantial) Santiago - Renca
Plantas No Alcohólicas	Santiago - Quilicura (Manantial) Casa Blanca Puerto Montt (Manantial) Elquí
Plantas Licores	Sotaquí Montepatria Salamanca Ovalle
Negocios Internacionales	10 Plantas Productivas
Plantas Cerveza	Buenos Aires Argentina - Santa Fe Salta Paraguay - Sajonia Bolivia - Santa Cruz
Plantas No Alcohólicas	Uruguay - Pan de Azúcar Paraguay - San Antonio Bolivia - Santa Cruz
Plantas Sidra	Argentina - Allen Ciudadela
Vinos	5 Plantas Productivas
Plantas Vinos	Chile - Molina Isla de Maipo Totihue Argentina - Finca La Cella Bodega San Juan
Principales Negocios Conjuntos	2 Plantas Productivas
Plantas Cervezas	Chile - Punta Arenas [®] Colombia - Sesquille [®]

Fuente: Memoria Anual 2019 CCU.

Ilustración 2 - Centro de Distribución CCU 2019.

Centros de Distribución



Fuente: Memoria Anual 2019 CCU

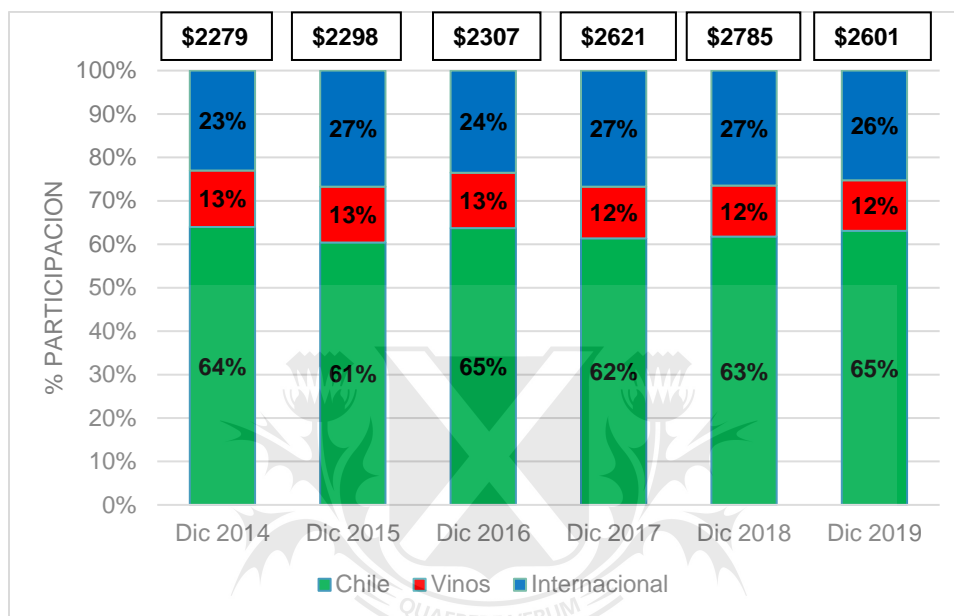
Para el segmento de operaciones en Chile hay una capacidad de producción instalada mensual de 440 millones de litros. Durante los meses de mayor producción alcanza una operatividad del 63%. La capacidad total anual es de 48 millones de hectolitros. Si tenemos en cuenta que en 2019 este segmento produjo 19 millones de hectolitros hay una capacidad ociosa de producción total del 60%. Lo cual significa un gran costo para la firma.

Para el segmento de operaciones Internacionales la capacidad de producción instalada mensual es de 111 millones de litros. Durante los meses de mayor producción alcanza una operatividad del 76%. La capacidad total anual es de 12 millones de hectolitros. Si tenemos en cuenta que en 2019 este segmento produjo 8,9 millones de hectolitros hay una capacidad ociosa de producción total de aproximadamente el 25%.

Para el segmento de operaciones de Vinos hay una capacidad de producción anual de 8,1 millones de hectolitros. Sin embargo, en 2019 produjo 1,4 millones de hectolitros esto se debe a que CCU mantiene una capacidad de almacenamiento de 1,03 millones de hectolitros. El sector Vinos es el de mayor capacidad ociosa.

Las operaciones y la administración de la compañía se dividen en tres segmentos de negocios como mencionamos anteriormente. El gráfico a continuación muestra la participación por segmento en ventas totales.

Gráfico 5 - Participación de Segmentos en Ventas Totales (% y US\$ millones)



Fuente: Elaboración Propia según Memoria Anual 2014-2019.

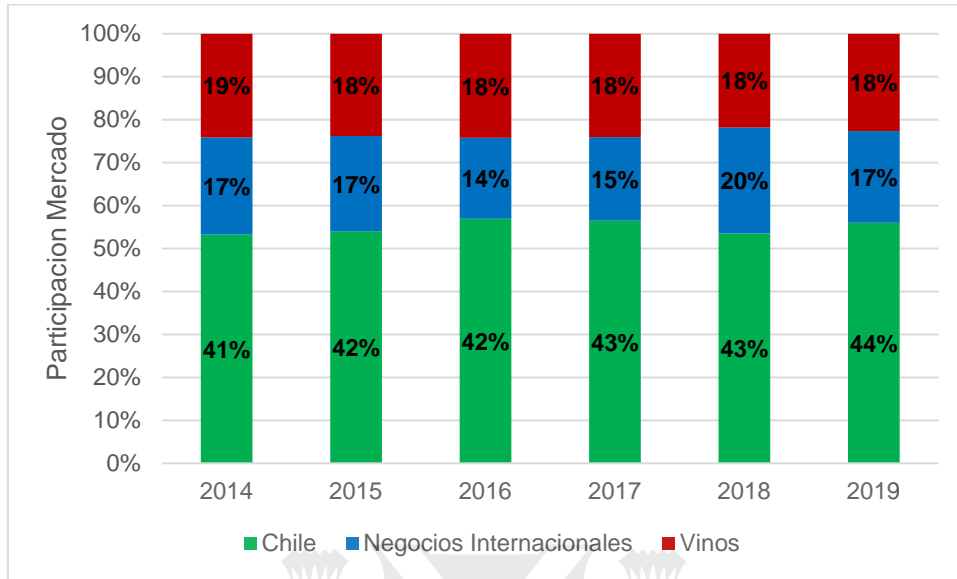
Se puede observar que la menor contribución en las ventas totales de CCU se da en el segmento de Vinos. El segmento de Chile es el de mayor participación y donde mayor consolidación tiene la firma. El ponderado de participación de cada uno de los segmentos ha sido muy similar en los últimos 5 años.

La participación de CCU en el total de mercado que opera es del 28%⁸ aproximadamente.

A continuación, el Gráfico 11 muestra la evolución en la participación del mercado total donde opera y en cada uno de los segmentos como se encuentra distribuida CCU.

⁸ Promedio ponderado de todas las categorías en donde CCU participa basados en las participaciones de mercado de cada categoría y ponderados por las estimaciones internas de los tamaños de mercado (Diciembre 2019). Fuente de Market share: Nielsen diciembre 2019 para Chile y vinos domésticos. Ernest&Young (EY) para Argentina. ID Retail para Uruguay. CCR para Paraguay. CIESMORI para cerveza y malta en Bolivia. Asociación de Viñas de Chile para vinos de exportación.

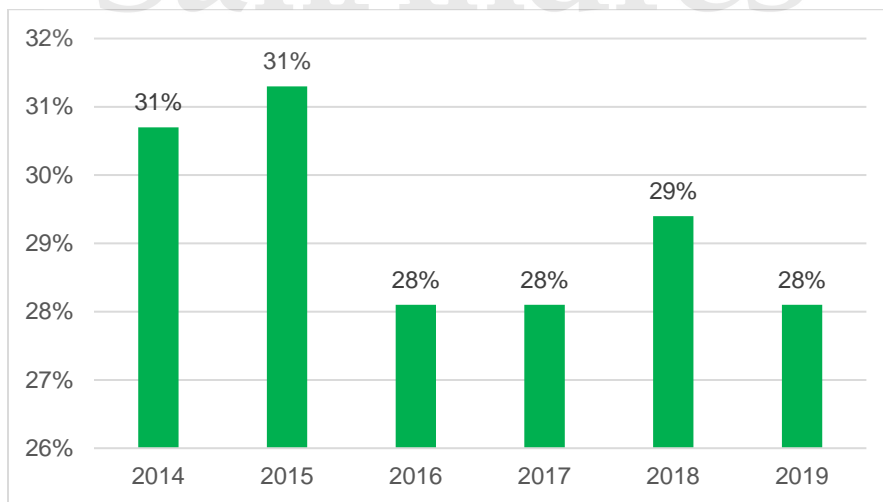
Gráfico 6 – Evolución Participación Mercados Totales (%)



Fuente: Elaboración Propia según Memoria Anual 2014-2019.

La participación por segmento no se ha visto modificada en gran medida exceptuando la participación en el segmento Internacional que aumentó en un 3%. Sin embargo, si observamos el gráfico 7 que muestra la evolución de participación en el mercado total. Se observa que CCU ha perdido cuota de mercado desde 2014 en adelante. Esto está relacionado con el aumento de participación en gran medida de las filiales de ABinBev en Sudamérica. CCU S.A compite con ABinBev en todos los mercado donde se encuentra.

Gráfico 7 – Evolución Participación Mercado Total (%).



Fuente: Elaboración Propia según Memoria Anual 2014-2019.

Hasta 2014 hubo por decisiones del directorio de la firma una marcada tendencia por adquirir nuevos negocios en su mayoría empresas competidoras. Desde entonces la firma ha intentado adquirir nuevas marcas (desarrollo de intangibles) y ha intentado mantener su participación a través de los contratos de licencia para asegurar la continuación de sus actividades. Sin embargo, como se mencionó anteriormente el riesgo más grande en cuanto a la imposibilidad de adquirir nuevos negocios se debe a que Anheuser-Busch InBev participa en todos los mercados en los que opera CCU. En el segmento de Chile ABI anunció en agosto de 2018 que triplicará la producción de cerveza en dicho país, de 1,1 millones de hectolitros a 3,3 millones de hectolitros. CCU es la empresa que mayor mercado abarca en Chile. Sin embargo, estrategias como estas amenazan la estabilidad. En negocios internacionales la caída se debe en parte a la transacción realizada con ABI en el cual se intercambiaron licencias de marcas. CCU S.A cedió la licencia anteriormente otorgada por ABI S.A para la producción y comercialización de cerveza Budweiser. Esto produjo una contracción en el mercado, ahora nuevamente en manos de ABI S.A. (a cambio ABI S.A pago 300 millones de USD y cedió las marcas Miller, Isenbeck y Schneider a CCU Argentina S.A).

En el Segmento Vinos, CCU S.A realizó la adquisición de las marcas Graffigna, Colón y Santa Silvia.

El portafolio de productos de CCU S.A incluye un total de 89 marcas. Esto considerando marcas propias y otorgadas en concesión. CCU S.A tiene contratos de licencia para producir y distribuir una gran cantidad de marcas proveniente de sus competidores en los distintos segmentos. A continuación, se detallan el portafolio de marcas que administra CCU S.A.:



Dada la gran variedad de productos que elaboran y comercializa CCU S.A, para facilitar el estudio de cada mercado lo dividiremos en las siguientes categorías:

- a) Mercado de Bebidas Alcohólicas que incluye Cervezas, Vinos y Bebidas Espirituales (Spirits).
- b) Mercado de Bebidas No Alcohólicas que incluye Agua Envasada, Bebidas Carbonatadas y Jugos.

Cabe aclarar que no es posible distinguir con precisión cada uno de estos segmentos dentro de la firma, pero se considera los más conveniente para continuar con este informe.

A continuación, en la tabla 4 se exponen los diferentes contratos vigentes al 31 de diciembre que CCU S.A mantiene con distintos licenciados de la industria y sus respectivas fechas de operación. Cabe mencionar que la operatividad de la firma está relacionada a la continuación de dichos contratos una vez concluidos los periodos detallados:

Tabla 4 - Contratos de Licencia CCU S.A 2019.

Licencia	Fecha de Expiración	Licenciante
Aberfour, Absolut, Ballantine's, Beefeater, Blender's Pride, Borzoi, Chivas Regal, Cuvee MUMM, Dubonnet, Elyx, G.H. MUMM, Havana Club, Jameson, Kahlúa, Level, Long John, Longmorn, Malibu, Martell, Olmeca, Orloff, Passport, Pernod, Perrier Jouet, Ricard, Royale Salute, Sandeman, Scapa, Strathisla, The Glenlivet, Wyborowa, 100 Pipers, para Chile ⁽¹⁾	Junio 2027	Pernod Ricard Chile S.A.
Adrenaline, Adrenaline Rush ⁽²⁾	Febrero 2028	South Beach Beverage C., Inc.
Amstel para Argentina ⁽³⁾	Julio 2022	Amstel Brouwerij B.V.
Austral para Chile ⁽⁴⁾	Julio 2020	Cervecería Austral S.A.
Blue Moon para Chile ⁽⁵⁾	Diciembre 2021	Coors Brewing Company
Coors para Chile ⁽⁶⁾	Diciembre 2025	Coors Brewing Company
Crush, Canada Dry (Ginger Ale, Agua Tónica y Limón Soda) para Chile ⁽⁷⁾	Diciembre 2023	Schweppes Holding Limited
Fruugo para Chile	Indefinida	Promarca S.A.
Gatorade para Chile ⁽⁸⁾	Diciembre 2043	Stokely Van Camp Inc.
Grolsch para Argentina	Mayo 2028	Asahi Premium Brands
Heineken para Bolivia ⁽⁹⁾	Diciembre 2024	Heineken Brouwerijen B.V.
Heineken para Chile, Argentina y Uruguay ⁽¹⁰⁾	10 años renovables	Heineken Brouwerijen B.V.
Heineken para Colombia ⁽¹¹⁾	Marzo 2028	Heineken Brouwerijen B.V.
Heineken para Paraguay ⁽¹⁾	Mayo 2023	Heineken Brouwerijen B.V.
MAS para Uruguay ⁽¹²⁾	Diciembre 2028	Aguas CCU-Nestlé Chile S.A.
Miller para Argentina ⁽¹³⁾	Diciembre 2026	Coors Brewing Company
Miller y Miller Genuine Draft para Colombia ⁽⁷⁾	Diciembre 2026	Coors Brewing Company
Nestlé Pure Life para Chile ⁽⁷⁾	Diciembre 2022	Nestlé S.A., Societé de Produits Nestlé S.A. y Nestec S.A.
Paulaner para Paraguay	Abril 2022	Paulaner Brauerei GmbH & Co KG
Pepsi, Seven Up y Mirinda para Chile	Diciembre 2043	Pepsico, Inc., Seven-Up International a través de Bebidas CCU-PepsiCo SpA
Red Bull para Chile ⁽¹²⁾	Indefinido	Red Bull Panamá S.A.
Schneider para Paraguay	Mayo 2023	Compañía Industrial Cervecera S.A.
Sol para Chile y Argentina ⁽¹³⁾	10 años renovables	Heineken Brouwerijen B.V.
Sol para Colombia ⁽⁸⁾	Marzo 2028	Heineken Brouwerijen B.V.
Sol para Paraguay	Enero 2023	Heineken Brouwerijen B.V.
Té Lipton para Chile	Marzo 2020	Pepsi Lipton International Limited
Tecate para Colombia ⁽⁹⁾	Marzo 2028	Heineken Brouwerijen B.V.
Warsteiner para Argentina ⁽¹⁴⁾	Mayo, 2028	Warsteiner Brauerei Haus Cramer KG
Watt's para Uruguay	99 años	Promarca Internacional SpA
Watt's (néctares, bebidas en base a fruta y otros) en envases rígidos, excepto cartón para Chile	Indefinida	Promarca S.A.
Watt's para Paraguay ⁽¹²⁾	Julio 2026	Promarca Internacional Paraguay S.R.L.

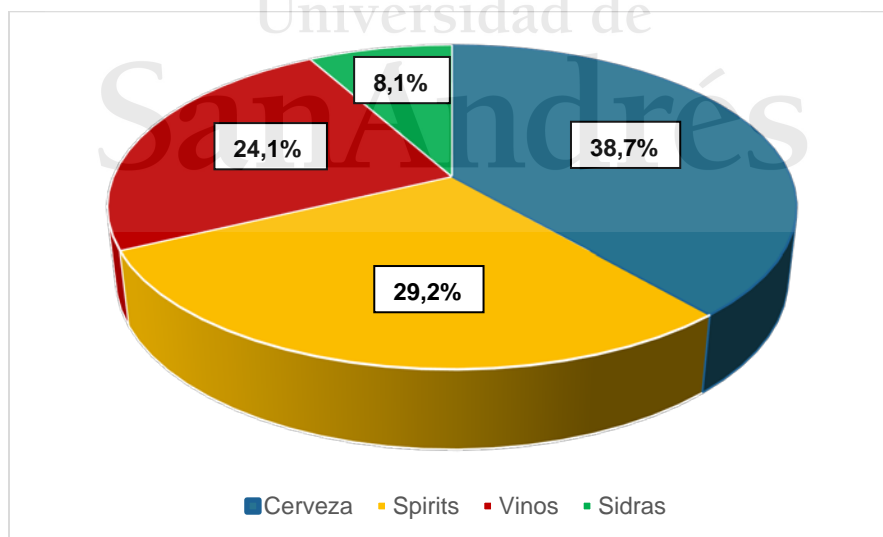
Fuente – Memoria Anual CCU 2019.

La Compañía genera sus ingresos principalmente por la venta de bebestibles tales como cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales, aguas purificadas, néctares, vinos, sidra y licores, productos que son distribuidos a través de comercios minoristas, distribuidores mayoristas y cadenas de supermercados y ninguno de ellos actúa como agente comercial de la Compañía. El único segmento que exporta es el de vinos, que lo hace a 80 países alrededor del globo. Debido de la constante depreciación del peso chileno respecto del dólar estadounidense. Es el sector en el cual la firma desea aumentar su participación para el ingreso de divisas.

Mercado de Bebidas (Alcohólicas y No Alcohólicas):

El mercado de **bebidas alcohólicas** actualmente está caracterizado por un volumen de ventas saturados. Por lo que las empresas que se desenvuelven en esta industria intentan resolver esta situación a través de estrategias de fusiones y adquisiciones. El total de ingresos por ventas generados en 2019 fue de 1,5 trillones de US\$ y el volumen de hectolitros producidos fue de 294 mil millones. Este mercado se divide en cuatro segmentos Cervezas, Spirits, Vinos y Sidras.

Gráfico 8 – Participación Mundial segmento bebidas alcohólicas (en%)



Fuente Statista – Alcoholic Drink Report 2019⁹.

⁹ Fuente: Alcoholic Drink Report 2019 – Pagina 7.

Las nuevas tendencias de consumo están cambiando la estructura de este mercado. El cuidado de la salud está impulsando a la premiumización de los distintos segmentos. La creación de cervezas artesanales, vinos orgánicos, bebidas blancas saborizadas son las proyecciones a las que apunta el mercado. La falta de reconocimiento de los productos con las firmas que producen los bebestibles atenta a que pequeños emprendedores/productores artesanales en grandes cantidades obtengan participación en el mercado. Es por esto mismo que las grandes corporaciones inmediatamente intentan adquirirlas o competir contra ellas (ej.: política de precios).

El incremento de las ventas online favorece el desarrollo de la industria a través del e-commerce, para esto se espera que en los próximos años el mercado de bebidas alcance los niveles de ventas que actualmente desarrolla el mercado de comidas.

Otro factor importante en el mercado de bebidas alcohólicas se debe al hecho de que la población se está avejuntando. El estrato etario que mayor consumo de alcohol realiza es el de las personas de entre 18 a 55 años. Se espera que para 2023 el rango poblacional de personas mayores a 55 años sea del 22%. Actualmente este segmento ocupa el 16% del total de la población.

Un riesgo importante en este mercado para el consumo futuro de alcohol es el uso recreacional de cannabis (no consumo médico). Se estima que para fines de 2025 este mercado genere 66,3 miles de millones de US\$. El CAGR esperado para este segmento es del 23,9%. El avance de la legalidad del cannabis como uso recreacional atenta contra los consumos de alcohol. Reportes actuales informan que el consumo de cannabis en Estados Unidos en 2018 generó la caída del 9% en los índices de consumo de alcohol. El mayor consumo lo generan los millenials. En Estados Unidos 1 de cada 6 millenials admite hacer uso recreativo del cannabis.

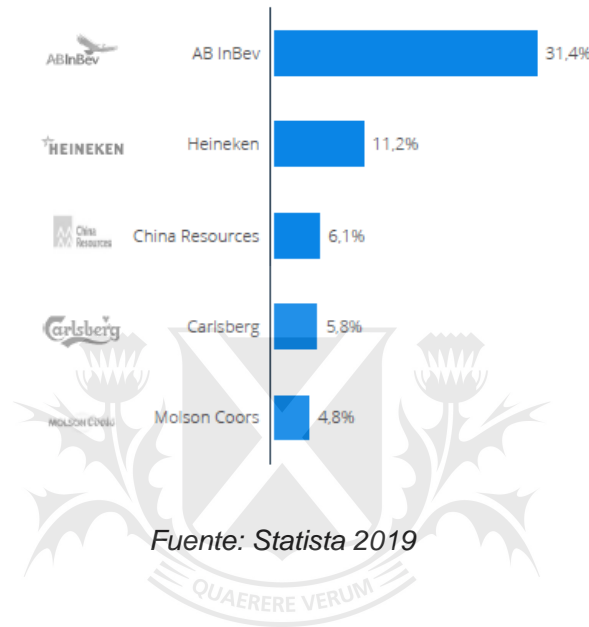
En 2019 el mayor crecimiento en el mercado mundial de alcohol fue en la categoría de Gin que generó un incremento del 8,3% respecto del año anterior.

Actualmente el 1,8% del valor global del mercado de bebidas alcohólicas se vende a través de E-Commerce. El mercado del vino es uno de los que más se verá favorecido con el sustento de esta tecnología. En 2018 el 3,6% del total de las ventas mundiales se hicieron a través de online retailers. El valor estimado del mercado es alrededor de 8 mil millones de dólares.

Cerveza: La cerveza es la bebida más importante en el segmento global de bebidas alcohólicas para CCU S.A en niveles de producción y consumo. En cuanto a su mercado global que según la firma Barth-Hass Group analiza. El mercado de cerveza produce y vende 1.950 millones aproximadamente de hectolitros al año. Esto equivale al 38,7% del mercado total de bebidas alcohólicas. Es un mercado que a valores globales está concentrado en pocos productores masivos. El 60% del mercado se reduce a ellos y el resto en competidores menores. De este

60% más de la mitad del segmento (31% aproximadamente) es atribuible a Anheuser-Busch InBev NV/SA (ver Gráfico a continuación):

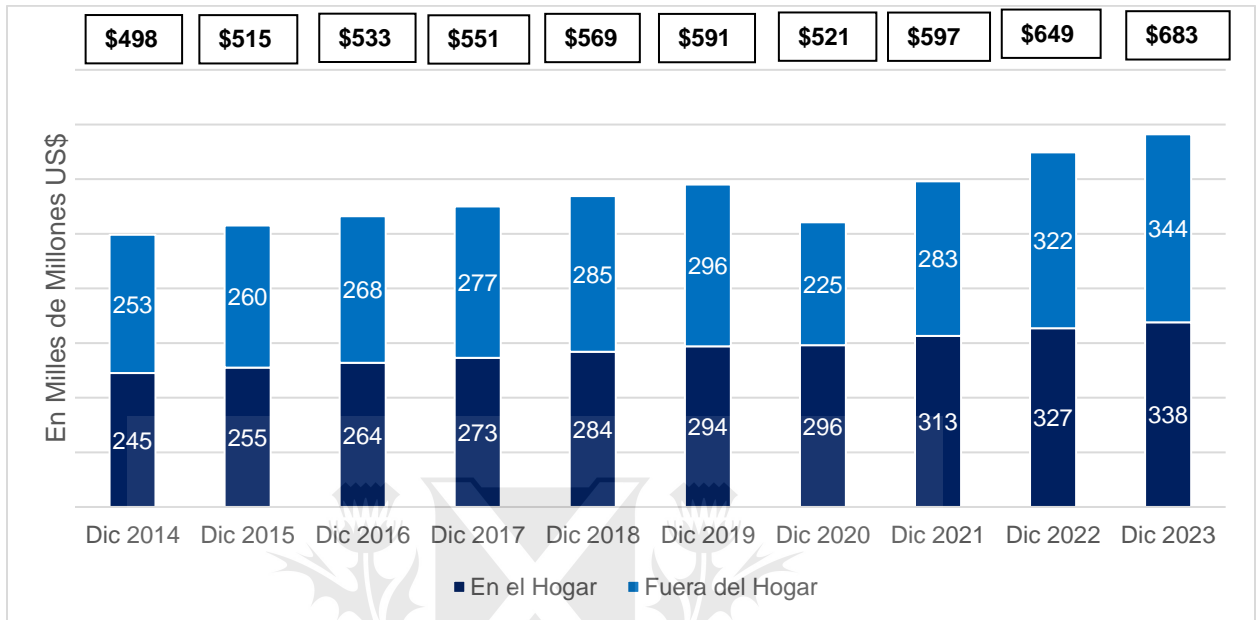
Gráfico 9 – Participación Mundial Mercado Cerveza



El segmento de Cervezas generará para el año 2023 según estimaciones 684 miles de millones de dólares estadounidenses en ventas. Se espera que este mercado crezca a nivel global a razón de 3,7% (CAGR entre 2019-2023)¹⁰. En América del Sur el crecimiento esperado es aún mayor, 7,2% CAGR hasta 2023. El gráfico 10 muestra la evolución de los ingresos por ventas generados en el mercado de cervezas.

¹⁰ Segmento Cerveza CAGR Fuente – Reporte Anual 2019 Statista – Pagina 36.

Gráfico 10 – Ingresos Mercado Global de Cervezas

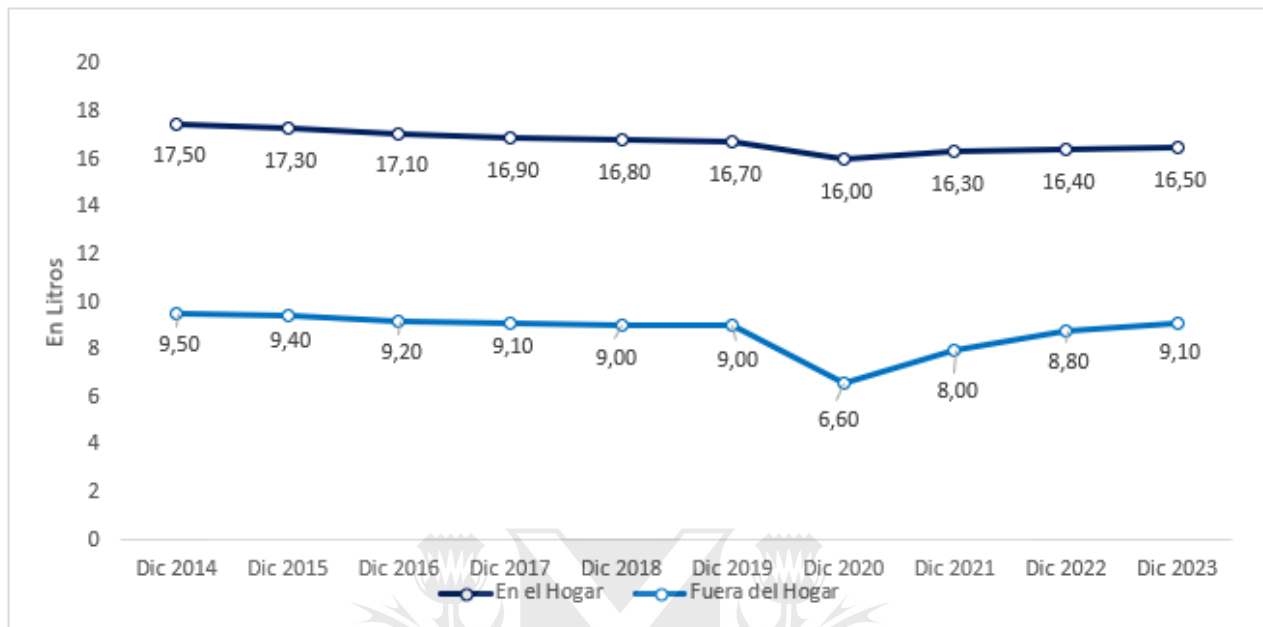


Fuente - Statista 2019

Según estudios de mercados en Sudamérica. En Argentina el 67% del segmento de cervezas, pertenece a “Cervecería y maltería Quilmes SAICA y G”, filial del grupo “ABI”. En Bolivia, la líder del mercado es la cerveza Paceña que pertenece a Cervecería Boliviana Nacional. En Chile el mercado es liderado por Compañía Cervecerías Unidas S.A y en Uruguay el 88% de la cuota de mercado pertenece a Fábricas Nacionales de Cerveza (FNC) filial de ABInBev.

A continuación, el Gráfico 11 detalla la evolución en el consumo per cápita de cerveza a nivel global, incluyendo proyecciones para los años siguientes. Dentro de las proyecciones se puede observar como en el año 2020 el COVID 19 afectará el consumo fuera del hogar, que decaerá aproximadamente un 30% y luego retomará valores con proyecciones normales.

Gráfico 11 – Consumo per Cápita (nivel global en Litros).



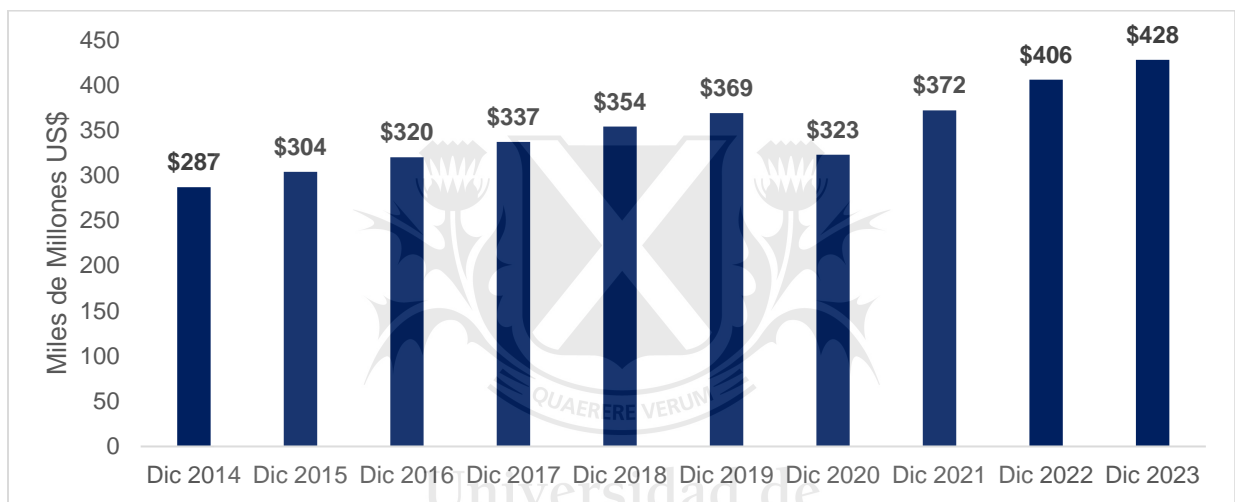
Elaboración Propia según datos Statista 2019

Se puede observar que el mercado en cuanto a volumen de consumo se encuentra saturado por lo que el valor agregado de la industria estará dado en el aumento de precios. Se estima que entre 2019-2023 los precios en el consumo fuera del hogar y en el hogar crezcan a razón de 2,8% anual.

Vinos:

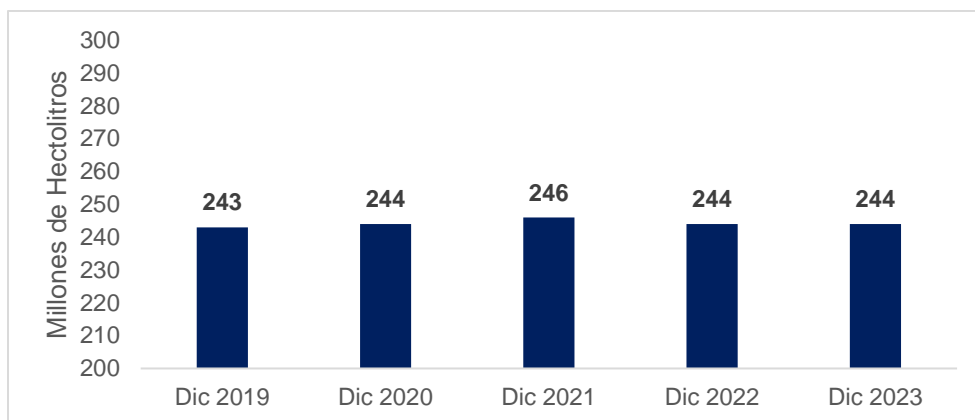
El mercado Global de vinos ha presentado un crecimiento anual del 4,5% en ingresos por ventas desde 2014 hasta 2019. Se espera que entre 2019 y 2023 la evolución de los ingresos por ventas crezca a razón de un 3,8% anual.

Gráfico 12 – Evolución Ingresos por Ventas sector Vinos (en miles de millones).



Elaboración Propia según datos Statista 2019

Gráfico 13 – Consumo Mundial de Vinos (en millones de Hectolitros).

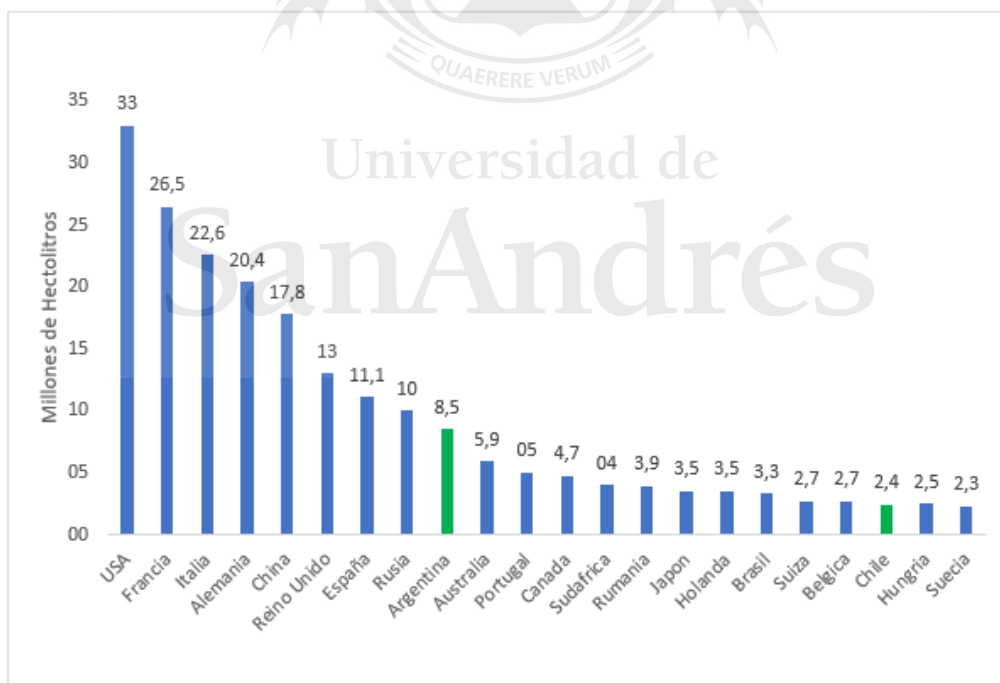


Fuente: Elaboración Propia según Datos Statista

A continuación, se detallan los países que mayores cantidades de vinos exportaron en 2018 basados en millones de hectolitros. Entre los cuales podemos distinguir tanto Chile como Argentina que se situaban dentro del top 10 de los países con mayores exportaciones. Según el reporte mundial de Vitivinicultura de 2018 la producción mundial de uvas, considerada la materia prima del vino es de 73,3 millones de toneladas aproximadamente. De ese total el 37% es producido en Europa, el 34% en Asia y 19% en América¹¹. Argentina y Chile se encuentran entre los diez mayores productores de vino mundial con una producción de 14,5 y 12,9 millones de hectolitros respectivamente. A su vez en 2018 Chile exportó 9,2 millones de hectolitros de su producción total, es decir, que la mayor parte de su producción abastece el mercado externo y por el contrario, Argentina exporto 2,9 millones de hectolitros lo cual dice que la mayor parte de su producción abastece el mercado interno de consumo de vinos.

Por otro lado, el consumo en hectolitros por país incluye a ambos países como mayores consumidores a nivel global. CCU S.A puede esperar buenas proyecciones para este segmento de mercado. A continuación, el gráfico 14 muestra el consumo global de Vinos para 2019.

Gráfico 14 - Consumo Mundial de Vinos por País en Millones Hectolitros.



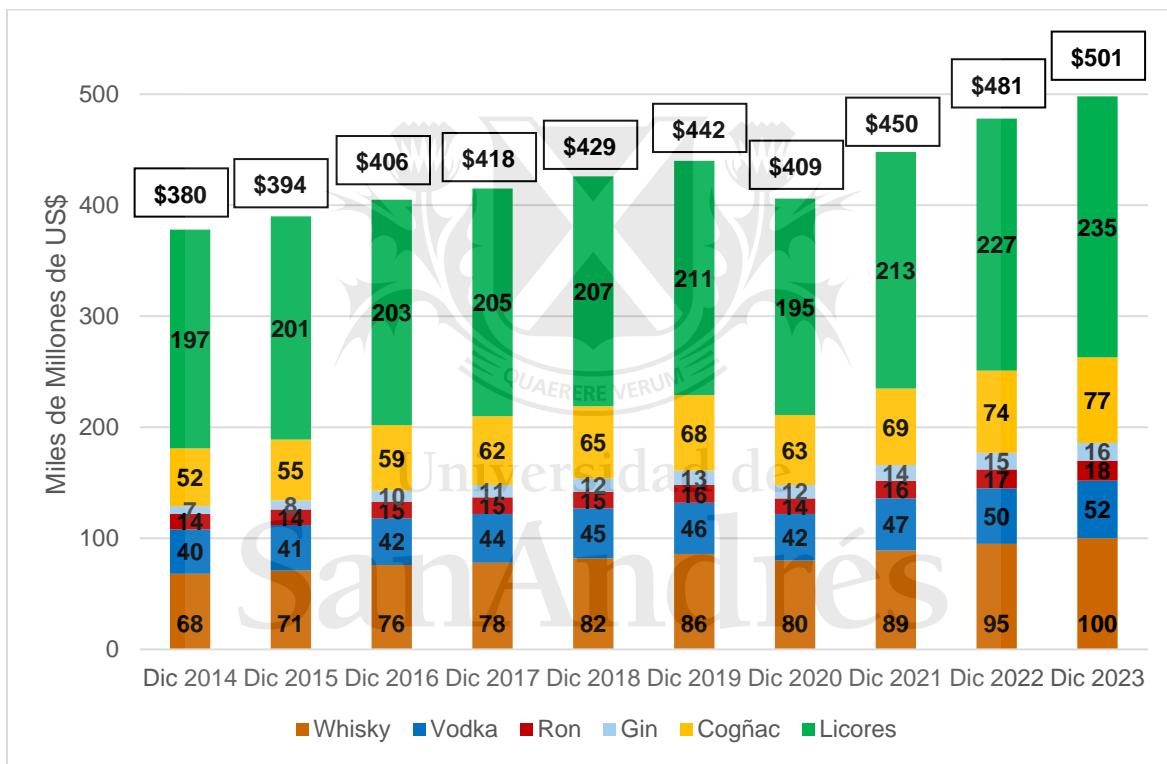
Fuente Elaboración Propia según datos OIV, OIV Experts, Trade Press.

¹¹ Fuente: OIV Statistical Report on World Vitiviniculture 2018.

Bebidas Espirituales (Spirits):

El segmento de bebidas spirits genera actualmente el 29% del total de ingresos por ventas en el mercado de bebidas alcohólicas. Diageo es la compañía de este sector que mayores ingresos por venta generó en 2018 con un total de 13,4 miles de millones de dólares. CCU tiene bajo licencia la producción y distribución de marcas de las compañías Diageo, Pernord Richard y Bacardí de este segmento. Se espera que este sector tenga un crecimiento de 3,2% anual desde 2019 a 2023.

Gráfico 15 – Evolución Ingreso por Ventas Bebidas Espirituales en Miles de Millones (US\$).

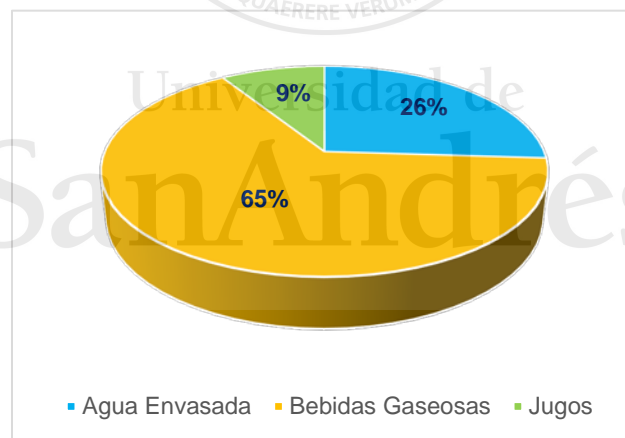


Fuente Elaboración Propia según datos Statista 2019.

El mercado de **bebidas no alcohólicas** está dividido ampliamente en tres segmentos: aguas, bebidas gaseosas o carbonatadas y jugos. Este mercado últimamente se caracterizó por los

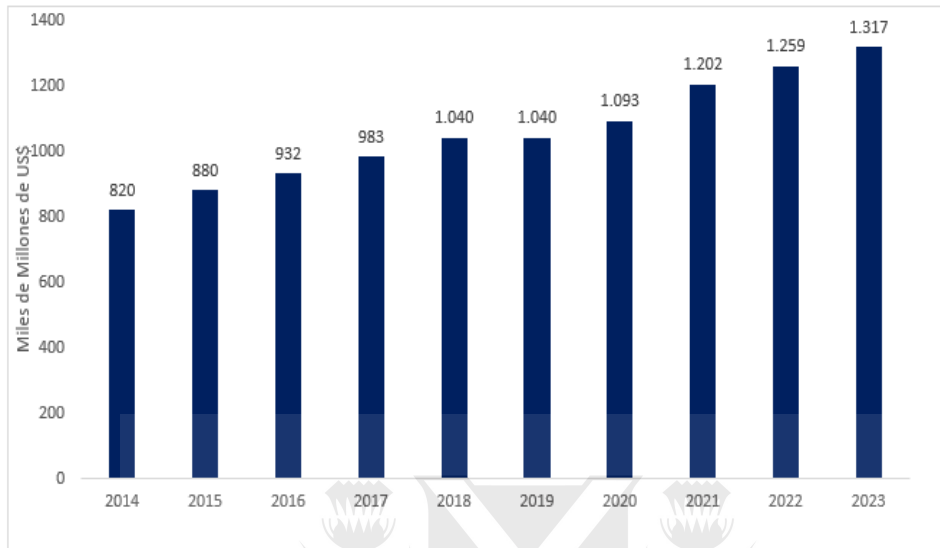
cambios originados ante las nuevas tendencias de los consumidores a elegir bebidas que sean saludables en sus dietas. El cambio más drástico en este segmento lo enfrentarán las bebidas carbonatadas y los jugos, ya que, hay una clara tendencia en estos últimos años por parte de los consumidores en evitar las bebidas con azúcar y concentrados. Es un mercado que generó en 2018 un ingreso por ventas de 1,04 trillones de dólares. Con un consumo anual aproximado de 1.005 U\$D per cápita. El foco en este segmento también estará concentrado en la capacidad que tengan las firmas dentro de las industrias en aumentar el consumo en litros en los países emergentes ya que son quienes tienen mayores expectativas de crecimiento. Coca-Cola y PepsiCo, seguidos por Nestlé and Suntory, son las compañías más relevantes en este sector. Esta industria está caracterizada por estar delimitada por zonas regionales o nacionales, a través de una pequeña cantidad de oferentes con grandes portafolios marcas. Con una participación del 65% las bebidas carbonatadas tienen el mayor ingreso por ventas que se estima en 678 de miles de millones US\$, seguido por el agua mineral que generó 266 miles de millones de US\$; y por último y en menor medida el segmento de jugos generó 95 miles de millones de dólares en ventas.

Gráfico 19 – Participación Mercado Global bebidas no alcohólicas (en %).



Fuente Elaboración Propia según datos Statista 2019.

Gráfico 16 –Evolución Ingresos por Ventas Mercado Bebidas No Alcohólicas (Miles de Millones de US\$).

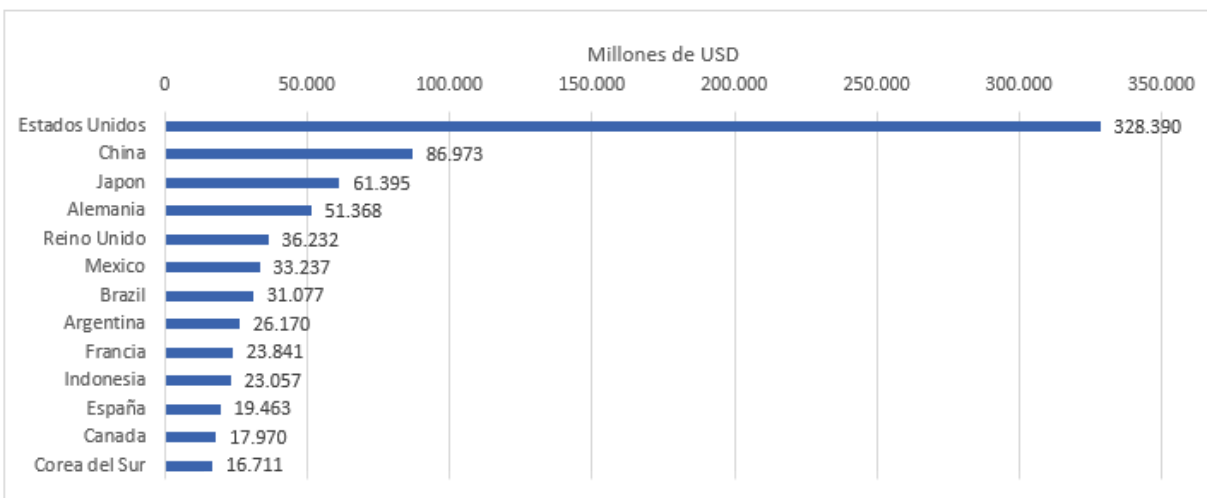


Fuente Elaboración Propia según datos Statista 2019.

El mercado de bebidas no alcohólicas desde 2014 a 2019 creció a razón de un 4,8% anual y se espera que desde 2019 a 2023 crezca anualmente a razón de 6,1%, por los factores mencionados anteriormente.

Por país, Estados Unidos es el que mayores ingresos por ventas generó con 328.389 millones de dólares. Cabe destacar que de este monto 242.282 millones son generados por la industria de bebidas gaseosas. Se observa a continuación los ingresos generados por venta por países.

Gráfico 17 – Ingresos por Ventas por País Bebidas no alcohólicas en (Millones de US\$)



Fuente Elaboración Propia – Outlet Market Statista 2019.

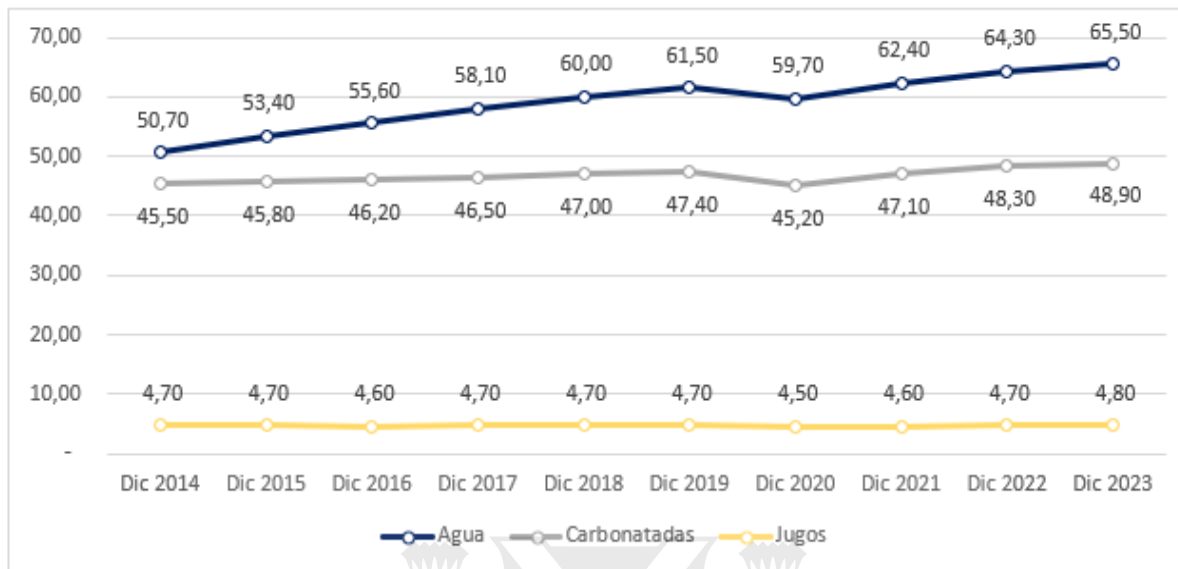
En 2019 se consumieron 751 miles de millones de litros en este mercado. El país que mayores cantidades per cápita consume es México con un consumo de 392 litros per cápita. Estados Unidos es el país que mayor cantidades de agua envasada vendió en 2018. El ingreso total por ventas fue de 63.333 millones de dólares. Argentina por su parte vendió 5.909 millones de dólares en agua envasada.

CCU en su distintas facetas ya sea como productor, embotellador o comercializador mantiene diversos contratos de licencia con grandes productores mundiales de este segmento. Grandes marcas como Coca Cola, Pepsico, Nestle, Gatorade, Red Bull mantienen contratos de licencias con la firma.

La evolución del consumo mundial en litros de los tres mayores segmentos de bebidas no alcohólicas se detalla en el grafico 18¹².

¹² Fuente: Statista Market Outlook Agosto 2019.

Gráfico 18 – Evolución Consumo Mundial Per Cápita (en litros)



Fuente: Statista Market Outlook 2019.

Las tendencias de consumo estarán ligadas hacia alimentos con menor cantidad de aditivos y más nutrientes según fuentes consultadas. Además, de la importancia del cuidado del medio ambiente, por lo que, futuros crecimientos en cada segmento del negocio estarán también ligados a la capacidad de la compañía de diseñar y aportar envases que cuiden el medio ambiente.

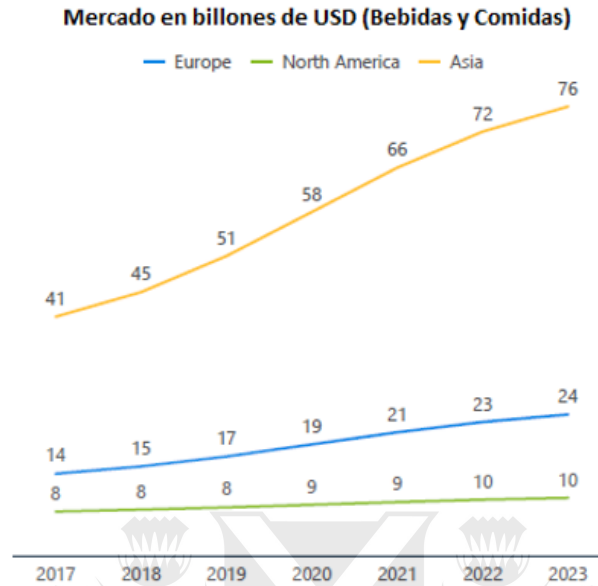
Según los analistas de las fuentes recurridas la tendencia de consumo variará de tal manera que el consumo de agua continuará en ascenso por sobre las bebidas carbonatadas¹³.

Aún así, en términos de precios por unidad en US\$ el agua es inferior. Se estima que la evolución de precios en USD desde 2019 a 2023 anualmente será de 2,1% Jugos; 2,4% Gaseosas y 3,8% en agua envasada.

Por último, en el **mercado de bebidas** en general, las expectativas de crecimientos van de la mano del uso de la tecnología online y e-commerce. Según IWRS el e-commerce para el segmento de bebidas tendrá un valor de mercado de 45,5 miles de millones de dólares estadounidense para 2024. China será para este entonces el mayor mercado e-commerce para bebidas y comidas. A continuación, se muestra la evolución del mercado E-commerce en los canales de ventas más importante por geografía.

¹³ Non-Alcoholic Drinks Report 2018.

Gráfico 19 – Evolución Crecimiento Mercado E-Commerce










Fuente Statista 2019 – Market Outlook 2019.

Perspectiva General del Mercado en Sudamérica.

A continuación, en la tabla 5 se muestra el consumo per cápita en cada uno de los países donde opera CCU, además hace la comparación con el mayor consumidor de bebestibles que es Estados Unidos. Cabe mencionar que todos los datos son a fecha de año corriente 2019.

Tabla 5 - Consumo Bebidas Sudamérica¹⁴

	 Chile	 Argentina	 Bolivia	 Colombia	 Paraguay	 Uruguay	 USA
Lts/ per capita en 2019							
Cerveza	46	45	31	49	46	31	69
Bebidas Carbonatadas	116	91	93	56	82	101	124
Jugos y Nectar	22	6	13	10	11	8	38
Agua	40	99	20	26	51	144	166
Bebidas Funcionales	5	2	1	4	1	2	50
Sprits	4	4	2	3	1	2	9
Sidra	0	2	0	0	1	1	1
Vinos	12	20	1	2	8	18	11
Total	245	269	161	150	201	307	468
Crec Consumo p/Capita (CAGR 2009-2019)	1,4%	-1,8%	1,6%	1,6%	2,5%	3,7%	0,4%
Poblacion (Millones)	18,7	44,9	11,4	50,4	7,2	3,5	331,9
Crec Poblacional (CAGR 2009-2019)	1,1%	1,1%	1,6%	1,1%	1,5%	0,4%	0,8%
GDP Crecimiento (CAGR 2009-2019)	3,1%	1,0%	4,5%	3,3%	4,6%	3,8%	1,6%

Fuente Elaboración Propia – Reporte de Resultados CCU 2019.

El mercado de cervezas en Sudamérica alcanza aproximadamente los 6.200 Millones de litros siendo Colombia el mayor consumidor por Cápita de dicha Bebida. El mercado de bebidas carbonatadas es el de mayor consumo con aproximadamente 11.200 millones de litros consumidos en 2019. Chile es el mayor consumidor per cápita de bebidas gaseosas en Sudamérica.

Uruguay es el país de Sudamérica con mayor crecimiento de consumo per cápita durante la última década, sin embargo, la densidad poblacional es demasiado menor al de sus países vecinos y cuenta también con el menor crecimiento poblacional registrado en la década.

¹⁴ GDP: Gross Domestic Product

El mayor problema que enfrenta la industria en Sudamérica es que la mayoría de las economías sudamericanas no muestran sólidas expectativas de crecimiento según sus respectivos producto bruto interno (PBI) lo cual está íntimamente relacionado con el ingreso de la clase media. El consumo de la clase media está a su vez relacionado con el ingreso por ventas sobre todo de bebidas alcohólicas, y más aún si la industria tenderá a la premiumización.

En Chile el PBI per cápita disminuyó en 2019 un 5,4% respecto de 2018 situándose en 15.065 US\$. En Argentina el PBI per cápita disminuyó un 2,2% ubicándose en 11.658 US\$ bastante menor a Chile. Colombia, sin embargo, aumentó en 2019 su PBI en 3,2% respecto de 2018 aunque el PBI per cápita es de 6.498 US\$. Uruguay el PBI per cápita disminuyó apenas un 0.2% respecto 2018 y fue de 17,294; es el más alto de la región. Paraguay, por último, tuvo un PBI de 5.934 US\$ un 5,8% mayor que 2018¹⁵.

Participación CCU:

La comercialización de sus productos está dirigida básicamente al comercio minorista, integrado por supermercados, restaurantes y almacenes. La evolución en la participación sobre los mercados de bebidas por segmento de operación es la siguiente¹⁶

Tabla 6 - Participación de mercado CCU.

Participación de Mercado CCU	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total	30,60%	31,30%	28,10%	28,10%	29,40%	28,10%
Chile	40,80%	41,50%	42,30%	42,70%	43,40%	43,80%
Negocios Internacionales	17%	18%	14%	14,70%	20%	17%
Vinos	18%	18%	18%	18,20%	17,70%	17,70%

Fuente - Elaboración Propia según datos Memoria Anual CCU SA 2014 -2019

Como se observa en la Tabla 6 la participación total es la ponderada de cada uno de los mercados en los que participa CCU. Hubo una marcada tendencia hasta 2014 para adquirir nuevos negocios. Desde entonces la firma ha intentado adquirir nuevas marcas (desarrollo de intangibles) y ha celebrado continuados contratos de licencia para asegurar la continuación de sus actividades. Sin embargo, como se mencionó anteriormente el riesgo más grande en cuanto a la imposibilidad de adquirir nuevos negocios se debe a que Anheuser-Busch InBev participa en

¹⁵ Fuente – Datos Macros: Cuentas Nacionales 2019.

¹⁶ Fuente - Memoria Anual 2019 CCU S.A.

todos los mercados en los que opera CCU. En el segmento de Chile la participación continua se ha mantenido constante estos últimos años. Sin embargo, ABI anunció en agosto de 2018 que triplicará la producción de cerveza en dicho país, de 1,1 millones de hectolitros a 3,3 millones de hectolitros. CCU es la empresa que mayor mercado abarca en Chile. Sin embargo, estrategias como estas amenazan la estabilidad. La ventaja de CCU es que mantiene sobre ABI una robusta red de distribución y producción producto de su conglomeración desde el siglo anterior. El segmento de operaciones en Chile aumento los volúmenes de producción un 4,9% respecto de 2018. Y la firma ya anunció la continuidad del centro de distribución y una nueva planta de producción en Renca que culminará en 2020. En el segmento Chile, CCU S.A compite mayormente con las filiales de Coca-Cola (Coca Cola Andina S.A), ABInBev (AMBEV S.A y ARCA Continental SAB) y Constellation Brands. CCU S.A tiene casi el 50% de participación en este mercado teniendo en cuenta también sus filiales ECUSA S.A y Transportes CCU S.A.

En la participación de negocios internacionales, la caída se debe en parte a la transacción realizada con ABI en el cual se intercambiaron licencias de marcas. CCU S.A cedió la licencia anteriormente otorgada por ABI S.A para la producción y comercialización de cerveza Budweiser a cambio de un pago de 300 millones de US\$ y la licitación de las marcas Schneider, Miller e Isenbeck. Aprovechando la situación, CCU en Argentina realizo el diseño de las latas de 710 cm³ para Heineken y Schneider las cuales fueron premiadas y obtuvieron un gran volumen de ventas en 2019. Aunque no evitó la contracción de participación en el mercado. Igualmente, los volúmenes de hectolitros producidos respecto de 2018 aumentaron un 7,6%.

En el Segmento Vinos, CCU S.A realizó la adquisición de las marcas Graffigna, Colón y Santa Silvia, sin embargo, estas adquisiciones no se vieron fuertemente marcada en el ascenso de participación en el mercado de vinos. Su competidor más directo en este rubro es Viñas Concha y Toro S.A que es el mayor productor y exportador de vinos en Sudamérica. Igualmente, el volumen de hectolitros en vinos producidos aumentó un 0,8% respecto de 2018.

El riesgo a nivel mundial en cuanto a la segmentación del mercado podría impactar en CCU S.A. Se debe pensar en ABI y filiales que cuenta con 500 marcas y operaciones en más de 50 países ocupando más del 30% de mercado total en cervezas. En todos los países que opera CCU compite con ABI.

Riesgos del Negocio Compañía Cervecerías Unidas:

Riesgo de Precio Materias Primas: La principal exposición a la variación de precios de materias primas se encuentra relacionada con el abastecimiento de cebada, malta y latas utilizadas en la producción de cervezas, concentrados, azúcar y envases plásticos que se utilizan en la producción de bebidas gaseosas y vinos a granel.

Cebada, Malta y Latas:

La operatividad de CCU Chile se abastece de malta proveniente de productores locales y del mercado internacional. Por su parte, CCU Argentina adquiere toda la demanda de malta de productores locales. Esta materia prima representa el 6% aproximado del costo directo del segmento de Chile.

Al 31 de diciembre de 2019 el costo de las latas representa el 12% del costo directo en el Segmento de operación de Chile. En el segmento de operaciones de Negocios Internacionales, el costo de las latas representa aproximadamente un 40% del costo directo de las materias primas.

Concentrados, Azúcar y Envases plásticos:

La principal materia prima en las bebidas no alcohólicas son los concentrados, que se obtienen de envases plásticos y contenedores. Estos productos representan el 27% del costo directo del Segmento de Operación de Chile. Sobre estos productos la compañía no realiza cobertura financiera, por lo que, se encuentra altamente expuestos ante variaciones en el precio.

Uvas y Vinos:

En el mercado de vinos las materias primas utilizadas son uvas cosechadas de producción propia, y uvas y vinos adquiridos de terceros en forma de contratos de largo plazo y spot. Viña San Pedro de Tarapacá S.A se autoabastece aproximadamente en un 26%. El 74% restante es comprado a productores minoristas con la modalidad anteriormente mencionada.

Riesgo de Crédito:

El riesgo de crédito al cual está expuesta la Compañía proviene principalmente de:

- a) las cuentas por cobrar comerciales con clientes minoristas, distribuidores mayoristas y cadenas de supermercados de mercados domésticos.
- b) cuentas por cobrar por exportaciones.
- c) las inversiones financieras mantenidas con bancos e instituciones financieras, tales como depósitos a la vista, fondos mutuos, instrumentos adquiridos como compromiso de retroventa e instrumentos financieros derivados.

Mercado Doméstico

El mercado doméstico se refiere principalmente a saldos por cobrar de operaciones realizadas en Chile y representan un 63% del total de las cuentas por cobrar comerciales. Para cubrirse ante esta insolvencia Compañía de Cervecerías Unidas S.A contrata seguros de crédito que cubren el 90% de los saldos de las cuentas por cobrar individualmente significativas. Esta cobertura al 31 de diciembre de 2019 alcanza un 84% del total de las cuentas por cobrar.

Mercado Exportación

Los saldos por cobrar del mercado exportación de Viñas San Pedro de Tarapacá (VSPT) representan un 19% del total de las cuentas por cobrar comerciales. La misma toman seguros de créditos que cubren el 99,2% de las cuentas por cobrar individualmente significativas, cobertura que al 31 de diciembre de 2019 alcanza al 89% del total de las cuentas por cobrar. El riesgo de crédito al estar diversificado en varios países se ve aminorado.

Riesgo Impositivo

Compañía de Cervecerías Unidas S.A se encuentra afectado a distintos impuestos en cada uno de los países donde opera. El impuesto que más agrava la situación de la empresa es el impuesto indirecto al consumo que se da en algunos países, no en todos. Igualmente, estos impuestos en su mayoría son trasladados a los precios de góndola.

El impuesto a la renta e impuestos específicos sobre bebidas alcohólicas y no alcohólicas afectan en gran medida a CCU. Un aumento en las tasas de dichos impuestos, o de cualquier otro, podría afectar en forma negativa el margen y la rentabilidad.

En Argentina fue aprobado el impuesto específico que grava a varios bebestibles, incluyendo el de la cerveza desde un 8% a un 14% sobre el precio de venta del fabricante. En el caso del vino, no hubo variación y se mantiene libre de impuestos específicos.

Riesgo de liquidez

La Compañía administra el riesgo de liquidez según estrategia a nivel consolidado de todas sus operaciones, siendo la principal fuente de liquidez los flujos de efectivo provenientes de sus actividades operacionales. Adicionalmente, Compañía de Cervecerías Unidas S.A tiene la capacidad de emitir instrumentos de deuda y patrimonio en el mercado de capitales de acuerdo a sus necesidades situacionales.

Para administrar la liquidez de corto plazo, la Compañía se basa en los flujos de caja proyectados para un período móvil de doce meses y mantiene efectivo y equivalentes al efectivo disponible para cumplir sus obligaciones.

Su actual desempeño a través de sus actividades operacionales y el efectivo disponibles son suficientes para financiar el capital de trabajo (working capital), pago de intereses, pago de dividendos.

Riesgo Relativo a Chile:

Operatividad:

La operatividad de Compañía Cervecerías Unidas S.A está fuertemente ligada a Chile y depende de la misma. Como se mencionó el 65% de la operatividad de CCU se genera en Chile. La economía chilena ha experimentado un crecimiento del PBI anual promedio de un 3% entre 2009 y 2019. En su calidad de economía emergente, Chile está fuertemente expuesto a condiciones desfavorables de los mercados financieros internacionales ante la inminente declinación en la demanda de productos propios y de terceros con los que se efectúan negocios. Cabe destacar, por último, que la calidad crediticia de CCU según ICR es AA+.

Tipo de Cambio:

En CCU como se mencionó las materias primas se encuentran indexadas al dólar americano (US\$) y en el sector de Vinos se exporta a diferentes países por lo que los ingresos están dados en distintas monedas (USD, dólares canadienses, euros y libras). El tipo de cambio podría afectar la posición financiera y los resultados operacionales. Aunque el ingreso por exportaciones podría

compensar parcialmente estos efectos. Las últimas pronunciadas devaluaciones del peso chileno respecto al USD fueron en 2014, 2015 y el año corriente en estudio.

Riesgo Relativo a Argentina:

CCU depende de gran medida de Argentina. Las condiciones económicas impactan directamente no solo por lo mencionado hasta ahora, sino que gran porción del segmento internacional recae sobre Argentina. El PBI argentino prevén una contracción del 3,5% para el año entrante, sin desestimar que Argentina se encuentra en un momento de hiperinflación para las normas contables chilenas. El control de precios es una de las decisiones que más afecta a la operatividad del negocio en Argentina.

Riesgo General: Algunos riesgos se detallan a continuación:

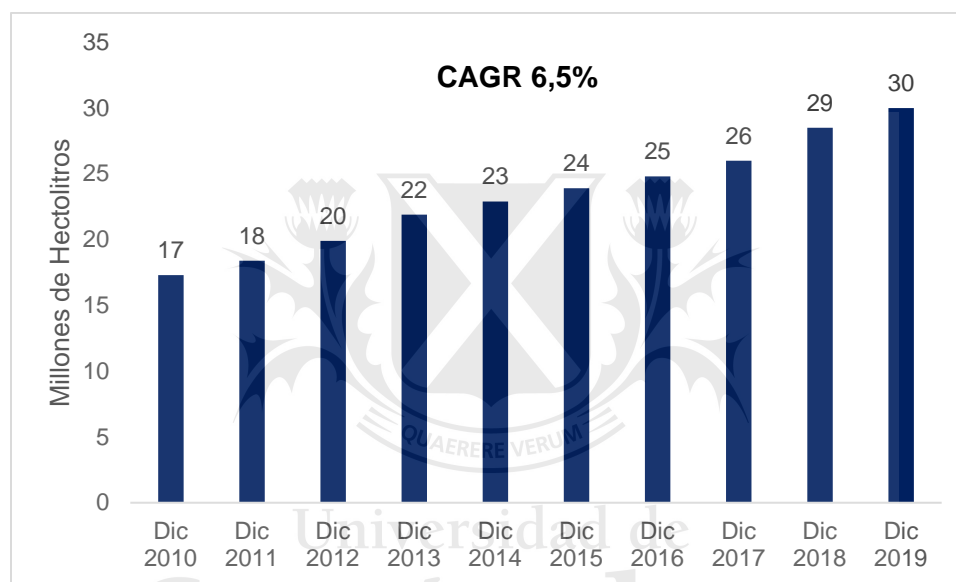
- Dependencia de un solo proveedor para algunas materias primas tales como latas, malta, etc.
- El agua es un recurso fundamental para el suministro de las operaciones.
- La cadena de suministros, producción y logística es fundamental y durante el 2019 se vio afectada por huelgas, paralización de servicios públicos, terrorismo, etc.

Evolución del Negocio y Análisis de Crecimiento:

Análisis Operatividad y Rentabilidad:

El Gráfico 20 a continuación muestra la evolución de las cantidades vendidas en millones de hectolitros por CCU a lo largo de la última década. El crecimiento promedio del volumen producido y vendido es de 6,5% entre 2019-2010.

Gráfico 20 – Cantidades Vendidas por Millones de Hectolitros.

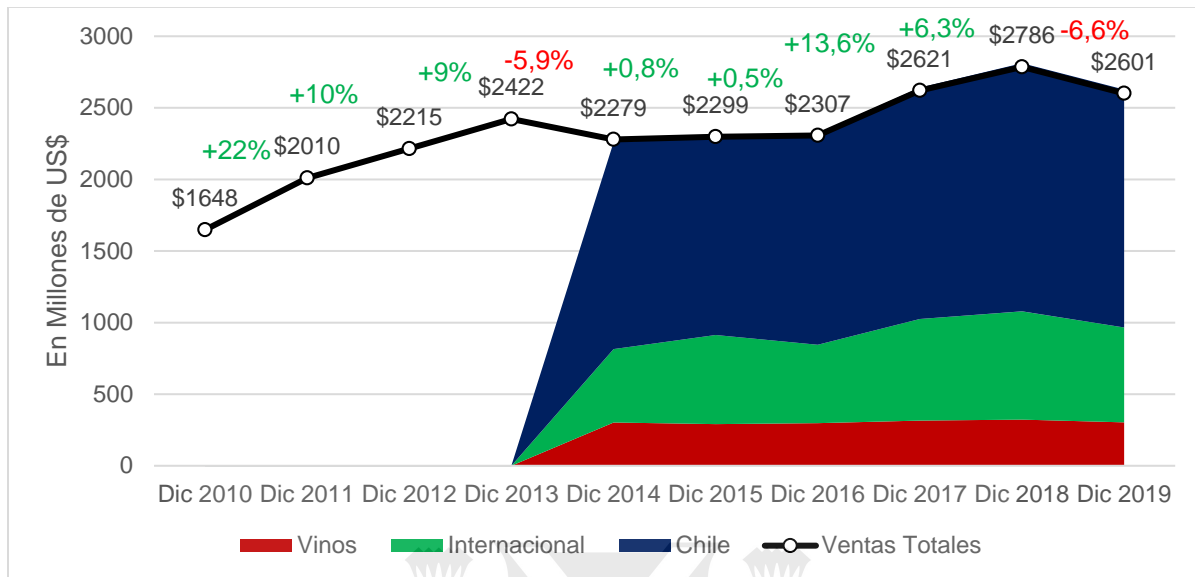


Fuente: Elaboración propia según Presentación a los accionistas CCU 2019¹⁷

Sin embargo, el crecimiento de las cantidades vendidas no se ha visto reflejado en el ingreso por venta en dólares. Los estados consolidados por la firma reportan los ingresos en pesos chilenos (CLP). Por lo que, se toma para el análisis el tipo de cambio USD/CLP al 31 de diciembre de los respectivos años. El tipo de cambio al 31 de diciembre de 2019 es 0,01427. Las ventas muestran una leve caída en el último año. La depreciación del peso chileno y argentino ante el dólar dieron como resultado un ingreso por venta real en dólares menor. Detalle a continuación:

¹⁷ Ver Anexo 1 sobre Ventas

Gráfico 21 – Evolución Ingreso por Ventas CCU (En Millones de U\$D)



Fuente Elaboración Propia según Estado Consolidados CCU.

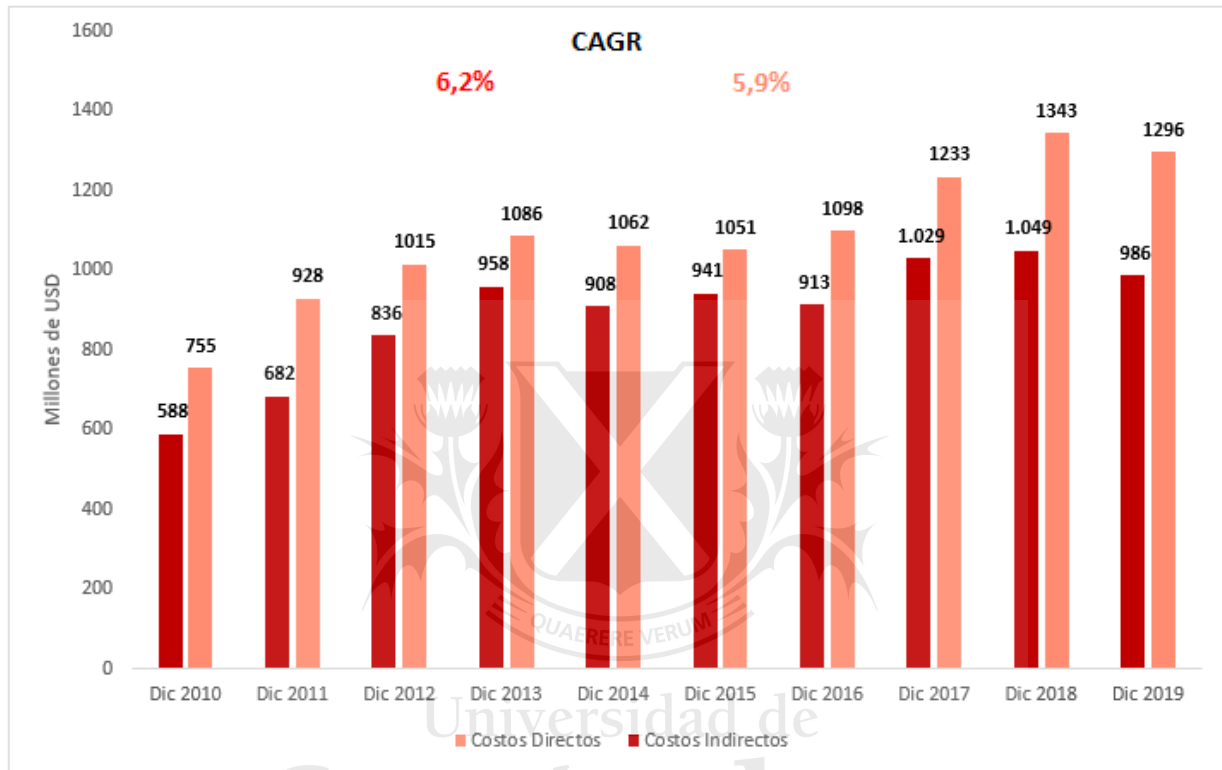
Según el reporte consolidado de la firma el ingreso por ventas en pesos chilenos de 2019 aumento un 2,2% respecto de 2018. Sin embargo, en dólares el ingreso por ventas durante este periodo disminuyo un 6,6%. Cabe destacar que la depreciación del peso chileno respecto de la moneda americana fue de un 8,6% respecto del año 2019. Al 31 de diciembre la relación en el tipo de cambio CLP/USD fue 0,00143 CLP por dólar. Durante los peridos analizado 2010-2019 el crecimiento promedio anual de los ingresos por ventas ha sido de 5,2%, impulsado por el continuo aumento de volúmenes producidos. Argentina sufrió también pérdida en el poder adquisitivo de la moneda producto de la devaluación de su moneda respecto del dólar y ante la imposibilidad de no poder trasladar este fenómeno a los precios no solo por decisiones políticas sino también porque en Argentina CCU S.A se enfrenta a Cervecería y Maltería Quilmes, filial de Ambev S.A. y como resultado de su posición dominante y gran tamaño en Argentina, Quilmes se beneficia de economías de escala en la producción y la distribución de cerveza que son significativamente mayores a las de CCU por lo que le impide a CCU poder marcar una correcta política de precios en góndola.

Cabe destacar que no es posible diferenciar el crecimiento orgánico e inorgánico de la firma debido a la inflación y a la falta de estabilidad en los precios.

Continuando, los costos directos de venta que son aquellos costos atribuibles a la producción de los bienes que vende CCU S.A (incluye costo de materia prima, costos laborales directos de manufactura y otros) e indirectos de producción (incluye gastos de comercialización,

administración y generales). Son gastos operativos diarios que no están relacionados al proceso productivo de manufactura.

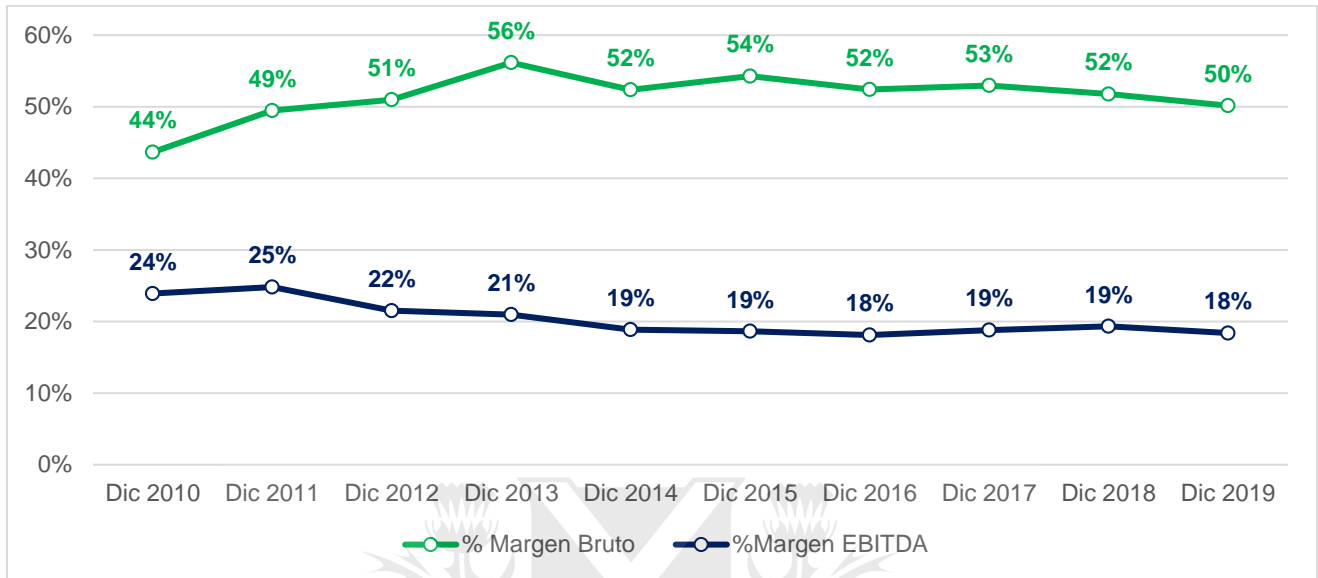
Gráfico 22 – Evolución Costos Directos e Indirectos CCU. (En Millones de US\$).



Fuente Elaboración Propia según Estado Consolidados CCU.

El gráfico 22 muestra como los costos tanto directos como indirectos han ido en aumento progresivamente. Como ya se mencionó anteriormente el margen de ganancia que produce CCU se está viendo lentamente atentado. Los costos directos han crecido anualmente a razón de 6,2% durante el periodo 2010-2019, en consecuencia, la presión que han realizado sobre el margen bruto es una contracción del 6% de manera aproximada desde 2010 a 2019. Los costos indirectos, por su parte, nominalmente aumentaron a razón de 5,9% anualmente. La evolución de ambos lleva a recortar los márgenes del margen bruto y del margen EBITDA.

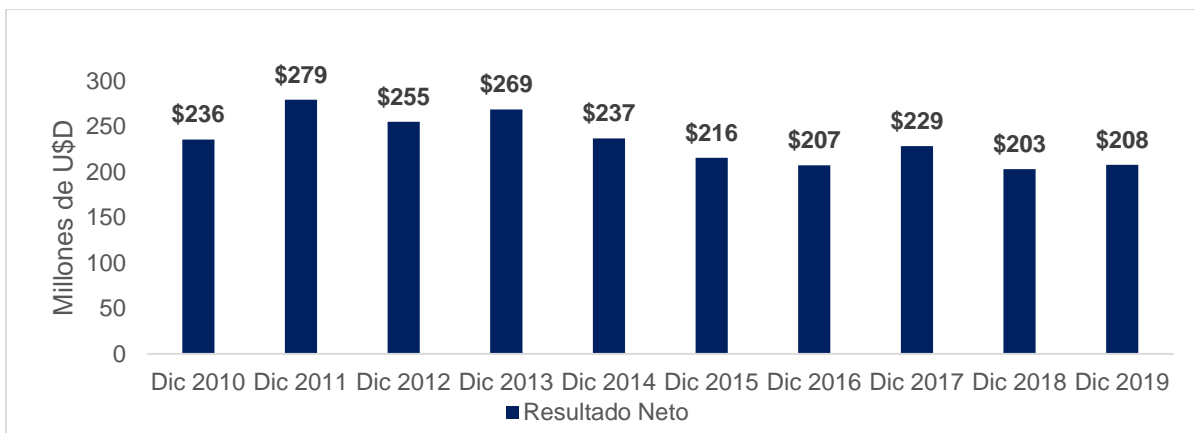
Gráfico 23 – Evolución Margen Bruto y EBITDA. (en %).



Fuente Elaboración Propia según Estado Consolidados CCU.

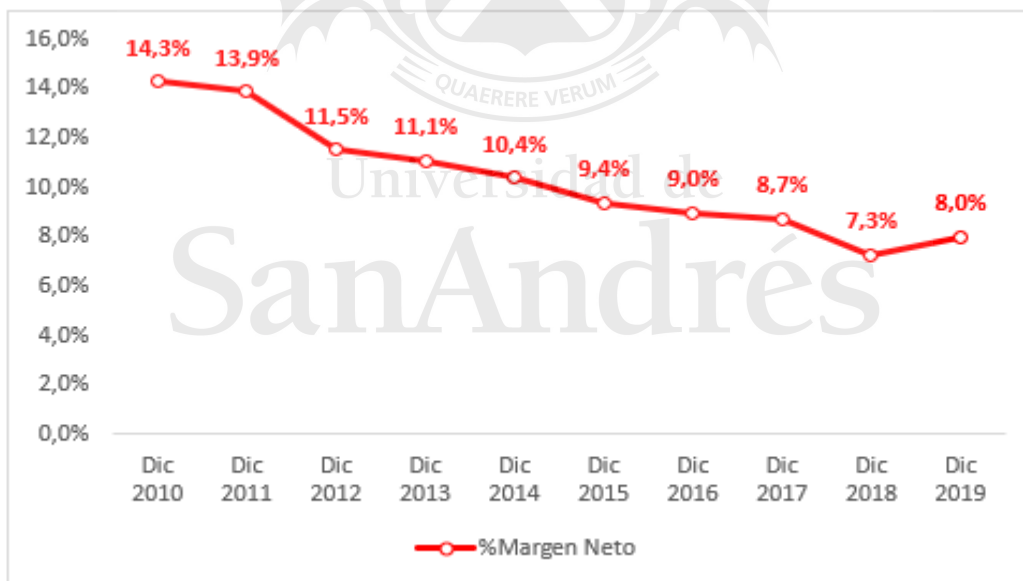
Ante las adversidades que implica para la firma el constante aumento del costo de venta ante el encarecimiento de las materias primas a través de la depreciación del tipo de cambio y la imposibilidad de trasladar el mismo a los precios. CCU S.A ha puesto en marcha en plan de “ExCCelencia CCU” que tiene como finalidad compensar la utilización eficiente de los costos de fabricación por parte de la firma.

Gráfico 24 – Evolución Resultado y Margen Neto CCU. (en Millones de U\$D).



Fuente Elaboración Propia según Estado Consolidados CCU.

Gráfico 25 – Evolución Margen Neto CCU. (en porcentaje %).



Fuente Elaboración Propia según Estado Consolidados CCU.

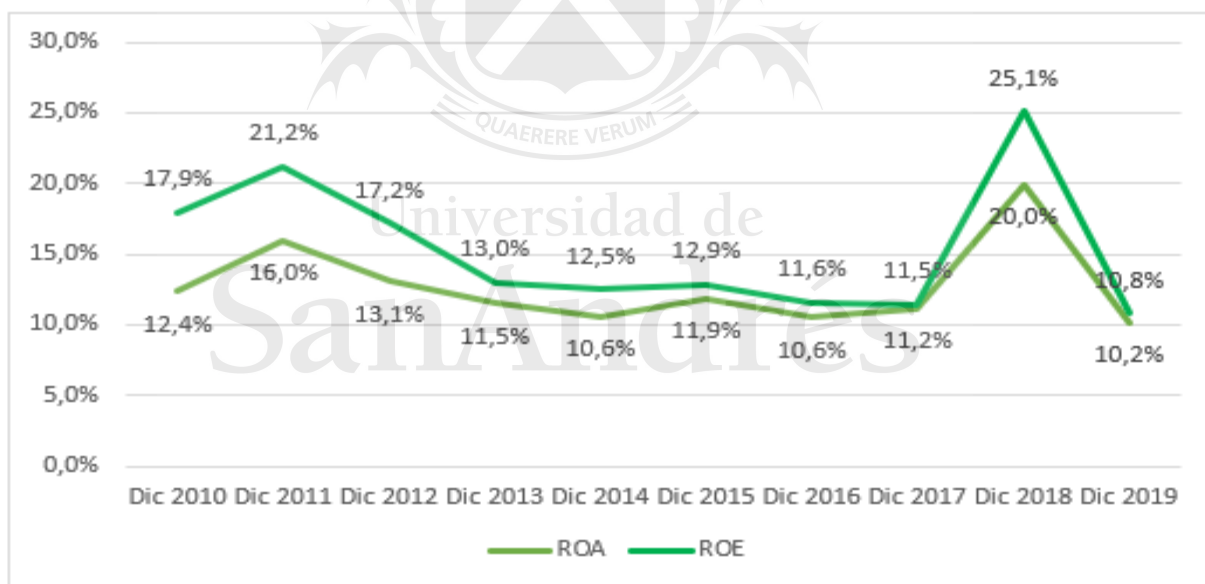
El Resultado Neto en 2019 aumento un 2,4% en dólares respecto de 2018 sin tener en cuenta la transacción con AmBev (Filia Brasileira de ABI)¹⁸ apartado C) Memoria Anual 2019. El resultado

¹⁸ Con fecha 6 de septiembre de 2017 bajo las leyes de la República Argentina subsidiaria de CCU acordó con Anheuser-Busch InBev S.A./N.V una carta oferta en virtud de la cual se considera por término anticipado al contrato de licencia en Argentina de la marca "Budweiser", celebrado entre CCU-A y Anheuser-Busch, con fecha 26 de marzo de 2008. En consideración a la Terminación Anticipada del Contrato de Licencia, ABI directamente o a través de cualquiera de sus subsidiarias paga a CCU Arg la cantidad de

neto durante 2019-2010 disminuyó un 1,4% no solo por el impacto de los costos. Si no también por el aumento de los costos financieros en un 2,2% al menos desde 2014. Sin embargo, destacamos que la salud financiera de la compañía se encuentra solventada lo cual se ampliará luego. También pérdidas por diferencias de cambio en un 64,4% desde 2014 generaron la caída del margen neto.

Dado que el Retorno al Patrimonio (Equity) (RoE) relación entre el resultado neto y el patrimonio neto de la firma; y el Retorno a Activos (RoA) que es la relación entre el EBIT y el Activo de la firma. Se puede observar que el gap o diferencia entre ambos indicadores es bastante cercano. Esto nos da una referencia de que las actividades de la firma están escasamente financiadas por terceros. Así mismo el ROE para la industria según Reuters que evalúa a 21 compañías es de 17,1% y el ROA es 10,3%.

Gráfico 26 – Evolución ROE & ROA (en %).



Fuente Elaboración Propia según Estado Consolidados CCU.

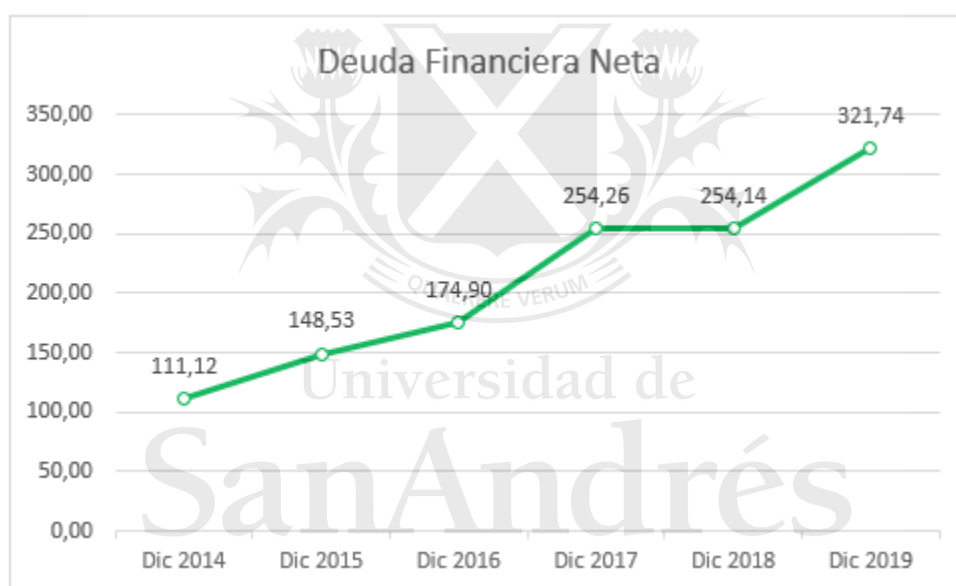
US\$ 306.000.000. Asimismo, el acuerdo incluye la transferencia de ABI a CCU-A de: (a) la propiedad de las marcas Isenbeck y Diosa (b) la propiedad de las marcas registradas en Argentina: Norte, Iguana y Báltica; y (c) la obligación de ABI de efectuar sus mejores y razonables esfuerzos para causar que se le entregue a CCU-A la licencia de ciertas marcas de cerveza premium internacionales.

La Transacción contempla la formalización de los siguientes contratos: I. Contrato en virtud del cual CCU-A efectuará al Grupo ABI la producción de todo o parte del volumen de la cerveza Budweiser, por un período de hasta un año; II. Contrato en virtud del cual el Grupo ABI efectuará a CCU-A la producción de todo o parte del volumen de la cerveza Isenbeck y Diosa, por un período de hasta un año; III. Contrato en virtud del cual el Grupo ABI, realizará la producción, venta y distribución del Grupo de Marcas, por cuenta y orden de CCU-A, por hasta un máximo de tres años

Estado de la Transacción. La firma de los respectivos contratos se realizó con fecha 2 de mayo de 2018.

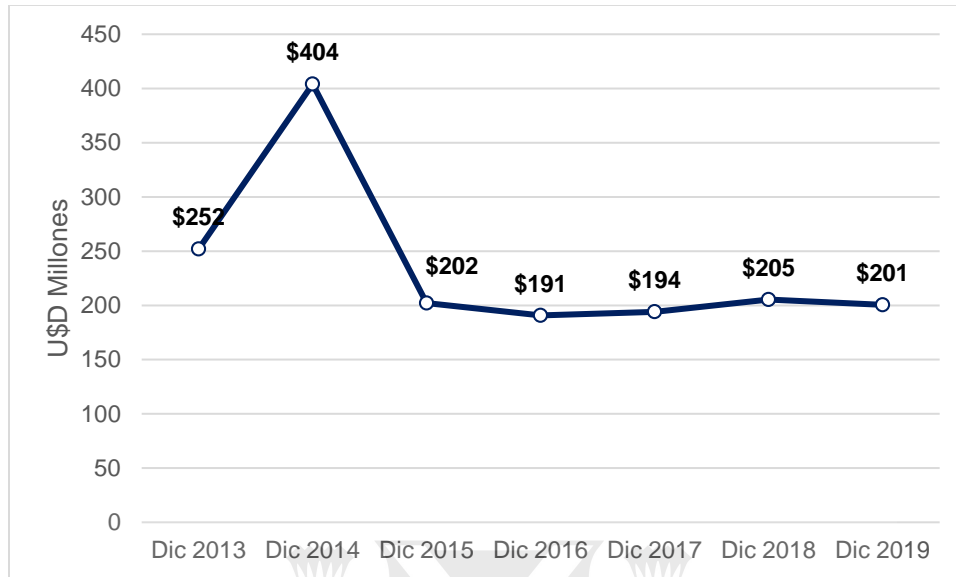
Al 31 de diciembre de 2019 la estructura de financiamiento de la compañía es un 4% en deuda con tasas de interés variable y un 96% en deuda con tasa de interés fija. Para administrar el riesgo de tasas de interés, CCU posee un política de administración de tasas de interés, con el fin de reducir la volatilidad del riesgo financiero. Para esto utiliza swaps de tasas. Considerando el efecto de los swaps de tasas de interés, el 98,6% de las deudas de la compañía al 31 de diciembre de 2019 son a tasas de interés fijo. La deuda corriente que genera la firma para financiar sus actividades operativas en su mayoría está generada por préstamos bancario a corto plazo.

Gráfico 27 - Deuda Financiera Neta (US\$ Millones).



Fuente: Elaboración Propia según EECC S.A

Gráfico 28 – Evolución CAPEX CCU S.A (en Millones de U\$D)



Fuente: Elaboración Propia SEGÚN EECC S.A

Los Gastos de Capital (CAPEX) muestran una tendencia constante en los últimos años. Los gastos en CAPEX se destinan principalmente a la modernización de las instalaciones de manufactura y para el soporte de nuevos productos e iniciativas de productividad. La compañía espera que los gastos en CAPEX en el año 2020 se mantengan en US\$ 181 millones.

Análisis de Ratios

Evolución de Ratios de CCU

La evolución de los márgenes operativos de la firma como se mencionó anteriormente va en detrimento, sin embargo, desde el análisis creemos conveniente que va a existir un punto en el cual la firma deberá evaluar en algunos países donde se encuentra asentada, en pos de superar situaciones tributarias, inflacionarias, políticas, etc.; buscar un consenso con los gobiernos de los países en los que opera.

Tabla 7. Evolución de Ratios de Rentabilidad CCU (en %).

Ratios Rentabilidad						
	Dic 2019	Dic 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014
Rentabilidad Capital (RN/PN)	10,83%	25,10%	11,45%	11,56%	12,85%	12,51%
Rentabilidad Activo (EBIT/A)	10,20%	11,31%	11,18%	10,59%	11,88%	10,61%
Margen Neto (RN/V)	7,99%	18,06%	8,72%	8,99%	9,38%	10,39%
Margen Operativo (EBIT/V)	12,28%	14,10%	13,72%	12,84%	13,33%	13,58%
Margen Bruto (COGS/V)	50,16%	51,77%	52,97%	52,41%	54,28%	52,37%

Fuente: Elaboración propia según EECC CCU S.A 2014-2019.

En lo que respecta a la evolución de la estructura financiera de la compañía, se observa una salud financiera bastante holgada. La firma no está apalancada en grandes proporciones de deuda. Sobre todo, por el perjuicio que le sería endeudarse en una moneda fuerte respecto al peso chileno y argentino. El nivel de apalancamiento respecto del patrimonio y activo de la firma es sumamente bajo. De hecho, la actividad operativa solventa de sobremanera los intereses que genera la deuda.

Tabla 8. Evolución de Ratios de Endeudamiento CCU.

Endeudamiento						
	Dic 2019	Dic 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014
Endeudamiento Fin (D.Fin Neta/PN)	0,17	0,13	0,13	0,10	0,09	0,06
Nivel Apalancamiento (D.Fin/A)	0,10	0,07	0,08	0,06	0,06	0,04
Cobertura Intereses	8,07	10,67	9,64	9,86	8,65	7,68

Fuente: Elaboración propia según EECC CCU S.A 2014-2019.

Como se puede observar en la Tabla 8 el índice de liquidez general de la compañía se ha mantenido prácticamente estable sin grandes modificaciones, lo cual demuestra que en el corto plazo la compañía tiene respaldo para hacer frente a sus obligaciones corrientes. El promedio en la industria en Estados Unidos es de 1,32 y de 1,69 en la industria chilena para este índice.

Por otro lado, a continuación, los ratios de gestión muestra el ciclo de conversión de efectivo de la firma. En la industria en Estados Unidos es de 34,1 por lo que tienen mayor liquidez desde el momento de la venta hasta el cobro en efectivo de dicha venta. Mientras que, en la industria chilena el ciclo de conversión de caja es de 128,3 días. Sin embargo, en CCU S.A el ciclo de conversión de caja es de 60,81.

Tabla 9 - Ratio Liquidez y Operativos

	Dic 2019	Dic 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014	Dic 2013	Dic 2012	Dic 2011
Liquidez General	1,6	1,5	1,6	1,5	1,8	1,8	2,0	1,6	1,5
Días de Inventario	93,4	92,8	96,5	94,2	94,8	99,8	98,9	97,8	94,2
Días en la calle	64,3	66,4	68,9	67,5	65,8	70,7	69,8	75,2	72,3
Días Proveedores	96,8	95,7	106,6	103,0	110,2	114,0	115,8	100,0	99,9
Ciclo de Conversión de Caja	60,81	63,52	58,77	58,69	50,42	56,50	52,84	73,00	66,59

Elaboración Propia según Resultados CCU S.A

Comparación: CCU S.A vs. Pares del Mercado

Las tablas que se presentan en esta sección muestran la comparación entre los Ratios Operativos de CCU S.A y aquellos de otras cuatro compañías de la industria de bebidas: ABInBev, Heineken, Diageo y Pernod Ricard.

Tabla 10 – Ratios de Rentabilidad con Comparables.

Ratios Rentabilidad con Comparables	CCU	ABInBev	Heineken	Diageo	Pernod Ricard
Margen EBIT (EBIT/VTAS)					
Rentabilidad Capital (RN/PN)	10,83%	12,50%	14,12%	34,50%	9,50%
Rentabilidad Activo (EBIT/A)	10,20%	5,40%	7,40%	13,90%	6,80%
Margen Neto (RN/V)	7,99%	19,10%	9,90%	25,90%	16,20%
Margen EBITDA (EBITDA/V)	18,39%	30,80%	15,10%	32,50%	30,20%
Margen Bruto (COGS/V)	50,16%	61,10%	50,30%	62,20%	61,50%

Elaboración Propia según EECC CCU y Reuters.

Para el caso de los ratios de rentabilidad se observa, en primer lugar, que CCU SA tiene menor rentabilidad sobre el capital sobre sus pares. Sin embargo, la rentabilidad del activo es mayor a la de algunas compañías de la industria. Esto se debe a que las grandes corporaciones recurren a un elevado apalancamiento sobre la deuda para la consecución de sus resultados. También a que el aumento de las economías de escalas de la firma no se ven compensadas en la sinergias en los resultados. El Margen Bruto, sin embargo, es el más bajo, pero es razonable aun, debido a la influencia del tipo de cambio en los ingresos por ventas de la firma. El resto de las compañía genera y operara sus ingresos por ventas en dólares y euros. El margen neto sin duda es el menor respecto de los comparables.

En lo que respecta a los ratios de estructura financiera, CCU S.A muestra una solvencia mayor a ABI y Heineken que están muy apalancadas en deudas. Además, ambas firmas tienen el mayor riesgo de default según información obtenida en Reuters. La cobertura de intereses de CCU S.A, sin embargo, muestra solvencia significativa para no mostrar riesgo de no poder cubrir los compromisos de deuda con lo que generan sus operaciones.

Tabla 11 – Ratios Financieros con Comparables.

Ratios Estructura Financiera con Comparables					
	CCU	ABInBev	Heineken	Diageo	Pernod Ricard
Endeudamiento (D.Fin/PN)	0,17	1,26	0,90	1,39	0,45
Nivel de Apalancamiento (PN/A)	0,61	0,32	0,36	2,04	0,51
Cobertura de Intereses (EBITDA/Int Fin)	8,07	3,90	7,60	8,60	7,14

Elaboración Propia según EECC CCU y Reuters.

Por último, en cuanto a los Ratios de Gestión, CCU S.A muestra un apalancamiento comercial normal. En el corto plazo operativamente también es solvente. Sin embargo, se puede observar que hay compañías que están muy apalancadas en sus proveedores e inclusive algunas en contrapartida mantienen stocks muy elevados de sus productos.

Tabla 12 – Ratios de Gestión con Comparables.

Ratios Estructura Financiera con Comparables					
	CCU	ABInBev	Heineken	Diageo	Pernod Ricard
Liquidez General	1,63	0,83	0,68	1,34	1,79
Días de Inventario	93,37	77,63	63,50	394,40	581,00
Días en la calle	64,26	29,64	56,10	73,40	60,80
Días Proveedores	96,82	278,68	134,10	120,60	214,30
Ciclo de Conversion de Caja	60,81	-171,41	-14,50	347,20	427,50

Elaboración Propia según EECC CCU y Comparables.

Valuación de Compañía Cervecerías Unidas S.A a través del Método Flujos de Fondos Descontados.

El Método de Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados, se basa en el Modelo de Valoración de Modigliani y Miller (1961), y se complementa con el Modelo de Tasas de descuento de Modigliani y Miller (1963). El modelo supone que una empresa vale por la capacidad que tiene de generar flujos de fondos libres. Este valor tendría dos componentes principales:

- a) el valor actualizado que generan los activos actuales.
- b) Adicionalmente el valor actualizado que generan las oportunidades inversión.

Ambos componentes capturados en el flujo de caja de los activos de la empresa o también denominados Flujos de Caja Libre. Estos Flujos de Caja Libre dependiendo del riesgo operacional del negocio, el mercado en que se encuentre y la estructura de endeudamiento constante que presente la empresa son descontados al costo de oportunidad de estos activos en el largo plazo. Este se denomina el Costo de Capital o Weight Average Cost of Capital (WACC), tasa de descuento relevante compuesta por el costo de financiar los activos de la empresa. El valor de los activos actuales más el valor actual neto de las oportunidades de inversión se estima como el valor presente de los flujos de caja libres descontados al costo de capital pertinente.

El patrimonio económico de la empresa se estima como el valor económico de los activos menos el valor de la deuda financiera y de la deuda subordinada que tenga la empresa a la fecha de valoración.

El costo de la deuda financiera esta dado por la tasa de interés requerida para financiarse, mientras que el costo del financiamiento con accionistas esta dado por la tasa esperada de retorno sobre los aportes de capital, por eso se la denomina costo de Capital propio o costo del Equity.

Por lo que el WACC, estima el riesgo futuro implícito en los fondos futuros descontando a la tasa de las dos fuentes de financiamiento y ponderándolas por la estructura de capital observada en la industria como parámetro.

Supuestos del Modelo:

- a) La empresa opera en un 100% de eficiencia.
- b) El flujo de caja libre no captura el flujo de activos prescindibles
- c) Los flujos permanentes de las empresas no sólo vienen de lo Operacional, sino también de aquellos activos no operacionales que no se consideran prescindibles (ejemplo, arriendo de propiedades de inversión, utilidad de inversión en empresas).

- d) No toma en cuenta la capacidad que tiene la firma de hacer frente a los pagos de la deuda en cada momento del tiempo. Se define el momento cero de la valoración como la fecha de valoración. La proyección se realiza en forma anual a partir de la fecha de valoración. Los flujos de caja libre se proyectan en un horizonte distinto según el tipo de empresa

Empresas de Vida Infinita: Corresponde a las empresas que por definición se encuentran en marcha y no tienen vida limitada. La proyección se realiza en dos partes:

Periodo Explícito: Proyección de “n” cantidad de años, 3 a 5 años según las oportunidades de crecimiento de la industria donde se encuentra la empresa.

Periodo Permanente o Terminal: Proyección del último flujo de caja libre, que corresponde al flujo del año “n+1”, el que de manera conservadora se mantiene constante hasta la vida indeterminada de la empresa.

El flujo de caja libre para cada periodo es el siguiente:

= **Ganancia o Utilidad antes de Impuestos**

AJUSTES

- Ajustes por Impuestos
- + Depreciación del Activo Fijo
- + Amortización del Activo Intangible

= **FLUJO DE CAJA BRUTO**

- Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)
- Inversión en Capital de Trabajo (WC)

= **FLUJO DE CAJA LIBRE**

Cabe destacar también que el concepto de flujo de caja libre es un valor que resulta luego de la aplicación de impuestos. Es decir, el EBIT es ajustado para obtener un valor luego de impuestos. El propósito es obtener un flujo de fondos independiente de la estructura de capital de la firma. En segundo lugar, es importante ajustar nuevamente los ajustes puramente contables que no significaron una erogación real de dinero. Por último, se debe restar a la ecuación los flujos de fondos necesarios para mantener la empresa en marcha. Estos flujos son las que representan las inversiones de capital para mantener los bienes de uso y otras inversiones de capital que surgen del curso regular del negocio. También se deben sustraer los cambios que experimenta el

capital de trabajo de la firma, que son los recursos que necesita la firma para realizar sus operaciones con normalidad en el corto plazo.

Dado que Compañía Cervecerías Unidas S.A se considera una empresa de duración ilimitada se estimará la valoración de la compañía sobre los flujos de caja libre para los próximos 5 años, tomando como fecha de comienzo el cierre de las operaciones para el 31 de diciembre de 2019. Es decir, que se proyectaran las operaciones hasta el 31 de diciembre de 2023.

Luego se realizará el cálculo del valor terminal de la firma a través del modelo de crecimiento de Gordon y este valor terminal se adicionará al valor de la firma.

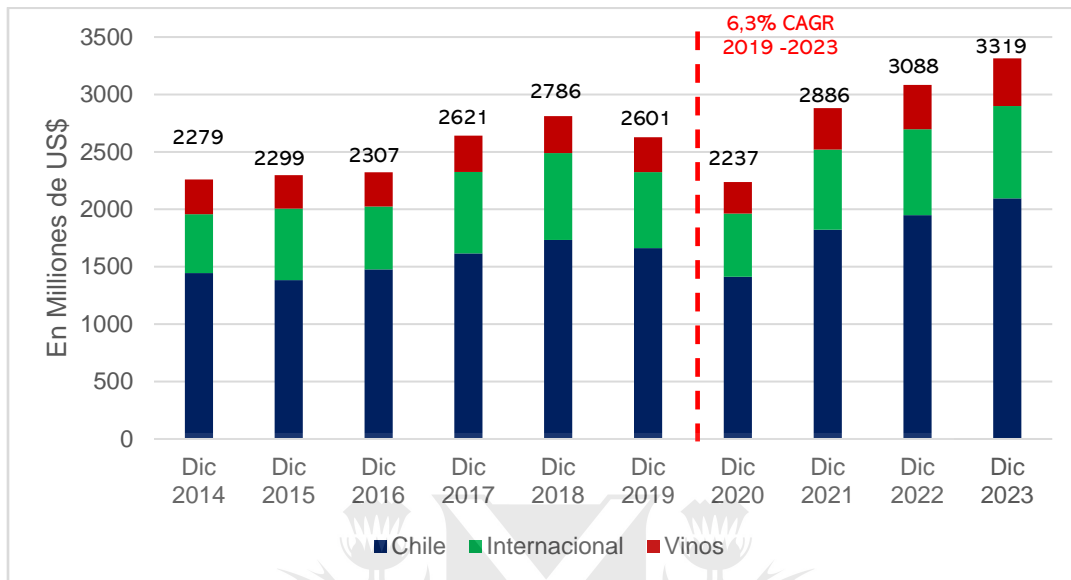
El método de flujo de caja libre requiere de proyecciones fundadas en condiciones futuras de mercado (industria) y de la compañía. Para la confección de los flujos futuros se utilizarán supuestos razonables y acordes a la información histórica desarrollada en páginas anteriores. Con este fin se evaluarán tendencias observadas y acompañadas a su vez de cambios de variables estimadas que puedan reflejar la situación actual de la compañía y el mercado.

Proyección Estado de Resultados:

Ventas Totales:

Para proyectar las ventas de Compañía de Cervecerías Unidas S.A tendremos en cuenta el crecimiento esperado en la industria, el crecimiento esperado del PBI en cada uno de los países donde opera CCU y el análisis realizado sobre las compañías competidoras sobre la posible evolución o disminución de la participación en el mercado y los planes de inversión de la firma. El mercado de bebidas no alcohólicas tiene un crecimiento anual esperado de 9,8% en Sudamérica para 2023 y el mercado de bebidas alcohólicas un 7,5% para el mismo periodo de tiempo (ver cuadro anexo 3). Sin embargo, se considera en este informe que la participación se verá apenas disminuidas teniendo en cuenta la participación ascendente de ABInbev en Sudamérica y la posibilidad de que durante este período alguno de los contratos de licencia que tiene la firma claudiquen. Aunque se cree que los volúmenes a producir continuarán en aumento, ya que, esto dentro de la firma ha sido siempre así aun cuando haya perdido cuota de mercado.

Gráfico 29. Proyección de Ingresos Totales por segmento de Operación CCU S.A (en Mill US\$).



Elaboración Propia según Datos Statista y Factiva 2019.

La evolución de los ingresos por ventas estará marcada por una caída en 2020 producto de una desaceleración en el consumo debido al COVID y las malas expectativas de crecimiento de la industria que se habían generado para el 2020 el sector más afectado será el segmento internacional con una caída de las ventas en un 17%. Luego la recuperación estará marcada por los consumo en el incentivo generados post covid, el incremento del e-commerce en la industria y la premiumización del mercado. Estimamos que las ventas de CCU no crecerán como el mercado a un ritmo de 8,6% anualmente desde 2019 a 2023 sino que será por debajo debido a pérdida en la participación de mercado sobre todo en el segmento Chile y que será compensado por un aumento de participación en el sector de vinos. El incremento anual ponderado será de 6,28% desde 2019 a 2023. Además, la imposibilidad de trasladar el incremento de los costos y la inflación a los precios será una de las causas por las cuales CCU S.A perderá cuota de mercado ante otros competidores de grupos corporativos con mayor market cap en el mercado.

Costo de Bienes Vendidos:

La variabilidad del costo de venta está acompañada de fluctuaciones que se pueden producir en los precios de las materias primas, en su mayoría importadas, que pueden variar significativamente como resultado de la variabilidad de las mismas por condiciones del mercado. Los precios de la materia prima, otros insumos relacionados a la venta pueden fluctuar significativamente como resultado de condiciones de mercado fuera del control de la compañía y que resultan difícil de predecir. Fluctuaciones en el valor de las divisas, condiciones políticas bilaterales entre los países, clima, recurso natural (agua) utilizado como fuente de suministro y cambios en la demanda. Estos impactos están fuera de alcance en este informe, por lo tanto, lo haremos a valores históricos en relación con las ventas más alguna flexibilización por supuestos que se estiman. Lo importante aquí es sensibilizar el margen bruto de la firma que en promedios históricos es del 53% del total de ingresos generado. Aunque como hemos observado a lo largo de este informe el mismo se ha contraído un 2% desde 2014. Lo cual creemos que el margen seguirá disminuyendo a un punto en que la firma deberá buscar la manera de realizar los acuerdos necesarios para trasladar los costos a los precios y buscar eficiencias en los costos para no continuar disminuyendo el margen bruto.

Tabla 13 - Análisis de Costo de Venta – (en Millones US\$)

	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020e	Dic 2021e	Dic 2022e	Dic 2023e
Ventas	2.215	2.299	2.307	2.621	2.621	2.601	2.237	2.886	3.088	3.319
Costo de Venta	1.062	1.051	1.098	1.233	1.343	1.296	1.141	1.443	1.513	1.627
Margen Bruto	1.154	1.248	1.209	1.388	1.278	1.305	1.096	1.443	1.575	1.693
% Margen Bruto	52%	54%	52%	53%	49%	50%	49%	50%	51%	51%

Fuente: Elaboración Propia según EECC CCU 2019.

Por esto creemos conveniente reducir el margen al 49% en 2020 y luego creemos conveniente que la firma mejorara el margen bruto para buscar índices similares a años anteriores y que se ajusten a las compañías comparables que están por encima. De lo contrario la firma seguirá perdiendo valor operativo.

Gastos Operativos (Costos Fijos)

Estos costos son generados por la operación diaria del negocio y no están relacionados al proceso de venta, comercialización y distribución de los productos. Se incluyen aquí también los

gastos administrativos necesario para la operatividad del negocio. Debido a que estos gastos no están estrechamente relacionados al proceso productivo no deben computarse como un porcentaje de las ventas totales. De esta manera se procederá a computarlos según los datos históricos observados, ajustados anualmente a la evolución de los precios del mercado. El problema aquí también se genera en que Compañía Cervecerías Unidas S.A ha tenido inconvenientes para trasladar la inflación anual a los precios de su productos. Por lo tanto, esto no debe dejarse de lado.

La evolución de los precios (inflación) sobre los gastos operativos estimamos que será de 1,5%

Activos, Gastos de Capital (CAPEX), Depreciación y Amortización.

Las normas contables establecen métodos de contabilización que son homogéneos en varios sentidos para estos rubros lo que hacen que su proyección también sea similar y esté relacionada.

En primer lugar, la evolución histórica del activo no corriente ha sido en crecimiento desde 2010 a 2019, este crecimiento en promedio del activo no corriente es del 1,9% anual. Esto ligado a la política de adquisiciones y fusiones que tiene Compañía Cervecerías Unidas S.A. En promedio el segmento Propiedades, Plantas y Equipos creció durante el periodo anteriormente mencionado un 1,4% anual. Igualmente, este crecimiento no es constante, lo que se observa es que la firma tiene políticas de grandes inversiones y desinversiones, por lo que, se cree conveniente respetar el crecimiento histórico, pero sensibilizarlo año a año según la evolución del segmento.

Activos Intangibles crecieron también en promedio durante este mismo periodo un 1% anual. Y es un segmento que se mantendrá constante, ya que, la firma a través del desarrollo y consecución de marcas obtiene participación en el mercado.

Por otra parte, la relación histórica entre el activo fijo y el gasto en depreciaciones es estable durante la década analizada y se sitúa en un 9% en promedio (Depreciaciones/PPE).

Tabla 14 - Análisis Proyección Activo No Corriente

Estimación de Activos No Corrientes, CAPEX, Depreciación y Amortización										
Activos No Corrientes	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022	Dic 2023
	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD
Propiedad, Planta y Equipo	1.404	1.233	1.351	1.493	1.474	1.460	1.517	1.576	1.638	1.702
Activos Intangibles (incluye Goodwill)	256	242	261	279	349	333	350	368	386	405
Incremento PP&E	4%									
Incremento Activos Intang.	5%									
Depreciaciones y Amortizaciones	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022	Dic 2023
	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD
Depreciación PP&E	109	119	117	129	141	154	137	142	147	153
Amortización Intangibles	3	3	4	5	5	5	5	5	5	5
Deprec. y Amortiz.	112	122	121	134	146	159	141	147	153	159
Deprec. (% PP&E)	8%	10%	9%	9%	10%	11%	9%	9%	9%	9%
Amortiz. (% Intangibles)	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
CAPEX	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022	Dic 2023
CAPEX	404	202	191	194	205	201	217	280	300	322
Ventas Proyectadas						2.601	2.237	2.886	3.088	3.319
CAPEX (% Ventas)	10%	9%	8%	7%	7%	8%				

Elaboración Propia según EECC CCU S.A

Por último, la relación histórica entre los gastos de Capital (CAPEX) y los ingresos por ventas de la compañía, se mantiene a grosso modo en términos constantes. Los gastos de capital en promedio son un 9,7 % del total de las ventas como se observa en la tabla 13.

Capital de Trabajo:

Las necesidades de capital de trabajo entendiendo esto como la diferencia entre las cuentas correspondientes de Activo Corriente y Pasivo Corriente de la firma se obtienen de la evolución histórica de la relación entre dichas cuentas de activos corrientes por sobre las ventas totales, y las cuentas correspondientes de pasivos corrientes por sobre el costo de venta.

La relación obtenida entre Inventarios y Cuentas a cobrar respecto de las Ventas entre 2014 y 2019 es el 13% y 17% respectivamente. Mientras que la relación entre la cuentas a cobrar y el costo de venta es de 33% desde 2014 a 2019. Una vez proyectados estos valores en la valuación,

la diferencia interanual entre cada año según las necesidades proyectadas dará como resultado los cambios en el capital de trabajo. Cabe destacar que Compañía Cervecerías Unidas S.A mantiene un margen de liquidez de aproximadamente un 60% con una variabilidad de más menos del 0,4% aproximadamente

Table 15 – Análisis Capital de Trabajo.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	2279	2299	2307	2621	2786	2601	2237	2886	3088	3319
CMV	1062	1051	1098	1233	1343	1296	1141	1443	1513	1627
%CMV/Ventas	47%	46%	48%	47%	48%	50%	51%	50%	49%	49%
Inventarios	307	267	294	311	356	331	280	362	387	416
Cuentas a cobrar	418	386	415	441	500	428	389	502	537	577
Cuentas a Pagar	357	349	384	434	473	437	392	495	519	558
Capital de Trabajo	368	304	325	318	383	322	278	368	405	435
Var Cap Trab	-	64	21	7	65	61	-44	90	36	30
Rel Inv/ Vtas	13%	12%	13%	12%	13%	13%	Prom		13%	
Rel Ctas a pag/ Vtas	18%	17%	18%	17%	18%	16%	Prom		17%	
Rel Ctas a cob/CMV	34%	33%	35%	35%	35%	34%	Prom		34%	

Fuente: Elaboración Propia según EECC S.A

Valor Terminal:

Para la estimación del valor terminal, se utilizó:

- a) Tasa de WACC de 8,10%.
- b) Flujos de Fondos Libres de la firma a partir de 2019.
- c) Tasa de crecimiento a perpetuidad nominal de 2,5% estimado para el GDP proyectado para Chile¹⁹. Teniendo en cuenta la inflación estimada en dólares de 1,5% sumado el crecimiento real del PBI de Chile de 1%.

Tasa de descuento de flujos:

Los flujos serán descontados al costo de capital. Es decir, aquella tasa que tenga en cuenta la retribución que deben recibir los acreedores según una tasa previamente pactada y la retribución de los accionistas teniendo en cuenta el costo del capital propio. El costo del capital debe incluir por los tanto el Costo de la Deuda al que llamaremos (R_D) y el Costo del Capital Propio o Equity que llamaremos (R_E).

La proporción según la estructura del capital de la compañía (Deuda/Patrimonio) es lo que nos dará el Costo del Capital de la compañía también conocido como “Costo Promedio Ponderado del Capital” (“Weight Average Cost of Capital”) WACC. El WACC no es otra cosa que el promedio ponderado del costo de las distintas fuentes de financiación de la firma:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Re: Costo del Equity o del Capital Propio.

E: Valor de mercado del Equity o del Capital Propio.

Rd: Costo de la Deuda (antes de impuestos).

D: Valor de mercado de la Deuda.

T: Tasa de impuesto sobre las ganancias.

¹⁹ Fuente: OECD Economic Outlook: Statistics and Projection ver link: <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm#indicator-chart>

Costo del Capital Propio (Re):

Para la estimación del Costo de Capital se utilizará el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). De esta manera podremos estimar la rentabilidad esperada del capital en función del riesgo sistemático del mismo. Recordemos que para la presunción de este modelo deben existir condiciones de equilibrio de mercado.

La ecuación que define al costo del capital propio (Re) viene dada por:

$$\mathbf{Re = Rf + \beta * MRP + Rp}$$

Donde: Rf: es la Tasa Libre de Riesgo (“Risk Free Rate”).

β : es el riesgo sistemático del capital propio.

MRP: es la Prima de Riesgo de Mercado (“Market Risk Premium”).

Además, se debe tener en cuenta que se agrega una prima de riesgo país ya que será el costo de invertir en un país emergente. A esto denominaremos Rp. Esta prima de riesgo país estará ponderada por la participación en cada uno de los países en que opera Compañía Cervecerías Unidas S.A.

Tasa Libre de Riesgo:

La tasa libre de riesgo es el retorno de un activo financiero o conjunto de activos financieros que no posee riesgos en cuanto a su incumplimiento de pago ni de reinversión y que a su vez no está correlacionado con ningún parámetro de la economía. Para estos activos su beta es igual a cero (0). Por este motivo la tasa libre de riesgo apropiada debe ser la de un instrumento “cero cupón” (es decir, sin pago de cupones antes del vencimiento), emitido por un gobierno que no genere riesgos en cuanto a la cesación de pagos, cuya duración coincida con la duración de los flujos de fondos de la inversión evaluada. Dado que se espera que los flujos de fondo de CCU tengan continuidad por al menos 10 años, se considera adecuado tomar como tasa libre de riesgo a los bonos del tesoro americano a 10 años.

Según la literatura y la práctica financiera los Bonos americanos a diez años son los que muestran menor sensibilidad a cambios inesperados en la inflación, y por lo tanto, tiene un beta más cercano a cero (0). Además, es un instrumento financiero con alto índice de liquidez. Por lo que son el instrumento más apropiado para la estimación de la tasa libre de riesgo.

En el presente informe se utilizó la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro americano a 10 años como la tasa libre de riesgo. Se utilizó la fecha más cercana a la fecha de valuación, esta es la tasa de rendimiento al 31 de diciembre de 2019.

La tabla siguiente presenta la tasa libre de riesgo al 31 de diciembre de 2019:²⁰

	31 de Diciembre
Tasa libre de riesgo	1,92%

Prima de Riesgo de Mercado:

La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre el retorno esperado del portafolio del mercado representado por el Standards & Poors 500 y la tasa libre de riesgo.

De las distintas alternativas para evaluar la prima de riesgo del mercado se utilizará el enfoque de calcular la misma en base a datos histórico teniendo en cuenta el promedio geométrico de la serie histórica:

- Se estimó el retorno promedio histórico del mercado de Estados Unidos. Para ello se tomó la información de los retornos diarios del S&P 500 (incluyendo dividendos) del periodo comprendido entre 1928-2019 y se computó el promedio geométrico. La misma es de 9,68%.
- Se tomó como tasa libre de riesgo la tasa de rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano a 10 años anteriormente señalada en el inciso “Tasa libre de Riesgo”.
- Se obtuvo la Prima de Riesgo de mercado a fecha 31 de diciembre de 2019 como la diferencia entre el retorno promedio del Mercado y la tasa libre de riesgo de Mercado.

La **prima riesgo de Mercado** es 7,76%.

²⁰ Fuente: Macrotrends – 10years Treasury Rate. Seguir link:
<https://www.macrotrends.net/2016/10-year-treasury-bond-rate-yield-chart>

Prima de Riesgo País:

La prima de Riesgo País es conocida como el retorno adicional esperado por un inversor como motivo por invertir y asumir el riesgo en un mercado emergente. Este riesgo se mide en comparación con un país “benchmark” que es estable, de bajo riesgo y desarrollado. El país “benchmark” para nuestro informe es Estados Unidos. La prima de riesgo país se adicionará a la fórmula del costo de capital. Aumentando así el rendimiento exigido por los inversores.

Para determinar la prima de riesgo país utilizaremos la base de datos de Damodaran.

Se tiene en cuenta la operatividad en cada país y su prima de riesgo país correspondiente.

País	Participacion por País	Prima de Riesgo País
Chile	79%	0,72%
Argentina	16%	8,88%
Uruguay	1%	4,44%
Paraguay	2%	2,46%
Bolivia	2%	3,55%

Prima País 2,15%

Beta:

Dada que el parámetro β de una firma refleja el riesgo sistemático asumido por el inversor al comprometer su propio capital. La información de las betas se deriva del análisis del mercado bursátil. Debido a que Compañía Cervecerías Unidas S.A no es una empresa americana y solo una porción de su capital cotiza en el NYSE (solo el 26% de las mismas), no es posible obtener el beta. De esta manera obtendremos el beta a través de comparables, des apalancando el beta de la industria y apalancándolo nuevamente por la estructura de capital de Compañía Cervecerías Unidas S.A (Ver tabla 16).

Estructura de Capital:

La estructura de Capital de la firma es fundamental para la estimación del Costo Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital) conocido por las siglas “WACC”. Se utilizará la estructura de capital de las firmas comparables de la industria. Una vez obtenido el valor contable de la deuda y el patrimonio de cada empresa comparable se podrá obtener los distintos ratios de

estructura de capital. Además, obtendremos en promedio la estructura de deuda, la estructura de capital y la beta des apalancada. La cual apalancaremos nuevamente con la estructura de capital de la Compañía de Cervecerías Unidas S.A.

La estructura de Capital de Compañía de Cervecerías Unidas S.A es de 18,67% Deuda y 81,33% Capital Propio.

Costo de la deuda: Para estimar el costo del endeudamiento se tuvieron en cuenta los vencimientos de deuda que tiene CCU S.A en el mercado. Actualmente tiene solo dos bonos en circulación en USD.

Tabla 16 - Costo de la Deuda

COMPANIA CERVECERIAS UNIDAS SA							
Bonos							
Descripcion			Remanente (CLP)	Emitido (CLP)	Fecha de Vencimiento	Yield al 31/12	Cupon Clase
INVRUCU / INVR	4.250	15-Mar-2030 '20	51.333.566.844	56.466.855.768	15-Mar-2030	2,79%	4,25 Cupon Fijo
INVRUCU / INVR	2.900	10-Aug-2043 '23	84.700.283.652	84.700.283.652	10-Ago-2043		2,9 Cupon Fijo
Total			136.033.850.495	141.167.139.420			

Fuente: Elaboración propia según Datos obtenidos en Eikon Reuters.

El costo de la deuda actual de Compañía de Cervecerías Unidas S.A es de 2,79%

Costo de Capital Promedio Estimado:

La tabla a continuación muestra el resultado final del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) PARA Compañía de Cervecerías Unidas S.A, en dólares estadounidenses, y la manera en que están conformados sus componentes.

Tabla 17 - Costo del Capital y Betas comparables

Compañía de Cervecerías Unidas S.A										
(USD en Millones)										
Costo Promedio Ponderado del Capital - WACC.										
Compañías Comparables	Valor Libro Deuda	Total Valor de Mercado Paritmonio	Total Valor de Mercado Capital	Ratio Deuda/Capital	Ratio Patrimonio/Capital	Ratio Deuda/Patrimonio	Impuesto	Beta Apalancada	Beta Desapalancada	
ABInBev	\$ 103.042	\$ 187.585	\$ 290.627	54,93%	45,07%	136,08%	30,00%	1,29	0,66	
Heineken	17.052	16.147	\$ 33.199	49,62%	50,38%	105,60%	30,00%	0,77	0,44	
Pernord Richard	9.083	15.687	24.990	36,35%	63,65%	57,90%	30,00%	0,6	0,43	
Diageo	13.472	7.523	22.702	59,34%	40,66%	179,08%	30,00%	0,66	0,29	
Molson Coors	9.038	13.419	22.711	39,79%	60,21%	67,35%	30,00%	1,09	0,74	
Coca Cola Co.	42.763	18.981	63.861	66,96%	33,04%	225,29%	30,00%	0,65	0,25	
Nestle	37.164	52.035	90.026	41,28%	58,72%	71,42%	30,00%	0,76	0,51	
Promedio				49,75%	50,25%	120,39%		0,83		0,47
Mediana				49,62%	50,38%	98,49%		0,76		0,44

Beta des apalancada	0,47	
Deuda/Capital	68,6%	$Beta\ Desapalancada = Beta\ Apalancada / [1 + (1 - Impuestos) \times D/E]$
Impuestos	27,00%	$Beta\ Apalancada = Beta\ Desapalancada \times [1 + (1 - Impuesto) \times D/E]$
Beta Apalancada	0,71	
Tasa Libre de Riesgo	1,92%	Costo del Capital = Tasa Libre de Riesgo + Beta \times Prima de Riesgo Mercado
Prima Riesgo de Mercado	7,68%	Costo del Capital 9,49%
Beta Apalancada	0,71	Costo de la Deuda = 2.79%
Prima de Riesgo Pais	2,15%	
Costo del Capital	9,49%	$WACC = [(Debt\ to\ Capital \times Cost\ of\ Debt) \times (1 - Tax\ Rate)] + (Equity\ to\ Capital \times Cost\ of\ Equity)$
Impuestos	27,00%	
Costo de la Deuda despues de Impuestos	2,79%	
Deuda/Capital	18,67%	
Patrimonio/Capital	81,33%	
Costo Promedio Ponderado del Capital	8,10%	

Fuente: Elaboración propia según datos de Reuters y Bloomberg.

Resultados de Valuación por Flujo de Fondos Descontados:

Se detallan lo utilizado durante el fujo:

- Punto de Partida de la Fecha de Valuación: 31 de diciembre 2019.
- Tasa de descuento equivalente al WACC (US\$ Nominal) de 8,10% anual.
- Flujo de Fondos Libres de la Firma (US\$ Nominal) Estimados entre 2019 y 2023.
- Valor terminal para el periodo 2023 en continuación (US\$ Nominal).

El detalle de los flujos de fondos resultantes del escenario estimado real está expuesto en el Apéndice “A”.

Como resultado del ejercicio se obtiene el valor fundamental del capital accionario de Compañía Cervecerías Unidas S.A es equivalente a US\$ 2.870 Millones (7,78 US\$ por acción) a la fecha de la valuación 31 de diciembre de 2019.

Resumen del Capital Accionario de Compañía de Cervecerías Unidas S.A (diciembre 2019).

Fecha de Valuación: 31 de diciembre de 2019

WACC: 8,10%.

Tasa de Crecimiento 2019 – 2023: 6,28%.

Tasa de Crecimiento Nominal Perpetuidad: 2,50%.

Participación de Mercado: Menor a la participación actual de 28,1% ritmo de crecimiento menor al de la industria.

Valor presente de Flujos Fondos Libres de la Firma: 757 Millones de Dólares (US\$).

Valor Presente del Valor Terminal: 2.227 Millones de Dólares (US\$).

Valor de la Firma: 2.985 Millones de Dólares (US\$).

Valor deuda Financiera Neta: 386 Millones de Dólares (US\$).

Valor Capital Accionario de CCU S.A: 2.870 Millones de Dólares (US\$).

Cantidad de Acciones al 31 de diciembre de 2019: 369.502.872.

Precio por acción: 7,78 US\$.

a) Escenario Base:

CAGR de las Ventas de CCU entre 2019 – 2023 es del 6,28%. Esta tasa de crecimiento es menor a la expectativa de crecimiento que hay para la industria en los próximos años. El crecimiento ponderado aproximado para la industria de bebidas alcohólicas y no alcohólicas es de 8,68%. Para este escenario CCU S.A mantiene una participación de mercado menor a la actual debido a diferentes factores ya mencionados anteriormente en el corriente informe. La sensibilización de los márgenes es en principio en descenso hasta lograr restablecerse de la misma manera a la que se encuentra hoy. Tasa de WACC 8,10%. (Ver Apéndice A).

b) Escenario Optimista:

CAGR de las Ventas de CCU entre 2019 – 2023 es del 8,68%, es igual al crecimiento de la industria. Esto debido a que CCU logra mantener y aumentar los contratos de licencia con los grandes de la industria. Estimamos en este escenario que los márgenes de la firma van a mejorar respecto a los márgenes actuales. El deterioro de los márgenes tenderá a ser subsanados.

Tasa de WACC 8,10% (Ver Apéndice B).

c) Escenario Pesimista:

CAGR de las Ventas de CCU entre 2019 – 2023 es del 2,55%. Para este escenario la recuperación de la situación del COVID-19 en el año 2020 es bastante menos exponencial, acompañado de la pérdida de gran participación del mercado y de la continua destrucción de los márgenes operativos de la firma por problemas de negociación en los países que opera y la ineficacia del plan “Excelencia CCU”. Tasa de WACC 2,55%. (Ver Apéndice C).

Valuación de Compañía de Cervecerías Unidas por Múltiplos de Mercado.

El método de la valuación por múltiplos o también conocida como Valuación Relativa consiste en estimar el valor de un activo en base al valor que el mercado le asigna a otros activos de similares características, en la misma fecha de valuación. Para esto será necesario:

- a) Identificar compañías que cotizan en bolsa, realizan actividades similares a Compañía de Cervecerías Unidas y poseen a su vez características que hacen a las compañías semejantes en términos de retorno.
- b) Seleccionar y obtener múltiplos de valuación estandarizados que reflejen el valor de mercado de dichas compañías semejantes.
- c) En base a las métricas propias de Compañía de Cervecerías Unidas S.A y los múltiplos estimar el valor de mercado del capital accionario de CCU.

En cuanto a la selección de compañías comparables para el ejercicio de Valuación por múltiplos, se tuvieron en cuenta las empresas que compiten con CCU S.A en el mercado internacional de bebidas, las mismas que se utilizaron para el cálculo de WACC en pos de configurar la estructura de capital de la industria:

- Anheuser-Busch InBev
- Heineken
- Diageo
- Pernor Richard

En cuanto a la selección del múltiplo a utilizarse para la valuación, es necesario tener en cuenta las características de la compañía y el mercado.

Utilizaremos el múltiplo EV/EBITDA, ampliamente utilizado por los agentes del mercado en compañías del mismo rubro que Compañía de Cervecerías Unidas S.A.

La Tabla 17 ilustra la valuación por múltiplos de CCU S.A. En primer lugar se seleccionó en base a los múltiplos observados en las compañías comparables un rango. Este rango se encuentra entre 6,0x y 8,0x siendo el punto medio 7,5x. En base al múltiplo y a la información financiera de CCU S.A registrada a Diciembre de 2019, se estimó el Valor Empresa a dicha fecha. A continuación, se restó el valor de la deuda financiera neta de la firma a dicha fecha y se obtuvo

entonces el valor del capital accionario entre US\$ 2.400 Millones de y US\$ 3.400 Millones; con un punto medio en US\$ 2.960 Millones.

Tabla 18 – Múltiplo EV/EBITDA






Compañía de Cervecerías Unidas S.A			
Multiplos Comparables	Limite Inferior	Punto Medio	Limite Superior
Valor Empresa / EBITDA (EV/EBITDA)	6,0 x	7,5 x	8,0 x
EBITDA (US\$ MM)		478	
Valuacion por Multiplo EV/EBITDA	Limite Inferior	Punto Medio	Limite Superior
Valor CCU S.A	2868	3346	3824
Valor Deuda Financiera Neta	386	386	386
Valor Equity CCU S.A	2482	2960	3438
Cantidad de Acciones en USD		369.502.872	
Precio por accion en USD	6,73	8,02	9,32

Fuente: Elaboración Propia

Se realizó una tabla de sensibilidad del valor del capital accionario. En esta se tienen en cuenta valores alternativos del múltiplo entre 6,0x y 8,0x ; y también estimaciones alternativas del EBITDA de la compañía. Esto da como resultado en un rango entre US\$ 6,73 por acción y US\$ 9,32 por acción.

A continuación se observa una tabla con los ratios de las compañías comparables.

Tabla 19 - EV/EBITDA con Compañías Comparables

Compañía Comparables vs Compañía de Cervecerías Unidas				
Compañía	EV/EBITDA	Margen EBITDA	Margen Operativo (Pre Tax)	ROE
 ABInBev	12,74	39,80%	24,40%	12,50%
 Heineken	12,67	24,70%	13,70%	14,12%
 DIAGEO	19,66	34,90%	32,90%	34,50%
 Pernod Ricard	18,58	30,20%	22,50%	9,50%
Promedio	15,91	32,4%	23,4%	17,7%
 CCU	7,59	18,40%	12,30%	10,83%

Fuente: Elaboración Propia según EECC CCU y REUTERS.

Tabla 20 – Análisis de Sensibilidad

Análisis de Sensibilidad: Valor de Capital Accionario CCU					
EV/EBITDA	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x
EBITDA					
393,65	1.975,9	2.172,7	2.369,5	2.566,4	2.763,2
421,76	2.144,6	2.355,5	2.566,4	2.777,2	2.988,1
478,00	2.482,0	2.721,0	2.960,0	3.199,0	3.438,0
534,24	2.819,4	3.086,5	3.353,6	3.620,8	3.887,9
562,35	2.988,1	3.269,3	3.550,5	3.831,6	4.112,8

Análisis de Sensibilidad: Precio por Accion CCU					
EV/EBITDA	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x
EBITDA					
393,65	5,35	5,89	6,42	6,95	7,49
421,76	5,81	6,38	6,95	7,53	8,10
478,00	6,73	7,37	8,02	8,67	9,32
534,24	7,64	8,36	9,09	9,81	10,54
562,35	8,10	8,86	9,62	10,38	11,15

Fuente: Elaboración Propia.

Apéndice A: Modelo de Flujo de Caja Descontado (Escenario Normal)

Escenario Normal -	Metodo de Flujos Descontados - CCU					
	Año Fiscal 31 de Diciembre					
Año Fiscal	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal
Periodo Proyectado	1	2	3	4	5	
Total Ventas	\$ 2.601	\$ 2.237	\$ 2.886	\$ 3.088	\$ 3.319	\$ 3.402
% CAGR	6,28%	N/A				2,50%
Costo de Bienes Vendidos	-1.296	-1.141	-1.443	-1.513	-1.627	-1.701
Ganancia Bruta	1.305	1.096	1.443	1.575	1.693	1.701
Margen Bruto	50,16%	49,00%	50,00%	51,00%	51,00%	50,00%
Gastos Operativos Netos	985,5	1.000	1.015	1.031	1.046	1.072
EBITDA	478,3	380,3	476,2	524,9	597,5	578,4
EBITDA Margen	18,39%	17,00%	16,50%	17,00%	18,00%	17,00%
Depreciacion	-159	-141,00	-147,00	-153,00	-159,00	-163
EBIT	319,3	239,3	329,2	371,9	438,5	415,4
EBIT Margen	12,28%	10,70%	11,41%	12,05%	13,21%	12,21%
Ganancia Neta antes de Impuestos.	319,3	239,3	329,2	371,9	438,5	415,4
Impuestos	9%	(28,7)	(21,5)	(29,6)	(33,5)	(37,4)
Mas: Depreciation	159	141	147	153	159	163
Menos: Capital Expenditures	-200,51	-217	-280	-300	-322	-330
Menos: Incremental Net Working Capital	(19)	-67	-21,0	-21,8	-22,7	-18
Flujos Libres de Caja	230	75	146	170	213	193
Factor de descuento tasa (WACC)	8,10%	0,925	0,856	0,792	0,732	0,677
Valor presente de los Flujos	213	64	115	125	145	
Suma del Valor Presente de los flujos	662					
Valor Presente: Valor Terminal	2.397					
Valor Firma	3.058					
Valor Deuda Diciembre 31	386,86					
Minority Interest	152,90					
Caja y Equivalentes	119,00					
Valor Capital CCU Dic 2019	2.943					
		Calculo Valor Terminal				
		Cash Flow Proyectado				
		3.538				
		Wacc				
		8,10%				
		Crecimiento				
		2,50%				
		Valor Terminal				
		3.538				
		Factor de descuento				
		0,677441				
		PV del Valor Terminal				
		2.397				

Apéndice B: Modelo de Flujo de Caja Descontado (Escenario Optimista)

Escenario Optimista -	Metodo de Flujos Descontados - CCU					
	Año Fiscal 31 de Diciembre					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal
Año Fiscal						
Periodo Proyectado	1	2	3	4		5
Total Ventas	\$ 2.601	\$ 2.237	\$ 3.072	\$ 3.339	\$ 3.629	\$ 3.720
% CAGR	8,68%	N/A				2,50%
Costo de Bienes Vendidos	-1.296	-1.141	-1.505	-1.636	-1.742	-1.785
Ganancia Bruta	1.305	1.096	1.567	1.703	1.887	1.934
Margen Bruto	50,16%	49,00%	51,00%	51,00%	52,00%	52,00%
Gastos Operativos Netos	985,5	848	1.164	1.265	1.375	1.409
	38%	38%	38%	38%	38%	38%
EBITDA	478,3	380,3	507,0	567,6	653,2	632,3
EBITDA Margen	18,39%	17,00%	16,50%	17,00%	18,00%	17,00%
Depreciacion	-159	-141,00	-147,00	-153,00	-159,00	-163
EBIT	319,3	268,4	368,7	402,2	479,4	469,4
EBIT Margen	12,28%	12,00%	12,00%	12,05%	13,21%	12,21%
Ganancia Neta antes de Impuestos.	319,3	268,4	368,7	402,2	479,4	469,4
Impuestos	9%	(28,7)	(24,2)	(33,2)	(36,2)	(43,1)
Mas: Depreciation	159	141	147	153	159	163
Menos: CAPEX	-200,51	-217	-280	-300	-322	-330
Menos: Incremental Capital de Trabajo (WK)	(19)	-67	-21,0	-21,8	-22,7	-18
Flujos Libres de Caja	230	102	182	198	251	242
Factor de descuento tasa (WACC)	8,10%	0,925	0,856	0,792	0,732	0,677
Valor presente de los Flujos	213	87	144	145	170	

Suma del Valor Presente de los flujos	758
Valor Presente: Valor Terminal	3.005
Valor Firma	3.763
Valor Deuda Diciembre 31	386,86
Minority Interest	152,90
Caja y Equivalentes	119,00
Valor Capital CCU Dic 2019	3.648

Calculo Valor Terminal	
Cash Flow Proyectado	4.436
Wacc	8,10%
Crecimiento	3,54%
Valor Terminal	4.436
Factor de descuento	0,677441
PV del Valor Terminal	3.005

Apéndice C: Modelo de Flujo de Caja Descontado (Escenario Pesimista)

Escenario Pesimista	Metodo de Flujos Descontados - CCU					
	Año Fiscal 31 de Diciembre					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal
Año Fiscal						
Periodo Proyectado	1	2	3	4		5
Total Ventas	\$ 2.601	\$ 2.237	\$ 2.249	\$ 2.446	\$ 2.950	\$ 3.024
% CAGR	2,55%	N/A				2,50%
Costo de Bienes Vendidos	-1.296	-1.130	-1.147	-1.272	-1.549	-1.572
Ganancia Bruta	1.305	1.107	1.102	1.174	1.401	1.451
Margen Bruto	50,16%	49,50%	49,00%	48,00%	47,50%	48,00%
Gastos Operativos Netos	985,5	895	900	978	1.180	1.210
	38%	40%	40%	40%	40%	40%
EBITDA	478,3	402,7	402,1	391,4	413,0	438,4
EBITDA Margen	18,39%	18,00%	17,88%	16,00%	14,00%	14,50%
Depreciacion	-159	-135,29	-140,55	-146,03	-151,71	-156
EBIT	319,3	267,4	261,6	245,3	261,3	282,9
EBIT Margen	12,28%	11,95%	11,63%	10,03%	9,86%	9,50%
Ganancia Neta antes de Impuestos.	319,3	267,4	261,6	245,3	290,9	287,3
Impuestos	9%	(28,7)	(24,1)	(23,5)	(22,1)	(25,9)
Mas: Depreciation	159	135	141	146	152	156
Menos: Capital Expenditures	-200,51	-217	-280	-300	-322	-330
Menos: Incremental Net Working Capital	(19)	-67	-21,0	-21,8	-22,7	-18
Flujos Libres de Caja	230	95	78	48	72	69
Factor de descuento tasa (WACC)	8,10%	0,925	0,856	0,792	0,732	0,677
Valor presente de los Flujos	213	81	61	35	49	

Suma del Valor Presente de los flujos	439
Valor Presente: Valor Terminal	858
Valor Firma	1.297
Valor Deuda Diciembre 31	386,86
Minority Interest	152,90
Caja y Equivalentes	119,00
Valor Capital CCU Dic 2019	1.182

Calculo Valor Terminal	
Cash Flow Proyectado	1.266
Wacc	8,10%
Crecimiento	3,54%
Valor Terminal	1.266
Factor de descuento	0,677441
PV del Valor Terminal	858

Anexo 1 Ventas:

- Cantidades Vendidas en millones de Hectolitros:

Mill Hectolitros	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Ventas	17,3	18,4	19,9	21,9	22,9	23,9	24,8	26,0	28,5	30,0
Variacion	6,1%	6,4%	8,2%	10,1%	4,6%	4,4%	3,8%	4,8%	9,6%	5,3%

- Márgenes sobre Ventas en Millones de Dólares:

En Millones de Dolares	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Ventas	1.648,0	2.010,0	2.215,3	2.422,1	2.279,4	2.298,6	2.307,4	2.621,1	2.785,8	2.601,3
Costo de Venta	928,5	1015,46	1.085,8	1.061,7	1085,77	1.051,0	1.098,0	1.232,7	1.343,5	1296,41
Margen Bruto	719,5	994,5	1.129,5	1.360,4	1.193,7	1.247,7	1.209,4	1.388,4	1.442,3	1.304,8
% Margen Bruto	44%	49%	51%	56%	52%	54%	52%	53%	52%	50%
EBIT	305,2	399,7	363,9	378,0	309,6	306,4	296,3	359,6	392,9	319,3
EBITDA	394,1	498,8	476,7	508,0	430,1	428,5	418,0	492,8	538,6	478,3
Resultado Neto	235,8	279,5	255,3	268,9	236,9	215,6	207,3	228,6	203,2	207,9
% Margen Operativo	18,5%	19,9%	16,4%	15,6%	13,6%	13,3%	12,8%	13,7%	14,1%	12,3%
Var		7%	-17%	-5%	-13%	-2%	-4%	7%	3%	-13%
%Margen EBITDA	23,9%	24,8%	21,5%	21,0%	18,9%	18,6%	18,1%	18,8%	19,3%	18,4%
Var		4%	-13%	-3%	-10%	-1%	-3%	4%	3%	-5%
%Margen Neto	14,3%	13,9%	11,5%	11,1%	10,4%	9,4%	9,0%	8,7%	7,3%	8,0%
Var		-3%	-17%	-4%	-6%	-10%	-4%	-3%	-16%	10%

Anexo 2: Retornos sobre Activo y Patrimonio CCU S.A:

	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019
Resultado Neto	236	279	255	269	237	216	207	229	503	208
EBIT	305,23	399,73	363,91	377,98	309,60	306,38	296,29	359,61	692,90	319,33
Activo	2.462,19	2.500,46	2.773,49	3.289,02	2.917,05	2.578,86	2.797,03	3.215,21	3.472,42	3.131,99
Equity	1314,96	1318,80	1485,63	2064,05	1893,96	1677,65	1793,92	1995,98	2004,93	1920,06
ROA	12,4%	16,0%	13,1%	11,5%	10,6%	11,9%	10,6%	11,2%	20,0%	10,2%
ROE	17,9%	21,2%	17,2%	13,0%	12,5%	12,9%	11,6%	11,5%	25,1%	10,8%

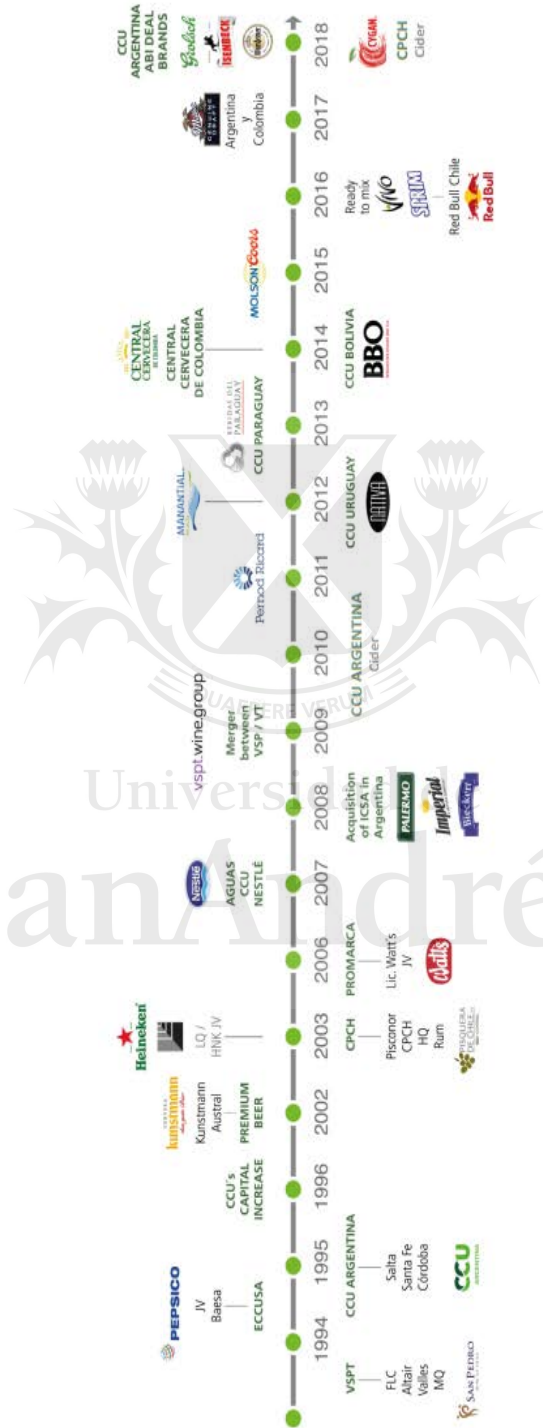
Anexo 3: Ventas Bebidas Alcohólicas en América del Sur

Estimacion Ventas en dolares Bebidas Alcoholicas en America del Sur															
En Billones de Dolares	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Bebidas Alcoholicas Total	73,8	80,1	86,1	93,1	100,1	108,7	118	125,9	135,3	145,9	156,7	168,7	179,2	189	7,5%
Cerveza	44,7	49,4	53,5	57,8	62	66,7	71,5	75	79,7	85,3	91,7	98,6	104,7	110,3	7,2%
Porcentaje del Total de Mercado	60,6%	61,7%	62,1%	62,1%	61,9%	61,4%	60,6%	59,6%	58,9%	58,5%	58,5%	58,4%	58,4%	58,4%	-0,80%
Vinos	13,7	14,5	15,6	17	18,6	20,9	23,5	26,5	29,6	33,1	36	39,4	42,2	44,7	9,6%
Porcentaje del Total de Mercado	18,6%	18,1%	18,1%	18,3%	18,6%	19,2%	19,9%	21,0%	21,9%	22,7%	23,0%	23,4%	23,5%	23,7%	1,90%
Spirits	14,7	15,3	16,1	17,1	18,1	19,5	20,9	21,9	22,9	23,9	25	26,2	27,3	28,4	5,2%
Porcentaje del Total de Mercado	19,9%	19,1%	18,7%	18,4%	18,1%	17,9%	17,7%	17,4%	16,9%	16,4%	16,0%	15,5%	15,2%	15,0%	-2,20%
Sidra	0,7	0,8	1	1,2	1,4	1,7	2,1	2,5	3,1	3,6	4	4,6	5,1	5,5	16,90%
Porcentaje del Total de Mercado	0,9%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	8,80%

Estimacion Ventas en dolares Bebidas Alcoholicas en America del Sur															
En Billones de Dolares	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Bebidas No Alcoholicas Total	34	37,2	40,9	45,1	51,2	58,1	65,7	70,1	76,4	83,4	91,5	99,3	106,8	114,4	9,8%
Agua Envasada	6,2	7,1	8,2	9,5	11,3	13,4	15,3	16,5	18	20,2	22,3	24,7	27,2	29,4	12,7%
Porcentaje del Total de Mercado	18,2%	19,1%	20,0%	21,1%	22,1%	23,0%	23,3%	23,5%	23,6%	24,2%	24,4%	24,9%	25,4%	25,7%	2,70%
Bebidas Gaseosas	24,7	26,8	29,2	31,7	35,6	39,9	45	48	52,2	56,5	61,9	66,8	71,3	76	9,0%
Porcentaje del Total de Mercado	72,7%	72,0%	71,3%	70,3%	69,6%	68,8%	68,5%	68,4%	68,2%	67,7%	67,6%	67,2%	66,7%	66,4%	-0,70%
Jugos	3,1	3,3	3,6	3,9	4,2	4,8	5,4	5,7	6,2	6,8	7,3	7,8	8,4	8,9	8,5%
Porcentaje del Total de Mercado	9,1%	8,9%	8,7%	8,6%	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,1%	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%	-1,10%

San Andrés

Anexo 4: Compañía Cervecerías Unidas S.A últimos 20 años de adquisiciones.

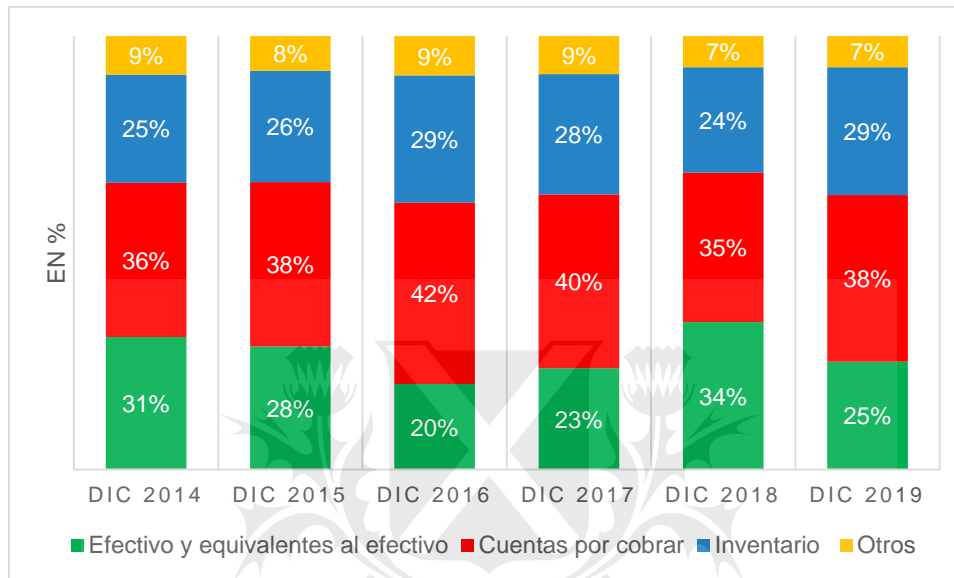


Fuente: Memoria Anual CCU 2019.

Anexo 5: Evolución Activos y Pasivos:

En lo que respecta al Balance y evolución de Activos y Pasivos de CCU S.A, el Grafico 30 muestra a continuación la evolución del **activo corriente** de CCU:

Gráfico 30 - Evolución del Activo Corriente



Fuente Elaboración Propia según EECC CCU S.A

El rubro caja y equivalentes, desde diciembre de 2014 a 2019 disminuyó en promedio un 6% anual. Así mismo, la participación de este rubro dentro del activo corriente se contrajo un 6% también. Este rubro sufrió variaciones significativas porque está ligado a los planes de inversión de la firma, el pago de financiamiento y el pago de dividendos. En comparación con 2018 el rubro disminuyó aproximadamente un 45%. Un aumento del 28% en los intereses pagados respecto del año anterior y un 166% más de pagos de dividendos respecto de 2018. Los cambios más significativos en el rubro operativo se dieron en los cobros por venta de bienes y la prestación de servicios que se incrementaron en un 4% anual desde 2014. Respecto al flujo de inversión ha disminuido considerablemente un 13% anual. Aunque se observa en los estados que cada 3 o 4 años hay grandes movilizaciones de dinero en las fuentes de inversión al menos en la última década.

La inversión en propiedades, plantas y equipos ha disminuido un 14% y como contrapartida la estrategia de la firma ha sido adquirir nuevas marcas (activos intangibles). El flujo de financiamiento ha aumentado a razón de 4% anual. Es decir, que la firma ha incrementado su capacidad para endeudarse. Los grandes movimientos en los flujos financieros están dados por

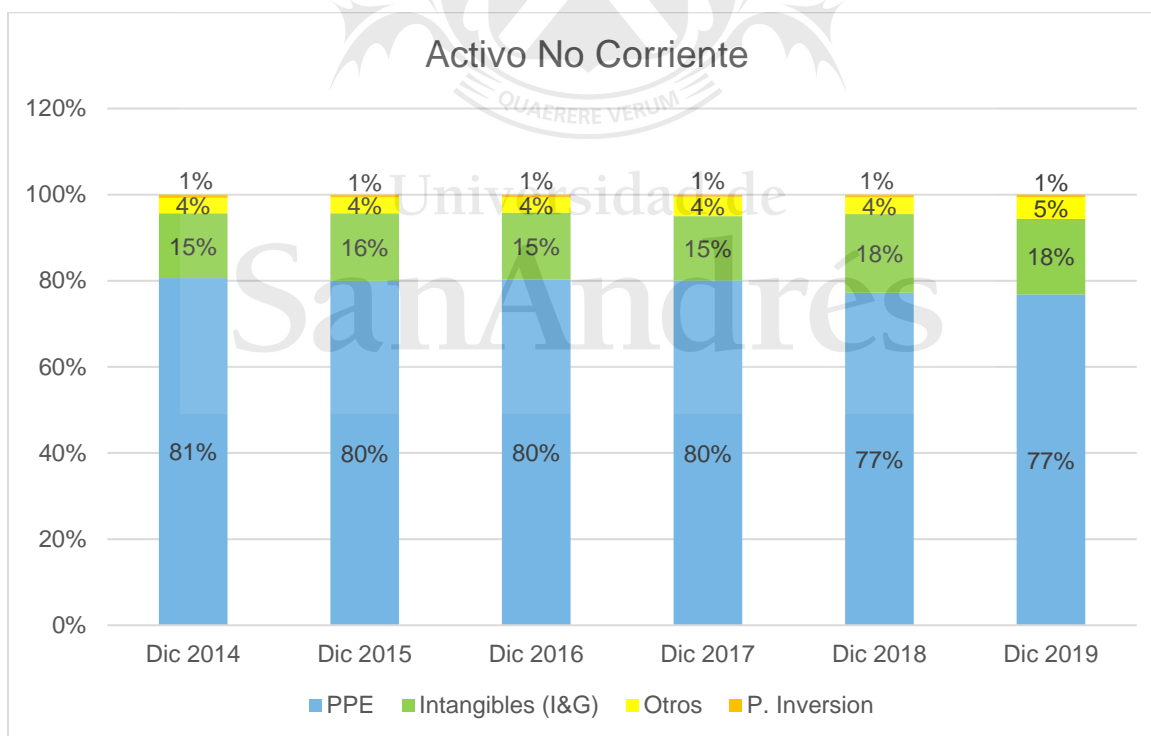
el pago de pasivos por arrendamiento que aumentaron a razón del 24% anual, pago de dividendos a accionistas que aumentó un 22% anual y el pago de bonos a largo plazo que se incrementó un 2%.

Las cuentas por cobrar se han mantenido estables en proporción al activo corriente.

Por último, los montos en dólares de inventarios crecieron un 1,5% en promedio anual como política de cubrirse antes las posibles variaciones del tipo de cambio chileno respecto a monedas internacionales. Sin embargo, CCU utiliza políticas de derivados financieros para cubrirse ante estas pérdidas. En si el ciclo de conversión de la firma es bastante estable y prolijo para una compañía que se desenvuelve en un país emergente.

En el **activo no corriente** hay una inversión paulatina año a año en Planta, Propiedades y Equipos que realiza CCU intentando consolidar sus posiciones en el mercado. Aunque en el rubro Propiedades, plantas y equipos disminuyo a razón de 3,1% desde 2014 a 2019. Sin embargo, la proporción dentro del rubro activo no corriente ha disminuido un 4%.

Gráfico 31 - Evolución Activo No Corriente (en %).

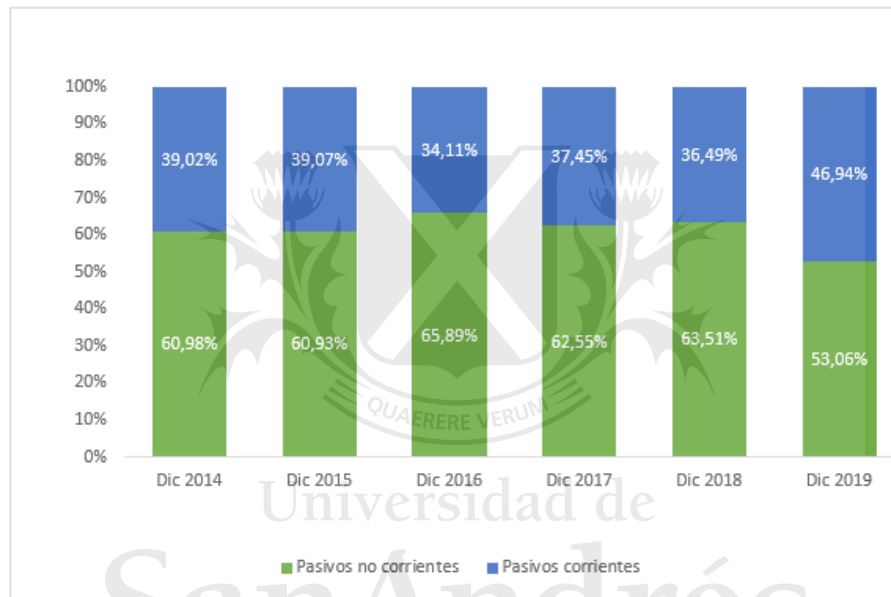


Fuente: Elaboración Propia según EECC CCU S.A

El rubro del activo no corriente que mayor aumento desarrollo son los intangibles. Se incluye plusvalía (Goodwill). El incremento anual ha sido a razón del 8,3% en dólares y en la proporción del activo no corriente total fue de 3% aproximadamente. Esta estrategia se genera a través de la falta de incentivos por parte de las firmas para seguir incrementando volúmenes a consumir, entonces la estrategia para adquirir participación de mercado, es a través de la adquisición o generación de marcas.

El gráfico 29 muestra la evolución de los pasivos corrientes y no corrientes.

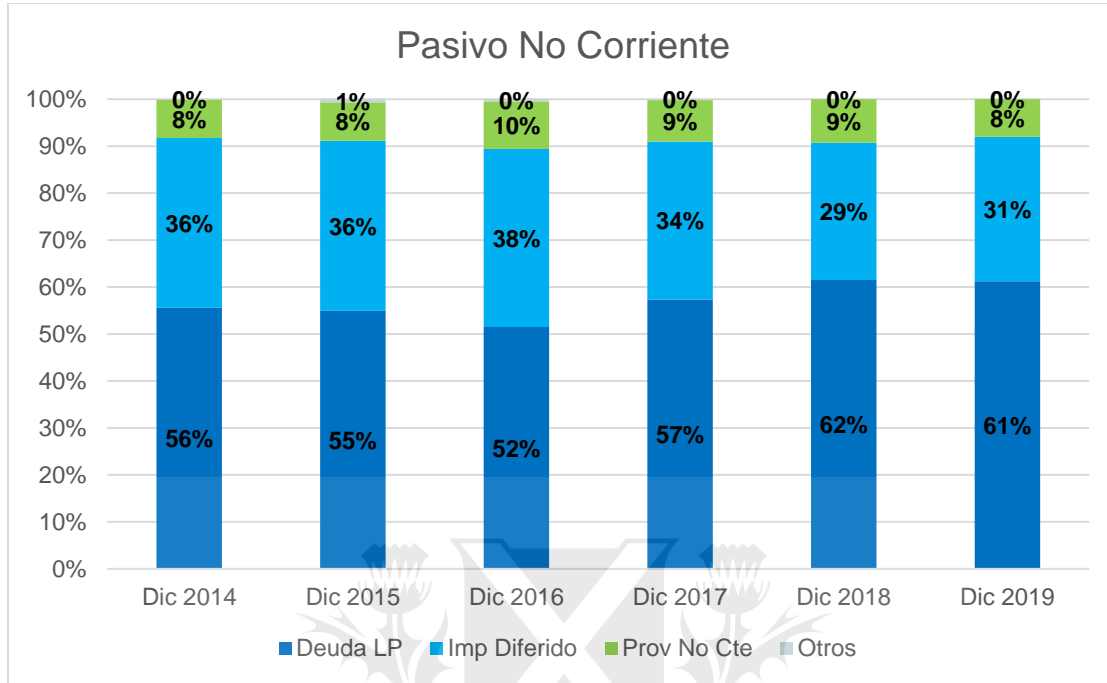
Gráfico 32 - Evolución de Pasivos Corrientes y No Corrientes (en %).



Fuente: Elaboración Propia según EECC CCU S.A

Al 31 de diciembre de 2019 la estructura de financiamiento de la compañía es un 4% en deuda con tasas de interés variable y un 96% en deuda con tasa de interés fija. Para administrar el riesgo de tasas de interés, CCU posee un política de administración de tasas de interés, con el fin de reducir la volatilidad del riesgo financiero. Para esto utiliza swaps de tasas. Considerando el efecto de los swaps de tasas de interés, el 98,6% de las deudas de la compañía al 31 de diciembre de 2019 son a tasas de interés fijo. La deuda corriente que genera la firma para financiar sus actividades operativas en su mayoría está generada por préstamos bancarios a corto plazo.

Gráfico 33 – Evolución Pasivo No Corriente (en %)



Fuente: Elaboración Propia según EECC CCU S.A

El rubro de deuda a Largo Plazo tuvo un incremento anual promedio del 9,6% y tuvo un avance en la ponderación de los pasivos no corriente del 5% desde 2014 a 2019. El total de provisiones generadas son en su mayoría con empleados de la firma, de hecho, el saldo de provisiones ajenas a los empleados tuvo una disminución de gran significancia.

Glosario

- Bebestibles = En lengua española, que se puede beber.
- EV = Enterprise Value = Valor de la compañía.
Es el valor total de una compañía, compuesto por el valor de mercado de su patrimonio y la deuda neta entendiéndose esta como la suma de la deuda de corto y largo plazo menos el efectivo y equivalente de efectivo. Es un ratio utilizado comúnmente para valorar un empresas en caso de una posible adquisición.
- EBITDA = Earning Before Interest, Taxes & Depreciation and Amortization: Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
El fin del EBITDA es presentar una imagen no distorsionada de los ingresos de la compañía sin estar afectada a los flujos de intereses, impuestos, etc. El fin de comparar el EBITDA es analizar la marcha del negocio. Aunque otras consideraciones se deben tener en cuenta previo a esto.
- WACC = Weighted Average Cost of Capital: Costo promedio ponderado del Capital.
Es suma del coste de la deuda y el coste de los fondos propios, calculado como una media ponderada según su porcentaje en el valor de la empresa.
- NYSE = New York Stock Exchange: Bolsa de Acciones de Nueva York
- GDP= PBI= Producto Bruto Interno.
La OCDE define el PIB como "una medida agregada de producción igual a la suma de los valores brutos agregados de todas las unidades residentes e institucionales dedicadas a la producción y los servicios (más impuestos y menos subsidios, sobre productos no incluidos en el valor de sus productos). salidas)".
- EBIT= Earning Before Interest & Taxes = Ganancia antes de intereses e impuestos.
- CAGR= Compounded Annual Global Rate = Tasa de crecimiento anual compuesto.
Es la ganancia anualizada de una inversión sobre un periodo dado de tiempo.
La CAGR se utiliza frecuentemente para describir el crecimiento sobre un periodo de tiempo de algunos elementos del negocio, por ejemplo, ingresos, unidades entregadas, usuarios registrados, etc.

Bibliografía:

Libros y Reportes de Mercado:

- Base de Datos Statista Online. *Consumer Market Outlook – Alcoholic Market*. Agosto de 2019.
- Base de Datos Statista Online. *Consumer Market Outlook – Fuente: Market Overview - “Non- Alcoholic beverages and soft drinks worldwide”*. Agosto de 2019.
- Base de datos Statista Online: <http://biblioteca.udesa.edu.ar/Colecciones/Bases-de-Datos> (último acceso 19/06/2020).
- Caderno Setorial ETENE Mayo 2018 – Banco do Nordeste.
- IWRS Report 2020 - Growth opportunities for the low- and no-alcohol category.
- IWRS Press Release - 24 May 2018.
- Press Release Organisation Internationale de la Vigne et du Vin (OIV) – Octubre 2018.
- Beverage Industry Magazine – Junio 2019.
- STATE OF THE WORLD VITIVINICULTURAL SECTOR IN 2019 - OECD Economic Outlook 2019.
- Mc Kinsey & Company (Sixth Edition),2015. VALUATION: Measuring and Managing the Values of Companies.

Estados Contables y Reportes de CCU:

- Informe de Estabilidad Financiera Cuarto Semestre 2019: Banco Central de Chile.
- Memoria Anual 2019 Compañía de Carecerías Unidas S.A.
- Memoria Anual 2018 Compañía de Carecerías Unidas S.A.
- Estados Financieros Consolidados Compañía Cervecerías Unidas y Subsidiarias 2019.
- Estados Financieros Consolidados Compañía Cervecerías Unidas y Subsidiarias 2018.
- Estados Financieros Consolidados Compañía Cervecerías Unidas y Subsidiarias 2017.
- Estados Financieros Consolidados Compañía Cervecerías Unidas y Subsidiarias 2016.
- Estados Financieros Consolidados Compañía Cervecerías Unidas y Subsidiarias 2015.
- Presentación Corporativa CCU 2019,2018,2017,2016,2015 (1er, 2do, 3er y 4to cuarto).
- REPORTE DE RESULTADOS CCU 2019.
- REPORTE DE RESULTADOS CCU 2018.
- REPORTE DE RESULTADOS CCU 2017.

Páginas de Internet y Otros:

- Datos varios extraídos de Bloomberg Terminal.
- Datos varios extraídos de Reuters Eikon Terminal.
- Damodaran, Aswath. *Estimating Risk free Rates*.
- Damodaran Data Analytics.
- Fuente Datos Macros - <https://datosmacro.expansion.com/estado>.
- Diario La República - <https://www.larepublica.co/consumo/cerveza-artesanal-gana-mercado-y-consumo-crece-30-al-ano-2482741>.



Universidad de
SanAndrés



Universidad de
SanAndrés