

Gráfico 1

## Consumo de Cerveza Per Cápita Chile

(En Millones de Litros)

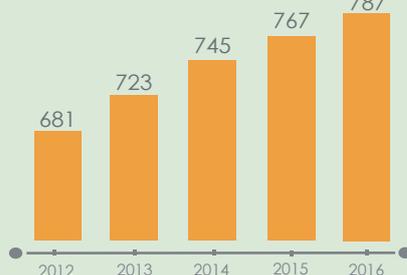


Fuente: 20-F (2016)

Gráfico 2

## Consumo de Cerveza en Chile

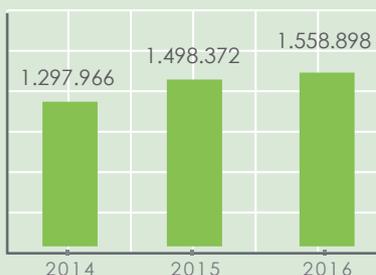
(En Millones de Litros)



Fuente: 20-F (2016)

Gráfico 3

## Ingresos por Ventas (MM\$)



Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

## Industria

La industria de bebidas en Chile puede dividirse en dos grandes grupos. El primer grupo, comprende al conjunto de bebidas refrescantes, carbonatadas y no carbonatadas, incluyendo jugos, gaseosas y aguas minerales. El segundo grupo, está alcanzado por bebidas alcohólicas como las cervezas, vino y otros licores.

## El mercado cervecero

El consumo de cerveza en Chile ha aumentado más de 20 litros anuales per cápita en 15 años, llegando a una ingesta anual per cápita de 43 litros (Gráfico 1), estimándose un consumo anual de cerveza de 787 millones de litros en 2016 (Gráfico 2), nivel inferior al mostrado por otros países de la región, como, por ejemplo, Argentina con un 130% más de consumo.

Haciendo un análisis del mercado de consumidores de cervezas, damos cuenta de una relación entre el nivel de estratificación social y las líneas de marcas consumidas. El nivel ABC1 se caracteriza por consumir marcas de línea Premium o importadas y el segmento C2 y C3, mayores consumidores, optan por elegir marcas nacionales, como lo son Cristal, Escudo, Becker, etc.

La franja de edad mayoritaria es de los 18 a los 45 años, siendo los más jóvenes, hasta 25 años aproximadamente, el grupo de mayores consumidores. El consumo de cerveza está arraigado culturalmente, razón por la cual el perfil del consumidor no puede ser atribuido a una sola clase social.

## Competencia

El mercado de cervezas en Chile es impulsado por el ambiente competitivo de las cervezas producidas localmente e importada.

Cervecería CCU Chile Ltda. es una de las cerveceras más importantes de América Latina gracias a su liderazgo en el mercado chileno, alcanzando una participación del 70,5% del mercado (Ilustración 1). Cuenta con tres categorías de productos dirigidas a los distintos segmentos de mercado citados con anterioridad. Las marcas más representativas de la línea "Premium" son Heineken, Austral y Sol - producidas bajo licencia -, Tecate y Blue Moon - importadas -, consumidas por el sector ABC1. Otra categoría, denominada "Mainstream", contiene las marcas de mayor venta y popularidad del mercado, siendo estas Cristal, Escudo y Morenita. Y, por último, la categoría "Convenience" con cerveza Dorada.

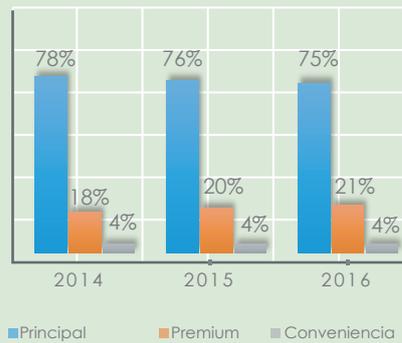
Cervecería Chile, compañía que pertenece a AB InBev, grupo cervecero más grande del mundo, disputa el mercado con Cervecería CCU Chile Ltda., con aproximadamente un 26,4% del mismo. Desde el año 2015, va aumentando su participación en el mercado cervecero tras fortalecerse por la fusión de su controladora, AB InBev, con SAB Miller.

El 3,1% restante de la participación del mercado se lo adjudican Viña Concha y Toro (0,3%) quien a través de su subsidiaria Distribuidora Peumo, importa y distribuye cerveza Miller; y otras cerveceras minoristas y artesanales (2,8%).

Si bien las marcas líderes en el mercado siguen conservando su posición, la diversificación de la industria cervecera ha impulsado el sector artesanal, el cual mantiene tasas de crecimiento de entre 15 y 20% anual. Esto ha permitido diversificar de manera importante la oferta de productos disponibles para el consumidor.

Gráfico 4

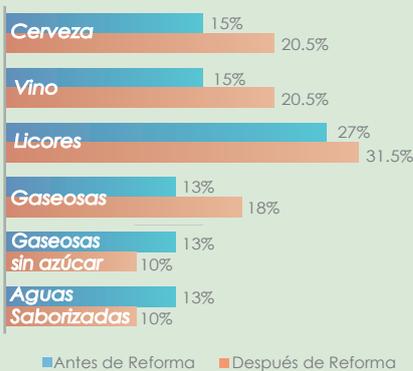
### Ventas de Cervezas por Categoría



Fuente: 20-F (2016)

Gráfico 5

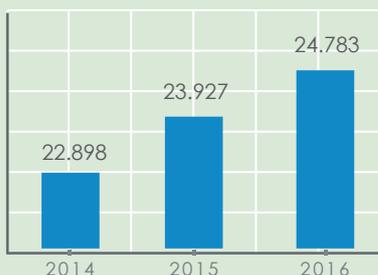
### Impacto de la Reforma de Impuestos chilena sobre las Categorías



Fuente: 20-F (2016)

Gráfico 6

### Volumen (Miles de Hectolitros)



Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

Ilustración 1



Fuente: Memoria Anual CCU (2016) y AB Inbev página web

## Regulación

La producción masiva de bebidas alcohólicas no necesita licencias o permisos que no sean los requeridos para el funcionamiento general de las empresas comerciales e industriales dedicadas a la fabricación de productos de consumo.

La producción y comercialización de cerveza en Chile está normada principalmente por la Ley Nacional N° 18.455 que fija las normas sobre producción, elaboración y comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagres, describiendo los diferentes tipos de alcohol, requisitos mínimos que debe cumplir cada bebida, materias primas y aditivos que pueden utilizarse en su fabricación y la información que debe proporcionarse en su etiqueta. El Decreto Supremo N° 78, reglamentando a la ley ya mencionada, establece las normas técnicas dispuestas para la elaboración de cerveza.

Adicionalmente, el mercado cervecero chileno está regulado por la ley N° 19.925 que dispone criterios sobre el expendio y consumo de bebidas con graduación alcohólica.

No puede dejar de señalarse que la Asociación de Productores de Cervezas de Chile (ACECHI) es una entidad gremial que reúne y representa a las principales empresas de industria cervecera nacional. Desde el 2002, representa los intereses e iniciativas de sus miembros y de la industria ante los distintos sectores sociales. Es un espacio de comunicación entre asociados, consumidores y organismos públicos y privados.

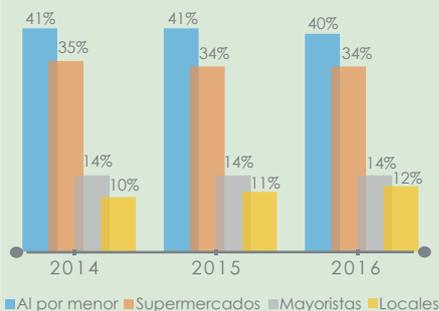
## Proceso de producción

Las compañías cerveceras consiguen las materias primas para la producción de cervezas tanto de productores locales como del mercado internacional. La fabricación de cerveza requiere de cuatro ingredientes fundamentales: cebada malteada, lúpulo, levadura y agua.

En el caso de la cebada, actualmente, gran parte de la producción en Chile tiene como destino la industria nacional de cerveza. En el último año, las condiciones climáticas, el incremento de superficie de cultivo y un mayor rendimiento, trajo como consecuencia un incremento de la producción – aproximadamente un 118% - abasteciendo la demanda local de las grandes cerveceras como CCU Chile y Cervecerías Chile.

Maltexco S.A se ha posicionado como líder en el Mercado Agroindustrial de Chile. Dentro de su mercado se encuentran las grandes cerveceras chilenas ya mencionadas, ofreciendo también sus materias primas a los medianos y pequeños productores.

**Gráfico 7**  
**Ventas Totales por**  
**Canales de Distribución**



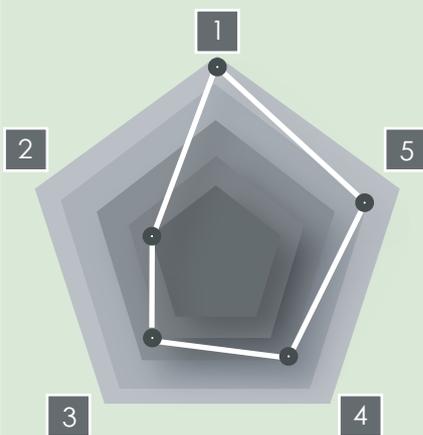
Fuente: 20-F (2016)

**Gráfico 8**  
**Ventas Anuales por Trimestre**



Fuente: 20-F (2016)

**Gráfico 9**  
**Fuerzas de Porter**



Fuente: Elaboración Propia

Si bien gran porcentaje del lúpulo que se utiliza en el proceso de producción es importado de Europa, en los últimos años, con el crecimiento de las empresas cerveceras artesanales y la gran demanda de este ingrediente, se están desarrollando productores de lúpulo locales con el objetivo de que, en el futuro, el mercado se pueda abastecer de la producción nacional.

Se inicia la fabricación de la cerveza con la mezcla de la cebada malteada y arroz en grandes tanques para una producción masiva. Una vez unificados los cereales, se conducen a molinos especializados para la trituration, convirtiendo a los elementos en un polvo unificado. Agregando agua caliente al proceso y dejando reposar por varias horas, las enzimas producidas por la cebada se ponen a trabajar en el almidón del arroz convirtiéndose así en azúcares, al cual se le asigna el nombre de mosto. Dicho líquido se filtra para eliminar cualquier tipo de desecho que haya quedado en el proceso de trituration. Una vez limpio, el mosto se lleva a una caldera, donde se hierve junto con el lúpulo, que le dará el amargor y aroma típico de la cerveza. Una vez hervido el mosto se procede a enfriarlo, de manera tal de prepararlo para la fermentación. Según el tipo de fermentación que se produzca en los estanques de levadura, se obtendrán cervezas de diferente tipo.

La mezcla fermentada debe reposar en estanques por aproximadamente seis días, para evitar que el producto pierda el gas logrado. Una vez acabada la fase de fermentación, los tanques se someten a un proceso de calentamiento, el cual elimina la presencia de cualquier tipo de bacteria y prolonga el tiempo de vida de la cerveza. Concluyendo con el proceso de elaboración, la cerveza es envasada y etiquetada, para su posterior distribución.

## Análisis de Porter

### 1. Amenaza de participantes en el mercado

Un factor a tener en cuenta en este punto son las empresas cerveceras artesanales emergentes, presentes en las diferentes provincias de Chile. Difícilmente se constituyen como una fuerte amenaza para las grandes compañías, como Cervecería CCU Chile Ltda. o Cervecería Chile, ya que éstas últimas tienen determinada su posición, siendo ambas líderes en el mercado. Dicho liderazgo es consecuencia de las constantes campañas de marketing realizadas y por las diversas opciones de calidad y productos que ofrecen.

### 2. Poder de Negociación de los Proveedores

En relación con los proveedores es importante destacar que, en el caso de la cebada, existe un productor/proveedor que abastece un gran porcentaje del mercado chileno, lo que aumenta su poder de negociación.

Por otro lado, el resto de los insumos, que en su mayoría son importados, siendo Chile una economía de mercado emergente, están más expuestos a las condiciones desfavorables del mercado internacional.

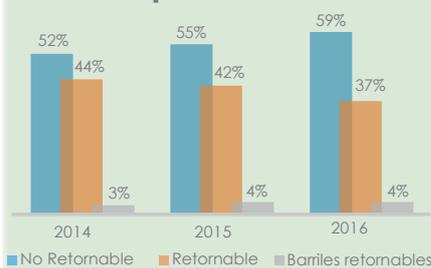
### 3. Poder de Negociación de los compradores

Las distintas exigencias del mercado, en cuanto a precios, calidad y mayor variedad de cervezas y sabores, hacen de los consumidores una fuerza que hace constante presión en el mercado.

Por otro lado, un personaje de relevancia en el mercado son los hipermercados, las grandes cadenas de supermercados, que realizan compras en grandes volúmenes, lo que le permite contar con un gran poder de negociación. Para tener presencia en estos comercios, las empresas muchas veces deben adecuarse a las exigencias que se establecen en materia de plazos de pagos, distribución de espacios, etc.

No se debe dejar de mencionar a los distribuidores independientes, quienes se reparten entre ellos las zonas geográficas, no contando con exclusividad en las mismas, y por ello, disminuye considerablemente su poder negociador.

**Gráfico 10**  
**Ventas por Contenedores**



Fuente: 20-F (2016)

#### 4. Amenazas de productos sustitutos

El pisco y el vino son sustitutos de la cerveza de Chile, pero durante los últimos años, éstas bebidas fueron reemplazadas por el consumo de cerveza.

El pisco es un competidor cercano, aunque difiere de la cerveza por su distinta graduación alcohólica. Sin embargo, hay que tener presente que el pisco es una bebida de fácil acceso en cuanto a precio y distribución. Actualmente, los consumidores del mercado chileno prefieren bebidas de menor contenido alcohólico como la cerveza, estimando que, en el futuro, el consumo per cápita anual seguirá en crecimiento.

#### 5. Grado de rivalidad entre competidores

La industria cervecera chilena es intensa en cuanto a rivalidad. Cervecería CCU Chile Ltda. es la empresa con mayor participación en el mercado, aunque la competencia consiste en capturar la mayor parte del crecimiento de la industria y no en atacarse entre los competidores.

Entre los factores que hacen a la competencia entre las empresas se encuentran la diferenciación de productos, en cuanto a calidad, precios y marcas, tanto importadas como producidas nacionalmente. El enfrentamiento de las empresas se ha afianzado en el último tiempo, a partir de la fusión del grupo AB InBev y SAB Miller, haciendo que Cervecería Chile pelee por aumentar su participación en el mercado.

**Gráfico 11**  
**Ventas netas por Segmento (%)**



Fuente: 20-F (2016)

#### Grupo Empresarial CCU

Compañía Cervecerías Unidas S.A (CCU) es una empresa de bebidas diversificada que opera en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. En Chile, CCU es el mayor productor de cervezas, aguas, néctares y pisco, el segundo mayor productor de bebidas gaseosas y exportador de vinos chilenos. Es el segundo cervecero en Argentina y participa en la industria de cerveza, aguas y bebidas en Uruguay, Paraguay y Bolivia, y en la industria de cerveza en Colombia.

#### Diseño Corporativo

La Compañía está compuesta por tres segmentos de operación, los cuales se definen de acuerdo a los ingresos de las actividades de negocio provenientes de las zonas geográficas donde venden sus productos.

- **Chile.** Comercializa cervezas, bebidas no alcohólicas y licores en el mercado chileno.
- **Negocios Internacionales.** Comercializa cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores en los mercados de Argentina, Uruguay y Paraguay.
- **Vinos.** Comercializa vino, tanto en el mercado doméstico como en el exterior, llegando a más de 80 países.

**Gráfico 12**  
**Resultado Operativo por Segmento (%)**



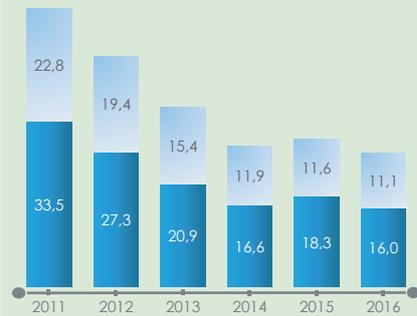
Fuente: 20-F (2016)

Cada segmento cuenta con la información financiera de forma separada y en cuanto a sus resultados, son revisados periódicamente por la máxima autoridad en la toma de decisiones de operación para lograr una correcta asignación de recursos y evaluación de los resultados. El objetivo central de los segmentos de operación es satisfacer las necesidades de los consumidores y clientes y para eso se enfocan principalmente en las funciones de producción, marketing y ventas.

Finalmente, los gastos e ingresos de Unidades de Apoyo Corporativo (UAC) se presentan bajo el concepto Otros, así como también la eliminación de las transacciones realizadas entre los segmentos de operación.

En la Ilustración 2 se pueden observar las actividades que lleva a cabo CCU por segmento de operación.

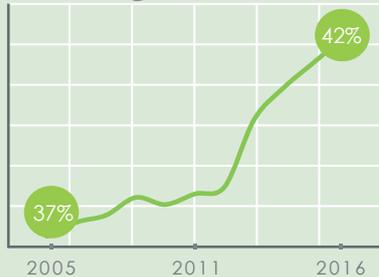
**Gráfico 13**  
**ROE antes y después de Impuestos**



■ ROE Antes de Impuestos ■ ROE Después de Impuestos

Fuente: Thomson Reuters

**Gráfico 14**  
**Participación de Mercado Segmento Chile**



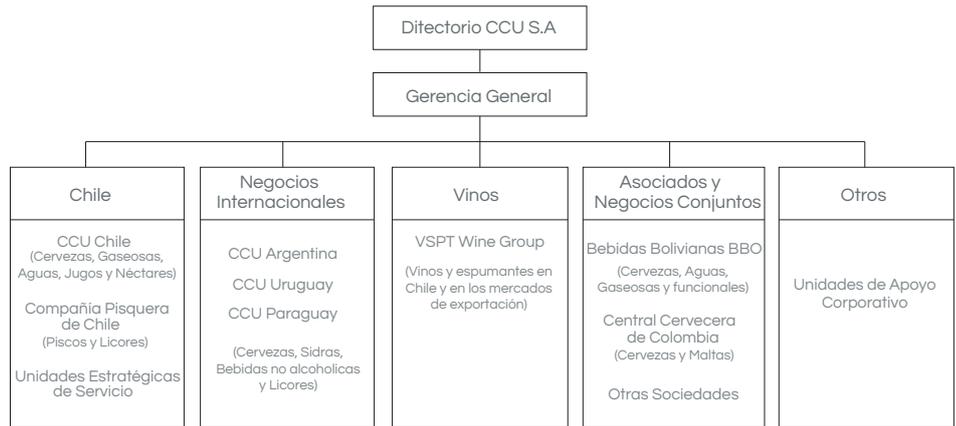
Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

**Gráfico 15**  
**Participación de Mercado Negocios Internacionales**



Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

**Ilustración 2**

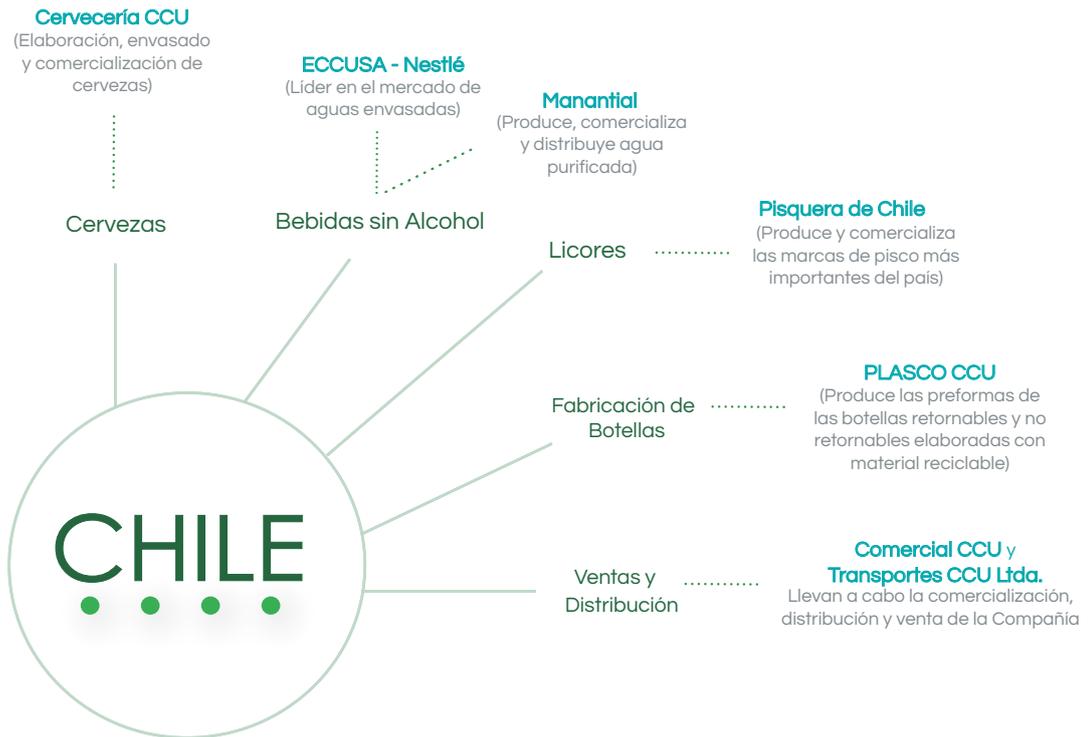


Fuente: 20-F (2016)

## Chile

El segmento de Operación en Chile es el más importante del grupo y se divide de la siguiente forma:

**Ilustración 3**



Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

## Negocios Internacionales

Es un segmento importante dentro del negocio de CCU. Su volumen de participación de mercado fue de aproximadamente 14% en 2016. Cabe destacar que el año 2016 fue un año particularmente difícil dada la situación económica de los países vecinos. Pudiendo nombrar como principales acontecimientos la devaluación del peso argentino, un lento crecimiento económico en todos los países donde CCU lleva a cabo sus negocios y una fuerte competencia en todas las categorías.

**Gráfico 16**  
**Retornos sobre Capital Invertido**



Fuente: Thomson Reuters

**Gráfico 17**  
**Deuda LP sobre Capital Total**



Fuente: Thomson Reuters

**Tabla 1**

Planta	Tipo de Planta
Monte Patria	Licores
Pisco Elqui	Licores
Salamanca	Licores
Sotaquí	Licores
Temuco	Combinada
Punta Arenas	Cerveza
Santiago	Cerveza
Valdivia	Cerveza
Antofagasta	Bebida no Alcohólica
Casablanca	Bebida no Alcohólica
Coinco	Bebida no Alcohólica
Manantial	Bebida no Alcohólica
Santiago	Bebida no Alcohólica

Fuente: 20-F (2016)

**CCU Argentina.** La empresa, por medio de la filial Compañía Cervecerías Unidas Argentina S.A. se encarga de la producción de cervezas en sus plantas ubicadas en las ciudades de Salta, Santa Fe y Luján. Sus principales marcas son Schneider, Imperial, Palermo, Santa Fe, Salta, y Córdoba y es titular de contratos de licencia exclusiva para la producción y comercialización de Budweiser, Heineken, Amstel y Sol. Asimismo, CCU Argentina importa la marca Kunstmann y es el distribuidor exclusivo en Argentina de la bebida energética Red Bull. Adicionalmente, CCU Argentina participa en el negocio de la sidra y licores.

**CCU Uruguay.** Participa en el mercado de aguas minerales, saborizadas y néctares. Además, negocia las marcas importadas de cerveza Heineken, Schneider y Kunstmann, así como también la marca de sidra "Real".

**CCU Paraguay.** Lleva a cabo la producción, comercialización y venta de bebidas no alcohólicas, y comercialización y venta de bebidas alcohólicas. Cuenta con licencia para la distribución de cerveza bajo las marcas Heineken, Coors, Paulaner, Schneider y Kunstmann.

## Vino

La filial Viña San Pedro Tarapacá S.A. ("VSPT Wine Group") es responsable de la elaboración de vinos y espumantes de alta calidad originados en los principales valles de Chile y Argentina, los cuales son negociados en el mercado nacional y extranjero, logrando exportar a más de 80 países. VSPT es el segundo exportador de vino chileno y figura entre los actores vitivinícolas más importantes en el mercado de Chile.

## Asociadas y Negocios Conjuntos

**Bolivia.** Bebidas Bolivianas BBO S.A. es una sociedad conformada por el grupo Monasterio, en la que CCU logra ingresar adquiriendo un 34% de la empresa. BBO produce gaseosas, aguas y cervezas. En cervezas, cuenta con las marcas Real, Capital y Cordillera. También se ocupa de la venta de la marca importada de cerveza Heineken y bebida energizante Monster.

**Colombia.** Central Cervecera de Colombia S.A.S. es una sociedad por acciones constituida por la sociedad colombiana Postobón S.A y CCU en el territorio colombiano con el objetivo de llevar a cabo la elaboración, comercialización y distribución en dicho país de cervezas y maltas. Cuenta con un contrato exclusivo para la importación, distribución y producción de la cerveza Heineken, Buckler, Coors light, Tecate y Sol en dicho país.

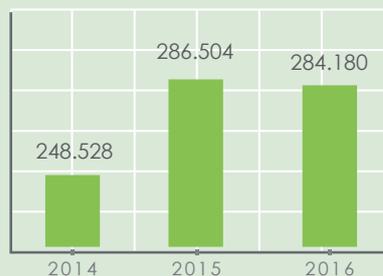
## Marcas por Segmento Operacional

El variado portafolio de productos de CCU se construye a partir de marcas propias, licenciadas e importadas, manteniendo contratos de licencia y/o joint ventures con Heineken Brouwerijen B.V., PepsiCo Inc., Schweppes Holdings Limited, Société des Produits Nestlé S.A., Watt's SA, y Coors Brewing Company, entre otros. Estas alianzas estratégicas han convertido a CCU en una Compañía líder en el mercado chileno y uno de los más importantes en Latinoamérica.

En la Ilustración 4 se puede ver en detalle las marcas que conforman el portafolio de la Compañía, así como su participación de mercado por Segmento Operacional.

Gráfico 18

### EBITDA (MM\$)



Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

Gráfico 19

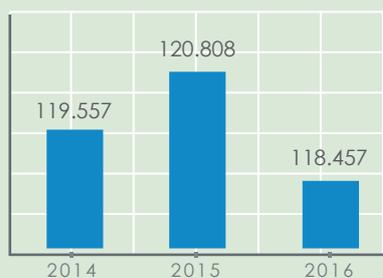
### EBITDA (%) y Margen Neto (%)



Fuente: Thomson Reuters

Gráfico 20

### Utilidad Neta (MM\$)



Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

Ilustración 4

	Categorías principales		Categorías Sinérgicas	2016
	Cervezas	Sin Alcohol	Vino, Sidra y Licores	Participación de Mercado
Chile	AUSTRAL, SOLO, Heineken, ROYAL, ESCUDO, CRISTAL	CSD, Aguas, Jugos y Funcionales	Pisco, Ron, Licores	42.3%
Mercados Internacionales	Coors, Heineken, ANSTEL, Imperial, Schneider	CSD, Aguas, Jugos y Funcionales	Cidras	14.0%
Vino			Domestic & Export	18.1%
Total				28.1%

Fuente: CCU Investors Relation Second Quarter 2017

## Plan Estratégico

Con el fin fortalecer y expandir la operación, CCU define sus prioridades para los próximos años mediante una estrategia multicategoría que permita incorporar valor de marca y posición de mercado.

Son cinco los pilares que persigue la Compañía para lograr cumplir con el Plan Estratégico:

- **Crecimiento.** Crecer en Market Share y Primera Preferencia
- **Eficiencia.** Mediante el Plan ExCCelencia se busca mejorar procesos, metodologías y tecnologías que permitan ganar un diferencial en un mercado cada vez más desafiante.
- **Modelo de Negocio CCU.** Alcanzar la integración a nivel operacional y estratégico en todas las operaciones y países, haciendo foco en la generación de valor sustentable.
- **Talento.** Buscar el desarrollo integral de los colaboradores y su adhesión a los valores de la Compañía.
- **Sustentabilidad.** Asegurar una relación armónica con las comunidades en donde se desarrollan las actividades de CCU, promover el consumo responsable y hacer uso eficiente de los diferentes recursos naturales.

## Estratégico Administración y Estructura del Management

### Directorio y Comité

La Compañía tiene una estructura jerárquica en donde la máxima instancia administrativa de toma de decisiones es el Directorio, al cual reporta el Gerente General. Este organismo se encuentra constituido por nueve miembros representantes de los accionistas, siendo el actual presidente Andrónico Luksic.

En la Tabla 3, se puede detallar cómo está compuesto actualmente el Directorio de CCU

Tabla 2

### Empleados por Segmento CCU

Segmento	2014	2015	2016
Chile	4,439	4,547	4,567
Negocios Internacionales	1,857	1,938	1,990
Vino	1,206	1,250	1,264
Otros	340	365	365
<b>Total</b>	<b>7,842</b>	<b>8,100</b>	<b>8,186</b>

Fuente: 20-F (2016)

El máximo órgano en el ámbito de la gerencia de la sociedad es el Comité de Dirección, el cual está formado por los gerentes de los Segmentos de operación y todos los reportes directos del Gerente General, siendo presidido por el Gerente General, Patricio Jottar Nasrallah. El Comité está encargado de la elaboración y la implementación del Plan Estratégico, una vez que éste es aprobado por el Directorio.

### Personal

El personal de la Compañía y sus filiales es de 8.186 empleados aproximadamente, incluyendo la dotación de la matriz de 365 personas (excluyendo el Directorio). La Tabla 2 muestra la totalidad de empleados de la Compañía dividida en 4 grupos principales.

La Compañía no mantiene ningún fondo de pensiones o programa de jubilación para los empleados. Los trabajadores en Chile están sujetos a una ley nacional de fondos de pensiones que establece un sistema de planes de pensiones independientes, administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones.

### Accionistas

#### Principales Accionistas

Sus principales accionistas son Quiñenco S.A., holding de la familia Luksic, y Heineken Chile Ltda., quienes, a través de Inversiones y Rentas S. A. junto con su filial Inversiones IRSA Ltda., es dueña del 60% del capital accionario de CCU, conformándose el mismo por el 53.16% perteneciente a IRSA y el 6.84% propio de la controlada. El porcentaje restante de las acciones se distribuye entre ADR's (15.25%) y otros accionistas minoritarios (25,75%).

La Ilustración 5 muestra la estructura accionaria del Grupo al 31 de diciembre de 2016. El número total de accionistas a ese momento era de 4.255 y el total de acciones suscritas y pagadas fue del 369.502.872.

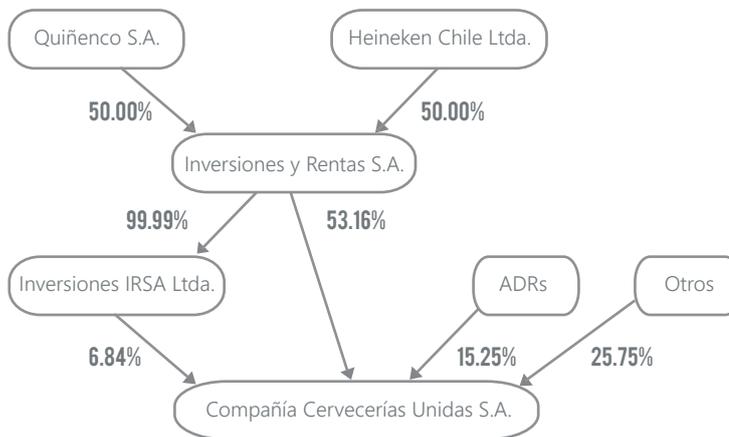
Tabla 3

### Directorio CCU

Directores	Posición	Posición desde
Andrónico Luksic	Pdte del Directorio	Abr 2013
Marc Busain	Vpdte. del Directorio	Abr 2016
Francisco Pérez	Director	Jul 1998
Carlos Molina	Director	Abr 2012
Vittorio Corbo	Director	Abr 2012
Pablo Granifo	Director	Abr 2013
Rodrigo Hinzpeter	Director	Jul 2015
Didier Debrosse	Director	Jul 2015
José Miguel Barros	Director	Abr 2016

Fuente: 20-F (2016)

Ilustración 5



Fuente: 20-F (2016)

Gráfico 21

### Retornos Comparados de Acción de CCU vs Índice de Precios Sobre Acciones (IPSA)



Fuente: Elaboración Propia

CCU cotiza sus acciones desde 1920 en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile. También está presente en la Bolsa Electrónica de Chile y la Bolsa de Corredores de Valparaíso. El código de cotización de acciones para la Bolsa de Santiago es CCU.

Tabla 4

ACCIONISTAS	%
INVERSIONES Y RENTAS S.A.	53.16%
J P MORGAN CHASE BANK	15.25%
BCO. ITAU POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTR.	8.25%
BCO. CHILE POR CTA DE TERCEROS NO RDTES.	6.99%
INVERSIONES IRSA LTDA.	6.84%
BCO. SANTANDER POR CTA DE INV. EXTR.	2.31%
BCO. SANTANDER-BCO. HSBC & LONDON CLIENT ACC.	0.84%
BANCHILE C. DE B. S.A.	0.70%
BOLSA ELECTRONICA DE CHILE BOLSA DE VALORES	0.50%
BOLSA DE COMERCIO DE STGO. BOLSA DE VALORES	0.36%
BTG PACTUAL CHILE S.A.C.B.	0.26%
VALORES SECURITY S.A.C.B.	0.23%
DIRECTORES Y SENIOR MANAGEMENT DEL GRUPO	0.004%

Fuente: 20-F (2016)

Asimismo, la compañía se encuentra registrada en la Comisión de Bolsa y en el SEC (Securities and Exchange Commission) y cotiza sus American Depositary Shares (ADS) en la Bolsa de Nueva York (NYSE) desde 1999. El código de cotización de acciones para el NYSE es CCU, y el banco depositario de los mismos es JPMorgan Chase Bank N.A.

## Políticas

### Políticas de Inversión y Financiamiento

En línea con su Plan Estratégico de expansión y crecimiento, la Compañía realiza inversiones orientadas no sólo a la reposición normal de activos operacionales, sino también a nuevas instalaciones para ampliar y mejorar la capacidad productiva, además de la adquisición de participaciones en empresas afines a sus actividades en Chile y en el exterior.

El financiamiento de las inversiones proviene principalmente del flujo operacional generado por la compañía y de la contratación de nuevos créditos, procurando minimizar los costos de capital, así como de plazos y niveles de endeudamiento acordes con la generación de sus flujos de caja de operacionales.

### Política de Dividendos

Como un objetivo para los ejercicios posteriores, CCU espera cumplir con un pago de dividendos de al menos el equivalente al 50% de las utilidades líquidas de cada ejercicio. Para esto, las utilidades deben destinarse primeramente a absorber las pérdidas acumuladas, por lo cual el pago queda condicionado a las utilidades netas. De esta manera, si una vez absorbidas las pérdidas acumuladas existiese un remanente, sobre dicho saldo se aplicará la política recién mencionada.

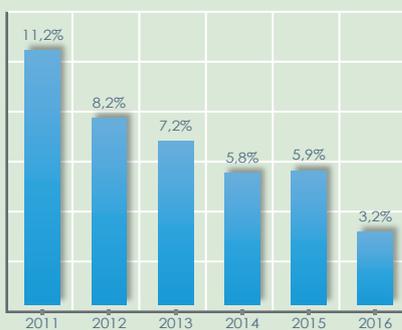
## Principales Fusiones y Adquisiciones

La larga tradición de CCU data de 1850, año en el que fue fundada en Valparaíso, siendo la primera fábrica de cervezas en Chile. Sus alianzas estratégicas a lo largo del tiempo le dieron la oportunidad de crecer, adquirir experiencia y posicionarse en el mercado chileno principalmente, y en dar pasos firmes en el mercado internacional.

En la Ilustración 6, se puede ver en detalle las adquisiciones y alianzas más importantes que ha tenido la compañía en los últimos 25 años.

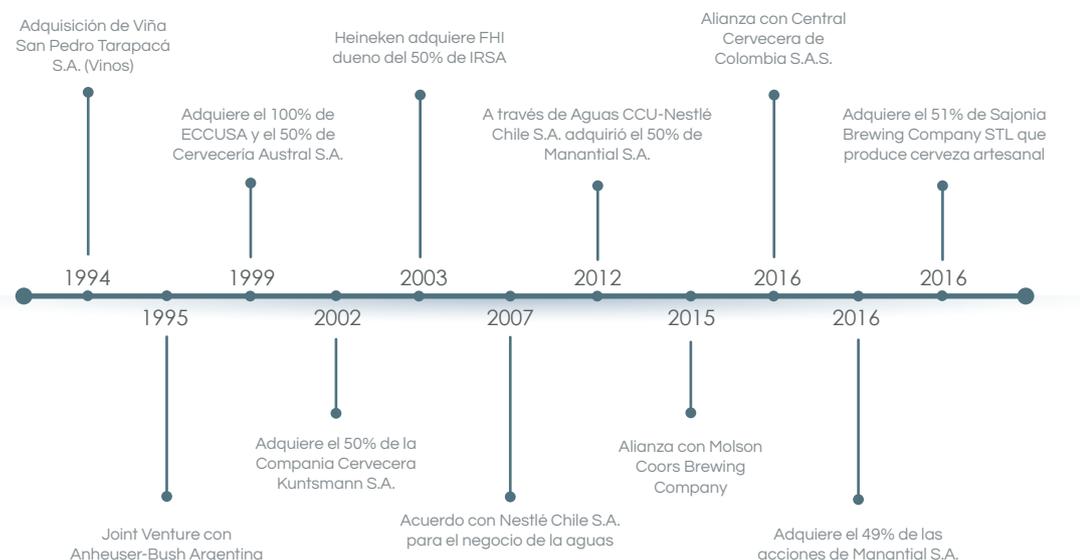
Gráfico 22

### Tasa de Reinversión Grupo CCU



Fuente: Thomson Reuters

Ilustración 6



Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

Ilustración 7

## Plantas de Producción



Fuente: Elaboración Propia

## Mercados

De acuerdo a su política de expansión y diversificación de mercados, CCU ha consolidado su presencia en los países donde realiza operaciones productivas y comerciales. La compañía comercializa sus productos dirigiéndose principalmente al negocio minorista, integrado por supermercados, restaurantes y establecimientos expendedores de bebidas alcohólicas.

CCU ha ganado participación en el mercado chileno, como en los mercados internacionales, lo cual corrobora la creciente consolidación de la marca y la efectividad de la política de crecimiento.

El Gráfico 15 muestra la evolución de la participación de mercado de CCU para el Segmento de Negocios Internacionales, mientras que en el Gráfico 14 se puede observar la participación en el mercado chileno y su evolución el el tiempo.

## Empresa – Cervecería CCU Chile Limitada

La cervecería CCU Chile Limitada, siendo la filial más importante de la compañía, se presenta como una Sociedad de Responsabilidad Limitada que tiene por actividad principal la elaboración, envasado y comercialización de Cervezas en Chile, bajo marcas propias y licenciadas. En cuanto a su razón social, se la denomina “Cervecería CCU Chile Limitada” también pudiéndola encontrar como Cervecería o Cervecería CCU.

Para la elaboración de cervezas, Cervecería CCU cuenta con dos plantas ubicadas en las localidades de Quilicura y Temuco, cada una de ellas contando con certificaciones ISO 14001, ISO 22000 y OHSAS 18001.

En 2000 y 2002, se concretan las asociaciones con Cervecería Austral S.A. y Compañía Cervecería Kunstmann S.A., a través de las cuales la empresa asume la comercialización y distribución de ambas marcas Premium. Sin embargo, la elaboración de las mismas continúa realizándose en sus plantas originarias en Valdivia y Punta Arenas.

Tabla 5

Chile	Capacidad Instalada
Mes	339.6 millones de Litros
Anual	37.4 millones de Hectolitros

Fuente: 20-F (2016)

Tabla 6

Premium	Principal	Conveniencia
Royal Guard	Cristal	Dorada
Heineken	Cristal Cero,0°	
Austral	Escudo	
Kunstmann	Morenita	
D'olbek	Stones	
Sol		
Coors		
Tecate		
Blue Moon		

Fuente: 20-F (2016)

Cervecería CCU comercializa tres categorías de marcas:

- Marcas Propias CCU.** Productos nacionales, elaborados, comercializados y distribuidos por Cervecería CCU desde 1850. Las principales marcas dentro de esta categoría Cristal, también en su versión “light” y sin alcohol, Escudo, Royal Guard, Morenita, Dorada y Lemon y Maracuyá Stones.
- Marcas Licencias Internacionales.** Marcas internacionales, producidas o importadas, comercializadas y distribuidas por Cervecería CCU. Marcas internacionales como Heineken y Sol, han confiado en la producción de Cervecería CCU, otorgándole las licencias para la elaboración de sus marcas. Otras, como Coors, Coors Light, Tecate y Blue Moon han permitido la exportación de sus productos.
- Marcas Craft Distribución.** Marcas tales como Austral, Kunstmann y D’olbek permiten que CCU comercialice y distribuya sus productos, que aún siguen siendo elaborados en sus cervecerías de origen manteniendo su calidad y esencia.

Ilustración 8



Fuente: CCU web

## Productos Estrella

### Marcas propias

#### Cristal - Grado alcohólico: 4, 6°

Es la principal marca del amplio portafolio de CCU y líder en el mercado. Lanzada en 1850, fue la primera marca en ingresar al Marketing Hall of Fame de Chile, también ganadora de numerosos premios debido a su innovadora publicidad y con una fuerte presencia en todo Chile.

#### Escudo - Grado alcohólico: 5.5°

Fue lanzada al mercado en 1942, con su alta calidad actualmente se posiciona como la marca favorita de los jóvenes, presentándose como una cerveza con más cuerpo, más color y más sabor.

### Precios

En Chile, los precios no se encuentran regulados, sea para el mercado minorista o mayorista. Los precios al por mayor, surgen en acuerdo entre productor y comprador; mientras que los precios al por menor son determinados por los mismos minoristas para el consumidor final. Los factores claves que determinan estos últimos son: las promociones de precios nacionales y/o locales ofrecidas por el fabricante, la naturaleza del consumo del producto (si es local o en el exterior), el tipo de envasado (retornable o no retornable), la estructura impositiva aplicable y los márgenes de beneficio deseados considerando todos los costos y gastos relacionados, tales como gastos de marketing, ventas, distribución y administración (MSD & A) y producción.

### Proceso de distribución y comercialización

Luego de la producción, embotellado y empaquetado, las bebidas son almacenadas en una de sus plantas de producción o transportadas a una red de veinticinco bodegas propias de la compañía ubicadas a lo largo de todo Chile. Para minimizar costos de transporte y entrega, los productos son generalmente enviados al almacén más cercano.

Todos los productos son distribuidos directamente a clientes minoristas, supermercados y mayoristas, lo que permite conservar un contacto más directo con los clientes, obtener información oportuna para el marketing y mantener una buena relación de trabajo con los clientes minoristas.

### Insumos y Proveedores

Para satisfacer sus distintos requerimientos, CCU celebra anualmente contratos de compraventa para sus principales materias primas entre ellos malta, arroz y lúpulo para la cerveza. La malta se obtiene a través de contratos a largo plazo con proveedores de Argentina y Chile mientras que el arroz a través de proveedores internacionales en transacciones spot. Los precios de las principales materias primas utilizadas están vinculados al dólar estadounidense.

El agua, elemento esencial en la producción, es tratada en instalaciones localizadas en sus plantas para eliminar impurezas.

La comercialización de cerveza se realiza en botellas de vidrio retornable y no retornable, latas de aluminio y barriles de acero inoxidable. Las latas de aluminio son compradas a los proveedores globales, Ball Chile S.A. y Ball Argentina S.A. mientras que las botellas y las preformas inyectadas son producidas por su filial Plasco.

Se realizan procesos de testado en diversas etapas de la producción en cada una de sus plantas para garantizar la calidad del producto.

Gráfico 23

#### Crecimiento en Ventas (%)



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 24

#### Rentabilidad sobre el Activo (%)



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 25

## Rentabilidad sobre el Equity (%)



Fuente: Elaboración Propia

## Management

Los directores de la compañía son Andrónico Luksic Craig (presidente), José Miguel Barrios, Marc Busain, Didier Debrosse, Pablo Granifo Lavin, Rodrigo Hinzpeter, Carlos Molina Soliz y Francisco Pérez Mackenna mientras que el director Patricio Jottar Nasrallah es Gerente General de la misma.

Como Gerente General de CCU Chile se encuentra Francisco Diharasarri.

## Licencias

La Empresa cuenta con diferentes licencias y contratos para la producción, comercialización y/o distribución de marcas reconocidas. A continuación, se muestran las vigentes en la Tabla 7:

Tabla 7

Licencia	Fecha de Expiración	Licenciante
Austral para Chile	Julio 2018	Cervecería Austral
Blue Moon para Chile	Diciembre 2021	Coors Brewing Company
Coors para Chile	Diciembre 2025	Coors Brewing Company
Heineken para Chile y Argentina	10 años renovables	Heineken Brouwerijen B.V.
Sol para Chile	11 años renovables	Heineken Brouwerijen B.V.

Fuente: Memoria Anual CCU (2016)

## Competencia

En marzo de 2004, la Compañía de Bebidas de las Américas ("AmBev") e Interbrew anunciaron un acuerdo de fusión, creando la cervecera más grande del mundo con el nombre de InBev.

Por otra parte, en 2005, SAB Miller Plc se fusionó con Grupo Empresarial Bavaria, una cervecera colombiana con operaciones en Colombia, Perú, Ecuador y Panamá, formando el segundo cervecero más grande del mundo.

Adicionalmente, en enero de 2007, AmBev asumió el control de Quilmes Industrial S.A. En Chile, Quilmes vende su cerveza a través de Cervecería Chile S.A. En 2013, AB Inbev finalizó la adquisición de Grupo Modelo.

Durante el 2015, SAB Miller plc aceptó una oferta de AB Inbev para fusionar sus operaciones. Con ello, Cervecería CCU se enfrentó a una de las mayores fusiones mundiales de la historia de la cerveza. Esto provocó que Cervecería CCU Chile Ltda. perdiera entre esa fecha y 2017, un 4,5% del mercado. En parte, por la pérdida de la licencia para comercializar la marca cervecera Budweiser y por la política de descuento de precios que aplicó Cervecería Chile S.A, filiar del grupo anteriormente mencionado.

## Modelo de negocios y procesos directivos

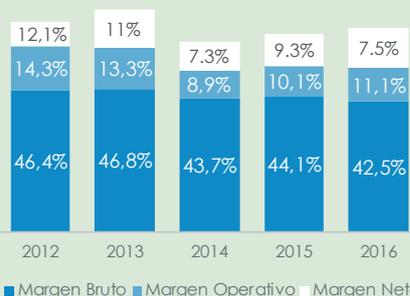
El Modelo de Negocio CCU es su forma distintiva de operar y se traduce en una ventaja al momento de competir. El mismo pone foco en la generación de valor sustentable, el cual se lleva a cabo teniendo en cuenta los siguientes cuatro factores:

**1. Equipo Humano CCU.** Es la base de operación y refleja sus valores corporativos internos: excelencia, empoderamiento y generosidad.

**2. Estructura.** Coincide con la de una organización, manteniendo un balance entre lo formal a lo informal. Este equilibrio viabiliza la generación de valor:

Gráfico 26

## Márgenes (%)



Fuente: Elaboración Propia

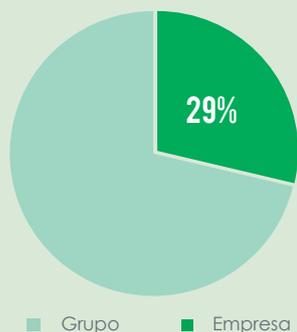
**Tabla 8**  
**Ratios Económicos y Financieros**  
**Cervecería CCU Chile Ltda.**

	2014	2015	2016
Net W.C.	0,17	0,08	0,15
Liquidez Cte.	1,26	1,11	1,23
Liquidez Ácida	0,82	0,72	0,86
Endeudamiento	2,20	3,42	2,24
Endeudamiento a CP	0,65	0,73	0,65
Endeudamiento Total	0,69	0,77	0,69
Solvencia	0,45	0,29	0,45
Solvencia Total	1,45	1,29	1,45
Recursos Propios	0,31	0,23	0,31
Inmovilización de Capital	0,57	0,84	0,67
Repago Pasivo Cte.	3,54	2,95	3,06
Repago Pasivo	3,72	3,14	3,27
Repago Patrimonio Neto	1,69	0,92	1,46
Rentabilidad sobre Ventas	7,3%	9,3%	7,5%
Rentabilidad sobre Pasivo Total	26,9%	31,9%	30,6%

Fuente: Elaboración Propia

**Gráfico 27**

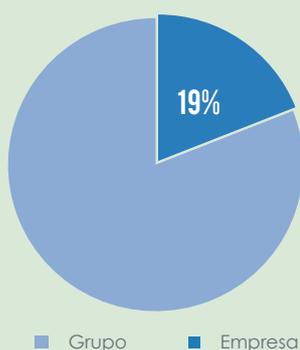
**Participación del Ingreso por Ventas de la Empresa sobre Total de Ingresos por Ventas del Grupo (2016)**



Fuente: Elaboración Propia

**Gráfico 28**

**Participación del EBITDA de la Empresa sobre EBITDA del Grupo (2016)**



Fuente: Elaboración Propia

- Los Procesos Directivos están al centro del conjunto de elementos que componen la forma de operar que hace distintiva a CCU como organización. Es un conjunto de 6 procesos (Plan Estratégico, Modelo de Preferencia, Recursos Humanos, Excelencia Operacional, Presupuesto Operativo y Presupuesto de Inversiones) que permite alinear a toda la Compañía hacia el cumplimiento del Plan Estratégico.
- La Integración operacional, práctica y estratégica permite tener operaciones más eficientes con el fin de alcanzar los objetivos estratégicos.
- CCU da seguimiento a los indicadores de desempeño de la empresa a través de más de 200 Balanced Scorecards ("BSC") con el fin de establecer metas y gestionar su negocio; dichos BSC se separan en tres dimensiones estratégicas: Rentabilidad, Crecimiento y Sustentabilidad, pilares fundamentales del Plan Estratégico

**3. Misión.** para ejecutar de manera efectiva los factores antes mencionados, es necesario cumplir con la misión de la compañía:

*"En CCU nos gusta el trabajo bien hecho, por el bien de las personas. Y nos hemos propuesto como misión, gratificar responsablemente a nuestros consumidores, en todas sus ocasiones de consumo, mediante marcas de alta preferencia".*

## Sustentabilidad: Proceso Operacional

La generación de valor sustentable sólo es posible gracias a un proceso de Excelencia Operacional. Este se logra a través del desarrollo de:

- El Plan Excelencia CCU, que permite capturar eficiencias a través de la implementación de mejores prácticas, incorporando en CCU conocimiento, metodologías y tecnologías de clase mundial.
- La construcción de valor de marca se logra a través de la puesta en práctica del Modelo de Preferencia. El mismo, es un modelo construido desde el punto de vista del consumidor, que identifica y entrega indicadores para medir dicho valor de marca y determina los efectos que un mayor valor de marca tienen en el desempeño del negocio.
- Con el Modelo de Gestión de Recursos Humanos se buscan resultados en tres dimensiones: reconocimiento externo, desarrollo del talento y sustentabilidad económica del negocio.
- En el aspecto social, la sustentabilidad se asegura promoviendo un liderazgo responsable y una relación cercana con los grupos de interés desde cuatro dimensiones: Consumo Consciente, Programa de Relacionamiento Comunitario, Apoyo Solidario y Arte.

## Medio ambiente

A través de la Visión 2020, se apunta a un uso más eficiente de los recursos, poniendo foco en disminuir la huella de carbono y el consumo de agua e incrementar la valorización de los residuos industriales.

En el año 2016, dos proyectos fueron particularmente emblemáticos dentro de este programa: la planta satelital de regasificación de Gas Natural Líquido en Temuco, que permitirá la reconversión desde petróleo pesado a gas natural y así lograr una reducción directa del 20% de las emisiones de CO<sub>2</sub>; y el proyecto de la planta biogás de Viña San Pedro en Molina, que funciona únicamente con residuos sólidos de la vendimia y que generará 1 MW hora de energía limpia.

Actualmente, CCU inició un proceso de reconversión tecnológica de su flota de distribución presentando la primera etapa de su nueva flota ecológica de camiones eléctricos, cero por ciento emisiones y "cero ruidos".

## Valuación de Empresa - Cervecería CCU Chile Ltda.

La cervecera CCU Chile Limitada forma parte del grupo empresarial CCU Chile SA. Por esta razón, no cotiza en la Bolsa de Santiago de manera independiente.

Mediante este reporte, se hará únicamente la valuación de la empresa para hallar el valor de la firma de manera individual.

Para la construcción de los flujos, se utilizó la información de los Estados Financieros presentados por la filial, desde diciembre de 2011 hasta diciembre de 2016. Se analizó el grupo, la empresa y la industria en la que opera, se determinó la estructura de capital que posee, las perspectivas futuras de crecimiento, proyectándose los flujos hasta el año 2026.

### Perspectiva de crecimiento a Perpetuidad

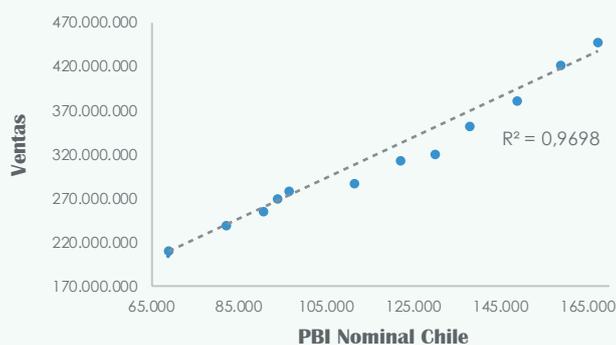
Para la proyección de la tasa de crecimiento, en primer lugar, se realizó una regresión de las ventas anuales de la empresa contra el PBI de Chile, para analizar la relación entre ambas variables. Se tomó dicho indicador considerando que las ventas de la empresa están estrechamente relacionadas con el consumo interno. El R cuadrado obtenido fue 0,97, indicando que el 97% de la variación de las ventas puede explicarse mediante el PBI (Gráfico 23). Considerando las proyecciones del Fondo Monetario Internacional sobre el PBI para los próximos 5 años, se calculó un crecimiento aproximado entre un 4% y 6% del mismo.

Otro aspecto que se tuvo en cuenta fue el crecimiento de la industria cervecera de los últimos cinco años, que de acuerdo a Thomson Reuters, se ubica entre el 3% y 4%, en promedio. No se espera el advenimiento de un crecimiento extraordinario de la cervecera, dado que es una empresa con muchos años de vigencia sostenida en el rubro, siendo la primera en ventas, con el 70,5% del mercado.

Por las razones expuestas en los párrafos precedentes, se estableció para CCU Chile Limitada, una tasa de crecimiento estable del 3,5%.

Gráfico 29

### Regresión de Ventas Anuales contra PBI



Fuente: FMI

### Estimación de costo del equity

El costo del equity se calculó utilizando el Capital Asset Pricing Model (CAPM), ajustado por el riesgo país de Chile.

$$\text{Costo del equity} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta} \times \text{Prima de riesgo de mercado} + \text{Riesgo País}$$

A continuación, se explica detalladamente cómo se obtuvo el valor de cada una de las variables del modelo para, por último, obtener el valor del costo del equity.

## Tasa libre de riesgo

Como tasa libre de riesgo, se utilizó la tasa de rendimiento de un bono del Tesoro de los Estados Unidos con vencimiento a diez años del 2,26%.

## Betas

El beta de la industria se estimó tomando una muestra de veinticinco empresas cerveceras a nivel mundial con mayor volumen de operación promedio en el mercado bursátil, de los últimos doce meses. Se utilizó el beta desapalancado promedio de los últimos cinco años de cada una y se ponderó por su capitalización de mercado. Obteniendo un resultado de 0,47. (Anexo 7).

Por otra parte, para determinar el beta de la empresa, se calculó la razón Deuda/Equity de la misma. La deuda financiera neta se calcula como la deuda financiera de corto y largo plazo menos el efectivo y las inversiones a corrientes. Al ser igual a cero o, en algunos periodos, hasta negativa (Anexo 8), se llegó a la conclusión de que CCU Chile Limitada posee una estructura de capital "Full Equity". Por esta razón, su beta resultante es igual al beta de la industria, reflejando el riesgo moderadamente bajo de un negocio de consumo masivo como es el de la cerveza en Chile.

## Prima de riesgo de mercado

Según Aswath Damodaran, en base a los datos de su página web, a octubre de 2017, la prima de riesgo de mercado histórica es de 4,62%.

## Riesgo país

El EMBI (Emerging Markets Bonds Index) es el principal indicador del riesgo país. Su valor se extrajo de las estadísticas publicadas en el boletín mensual del Banco Central de Chile (127 bp.). (Anexo 9)

A partir de lo expuesto, se obtuvo un costo del equity en dólares de 5,701%.

El costo promedio ponderado del capital (WACC) se calculó con la expresión habitual, pero al no tener relación D/E, la tasa es igual al costo del equity. El WACC en pesos chilenos es de 6,336%.

En la siguiente tabla, se resumen los inputs del modelo:

Tabla 9

<b>Estructura de Capital</b>	<b>Full Equity</b>
Beta de Industria	0,47
Beta Empresa	0,47
<b>Costo del Equity</b>	
Risk Free (10 Y T-BOND)	2,26%
Beta Empresa	0,47
Risk Premium Mercado Maduro	4,62%
EMBI Chile	1,27%
	<b>5,701%</b>
<b>WACC U\$S</b>	<b>5,701%</b>
Inflación Esperada Chile	2,39%
Inflación Esperada USA	1,78%
<b>WACC \$CL</b>	<b>6,336%</b>

## Proyección de Estado de Resultados

A efectos de realizar la proyección del Estado de Resultados, se estableció una serie de supuestos que se detallan a continuación.

Los supuestos, en términos porcentuales, del Estado de Resultados a partir del 2017 se muestran en Tabla 10:

Tabla 10

%	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1		2,48	10,00	8,11	10,79	6,01	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48	7,48
2	53,7	53,6	53,2	56,3	55,9	57,5	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
3	0,1	0	0	0	0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
4	14,9	16,4	17,7	17,9	16,9	17,4	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
5	3,1	2,8	3,2	3,2	3,4	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
6	12,5	12,9	12,6	13,8	12,2	12,4	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
7							2,4	2,9	3	3	3	3	3	3	3	3
8							2,4	2,9	3	3	3	3	3	3	3	3
9							2,4	2,9	3	3	3	3	3	3	3	3
10							-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004
11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
12	0	0	20	28,3	27	25,6	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
13	18,6	18	19,4	19,8	21,7	23	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1

Fuente: Elaboración Propia

Para los ingresos por venta de CCU Chile Limitada (1), se utilizó el promedio de crecimiento histórico de las ventas de los últimos cinco años, manteniéndose estable en un 7,48% hasta 2026.

Para la estimación de los costos (2), se tomó un promedio de los valores históricos, siendo un 55% sobre los ingresos por ventas.

En la cuenta "Otros ingresos, por función" (3), no se consideró un promedio como el supuesto anterior, ya que, al fluctuar mucho con respecto a los ingresos por ventas, no iba a ser representativo. Por ello, se fijó que el 0,05% de los ingresos por ventas corresponden a esta cuenta.

Con respecto a "Costos de distribución" (4), "Gastos de Administración" (5) y "Otros gastos, por función" (6), se realizó un promedio histórico de la relación de estas cuentas con los ingresos, y se mantuvo constante durante toda la proyección; siendo un 16,9%, 3,1% y 12,7% de las ventas, respectivamente.

La cuenta "Costos Financieros" (8), además de incluir el pago de intereses, contiene la indemnización por años de servicio correspondientes a planes de beneficios, derivados de los acuerdos colectivos que la empresa suscribe con sus empleados. Como ya se mencionó, la empresa es "Full Equity", dado que los ingresos por sus actividades operativas son suficientes para hacer frente a sus obligaciones de corto y largo plazo. Por tal motivo, al no tomar deuda financiera, no tendrá que pagar intereses. Dicha cuenta, e "Ingresos Financieros" (7), se ajustaron por inflación.

La Unidad de Fomento (UF) es una unidad de cuenta, reajutable de acuerdo a la inflación. La empresa registra las diferencias originadas por los cambios en las unidades de reajuste en el rubro "Resultado por unidades de reajuste" (9), que crece de acuerdo a la inflación.

Las "Diferencias de Cambio" (10), se estimaron utilizando un promedio histórico de la relación entre ésta cuenta con los ingresos por ventas, dejando ese porcentaje constante durante la proyección. No se utilizaron los tipos de cambios futuros por la ausencia de un anexo contable que especifique los saldos de euros y dólares que posee la empresa al término del ejercicio económico.

Con respecto a las "Ganancias o pérdidas actuariales por planes de beneficios" (11) y al impuesto que se le aplica (12), el promedio de los valores históricos representa el valor fijo que se estableció para los años siguientes.

El porcentaje de Impuesto a las Ganancias (13), se proyectó estableciendo un promedio de las tasas de los años anteriores, ya que la empresa cuenta con tasas impositivas escalonadas.

## Flujos de caja proyectados

Para llevar a cabo el descuento de los flujos, se optó por el método de Free Cash Flow to the Firm (FCFF). Se considera el procedimiento de mayor precisión teórica, al estar relacionado con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo valuado.

Partiendo de la fórmula:

$$FCFF = FEO +/- WC +/- CAPEX$$

Siendo:

**FEO:** Flujo de Efectivo Operativo; es el flujo de efectivo que la empresa genera mediante sus operaciones y el ejercicio de su actividad.

**WC:** Working Capital; es el activo corriente que posee la empresa, que es financiado con recursos de carácter permanente.

**CAPEX (Capital Expenditures):** se denomina así a las inversiones de capital que crean beneficios.

Se procede a explicar las estimaciones de dichas variables.

## Flujo de Efectivo Operativo

$$FEO = EBIT*(1-t) + Amortizaciones y Depreciaciones$$

Las Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) se obtuvieron a partir del Estado de Resultados proyectado, incluyendo en esta cuenta los ingresos por ventas, el costo de las mercaderías vendidas y todos aquellos gastos referentes únicamente a la actividad operativa de la empresa. A este valor se lo multiplicó por el componente (1- t), calculado a partir de la tasa impositiva proyectada para la firma.

El cálculo de las depreciaciones se presenta posteriormente a partir de la estimación del CAPEX.

## Working Capital

$$Capital de Trabajo = Activo Corriente - Pasivo Corriente$$

Hacer crecer un negocio requiere inversión en flujo de efectivo, inventarios y otros componentes del capital de trabajo. De acuerdo a Damodaran en su libro "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset" (2012), a ésta definición se le realiza algunas modificaciones. El capital de trabajo operativo excluye los activos no operativos, como el efectivo y las inversiones corrientes en valores negociables. La razón surge de que el dinero en efectivo en grandes cantidades, generalmente es invertido por las empresas en bonos del Tesoro o valores del gobierno a corto plazo. Éstos títulos de deuda se guían por un rendimiento basado en la risk free, por lo cual ese efectivo no está expuesto al riesgo propio del negocio.

A diferencia del inventario, las cuentas por cobrar y otros activos corrientes, el efectivo obtiene un rendimiento libre de riesgo y no debe incluirse en las medidas del capital circulante. Asimismo, se discriminan las deudas a corto plazo que devengan intereses. Esta deuda se considera al calcular el costo de capital y sería inapropiado incluirla en dos oportunidades.

## Ciclos Operativos en días

Tabla 11

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	PROMEDIO
1.	38	38	36	37	34	18	33
2.	84	22	23	26	31	45	30
3.	65	68	66	73	70	54	66
4.	71	64	67	71	72	69	69
5.	194	94	78	90	99	72	87

Fuente: Elaboración Propia

1. Días Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar
2. Días Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas
3. Días de Inventarios
4. Días Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar
5. Días Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas

Se calculó el periodo de Cuentas por Cobrar para cada año histórico, por medio de la siguiente fórmula:

$$\text{Período de Cuentas por Cobrar} = \frac{365}{\text{Rotación de Cuentas por Cobrar}}$$

En donde:

$$\text{Rotación Cuentas por Cobrar} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas por Cobrar}}$$

Seguidamente, se realizó un promedio, tomando como supuesto que el mismo sería constante para los años futuros. El resultado obtenido fue de 33 días para Deudores Comerciales y Otras cuentas por Cobrar, y 30 días para el caso de Entidades Relacionadas.

En relación a los días de Inventarios, se estimó de la siguiente forma:

$$\text{Período de Inventarios} = \frac{365}{\text{Rotación de Inventarios}}$$

En donde:

$$\text{Rotación de Inventarios} = \frac{\text{Costo de Ventas}}{\text{Inventarios}}$$

Posteriormente se calculó un promedio de los mismos, obteniendo como resultado 66 días, el cual se fijó para la proyección de los Inventarios para los ejercicios siguientes.

Por último, se hizo el cálculo del periodo de Cuentas por Pagar, para cada año anterior, aplicando:

$$\text{Período de Cuentas por Pagar} = \frac{365}{\text{Rotación Cuentas por Pagar}}$$

En donde:

$$\text{Rotación de Cuentas por Pagar} = \frac{\text{Costo de Ventas}}{\text{Cuentas por Pagar}}$$

Luego, se promediaron todos los periodos alcanzando un resultado de 69 días y 87 días para aquellas vinculadas con Entidades Relacionadas. A partir de estos resultados, se estimaron las Cuentas por pagar futuras.

### Flujo de Variación del Capital de Trabajo

Tras la proyección de todas las cuentas, se prosiguió a calcular la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Como el dato necesario son las inversiones y desinversiones a lo largo de los años, se las obtuvo realizando las diferencias entre un año y su anterior.

Al ser un flujo que debe ser utilizado desde la perspectiva de la empresa, aquellos incrementos en el capital de trabajo se los tomó como una inversión, convirtiendo el valor positivo a negativo; y viceversa. (Anexo 5).

### CAPEX

De acuerdo a lo argumentado por Koller en su libro "Valuation: Measuring and Managing the value of companies" (2005), a largo plazo, las proporciones de la relación de las Propiedades, Plantas y Equipo (PP&E) con respecto a las ventas de las empresas tienden a ser bastante estables, por lo que se propone el siguiente enfoque para su estimación:

#### 1. Proyección de PP&E neto, como un porcentaje de los ingresos por ventas:

Se calculó la relación porcentual entre las PP&E y las ventas históricas del último año (0,0431), ya que se lo considero como el más representativo, para luego proyectar los siguientes con esa misma relación.

No se utilizó el PP&E bruto, dado que éstos caen cuando las empresas desechan sus activos, lo cual no tiene implicaciones de efectivo. El cambio en el PP&E bruto a menudo subestima la cantidad real de gastos de capital.

#### 2. Estimación de las depreciaciones como un porcentaje de las PP&E netas

Se estimó la relación del PP&E neto y las depreciaciones históricas del último año (0,20). Posteriormente ese porcentaje fue multiplicado por las PP&E proyectadas en el paso anterior.

#### 3. Proyección del CAPEX neto

Para finalizar, se calculó el CAPEX proyectado a partir de la variación del PP&E neto adicionándole las depreciaciones, tomando como referencia:

$$CAPEX = \Delta PP\&E \text{ Neto} + \text{Depreciaciones}$$

Tras el cálculo, se procedió a estimar el flujo de caja (Anexo 5).

### Proyección de otras cuentas

Para el caso de la estimación de las cuentas restantes, sean del Estado de Situación Patrimonial o del Estado de Flujos de Efectivo, se utilizaron supuestos de crecimiento basados en la relación de las cuentas con los ingresos por ventas (generalmente aquellas que son impositivas o tienen estrecha relación con los beneficios con empleados), o tomando en cuenta el comportamiento o tendencia de años anteriores.

## Propiedad de la Consistencia

Para ser consistentes con la moneda utilizada en la tasa (dólares), se dividió a cada flujo de caja obtenido por el tipo cambio proyectado en cada año, convirtiendo los flujos en pesos chilenos a dólares.

## Tipo de Cambio Proyectado

De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), la inflación para Chile y Estados Unidos se comportaría de la siguiente manera:

Tabla 12

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Chile</b>	2,39%	2,94%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
<b>Estados Unidos</b>	1,78%	2,34%	2,69%	2,19%	2,29%	2,24%

Fuente: FMI

Para los años siguientes (del 2023 al 2026), si bien el FMI no estima proyecciones, se suponen estables los valores del 2022. (Anexo5)

Tras la conversión de los flujos en moneda chilena a dólares mediante el tipo de cambio proyectado (Anexo 6), se descontaron utilizando el WACC de 5,701% calculado anteriormente.

## Flujos Proyectados

De acuerdo a las estimaciones realizadas, se muestra a continuación los flujos descontados bajo el modelo FCFF:

FLUJOS DE CAJA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
EBIT	59.172.801	63.596.778	68.351.508	73.461.719	78.953.989	84.856.881	91.201.095	98.019.626	105.347.935	113.224.136
Average Tax Rate	20,1%									
EBIT*(1-T)	47.285.476	50.820.713	54.620.257	58.703.870	63.092.788	67.809.838	72.879.552	78.328.296	84.184.409	90.478.347
Depreciaciones	4.047.102	4.349.679	4.674.877	5.024.388	5.400.029	5.803.756	6.237.666	6.704.017	7.205.234	7.743.924
FEO	51.332.578	55.170.392	59.295.134	63.728.257	68.492.817	73.613.593	79.117.218	85.032.313	91.389.643	98.222.271
Flujo Variación WC	(1.561.558)	(1.323.396)	(1.423.788)	(1.531.685)	(1.647.647)	(1.772.282)	(1.906.234)	(2.050.200)	(2.204.929)	(2.371.228)
CAPEX	(5.489.506)	(5.899.922)	(6.341.021)	(6.815.100)	(7.324.622)	(7.872.237)	(8.460.795)	(9.093.355)	(9.773.208)	(10.503.889)
FCFF \$CL	44.281.514	47.947.074	51.530.325	55.381.473	59.520.548	63.969.074	68.750.189	73.888.758	79.411.506	85.347.153
Tipo de Cambio	635,69	639,44	641,35	646,44	650,90	655,77	660,67	665,61	670,58	675,59
FCFF US\$	69.659	74.983	80.346	85.671	91.443	97.548	104.061	111.010	118.422	126.329
WACC	5,701%									
Factor de Descuento	0,946	0,895	0,847	0,801	0,758	0,717	0,678	0,642	0,607	0,574
Valor Presente FCFF	65.902	67.113	68.034	68.630	69.302	69.941	70.587	71.239	71.896	72.560
<b>Suma Valor Presente FCFF en MU\$S</b>	<b>695.202</b>									
Valor Perpetuidad U\$S en MU\$S	5.939.447									
Factor de Descuento	0,574									
<b>Valor Perpetuidad Descontado</b>	<b>3.411.447</b>									
<b>Al 31 de diciembre de 2016</b>										
<b>VALOR FIRMA MU\$S</b>	<b>4.106.649</b>									
<b>VALOR FIRMA M\$CL</b>	<b>2.610.555.898</b>									
<b>VALOR FIRMA US\$</b>	<b>4.106.649.307</b>									
<b>VALOR FIRMA \$CL</b>	<b>2.610.555.897.698</b>									

## Conclusión

Finalmente, tras los cálculos realizados se llegó a un valor de la compañía de USD 4.106.649 (cifra expresada en miles de dólares).

Por ser Cervecería CCU Chile Ltda, una empresa que no cotiza en la bolsa de forma individual, no se cuenta con un valor de mercado como parámetro de referencia. Por lo cual se decidió realizar la comparación por múltiplos de la compañía y la industria. Si la valuación realizada arroja un ratio cercano al de la industria, se puede corroborar que el valor teórico arribado se encuentra dentro de los estándares de los que debería valer la compañía.

Al no tener desglosada la cantidad de acciones del grupo empresarial pertenecientes a la firma, se realizó la comparación a través del ratio VALOR EQUITY/EARNINGS TOTALES. Este ratio está directamente relacionado con el ratio P/E, dado que para su cálculo, se utiliza tanto el valor del equity como las earnings totales pero dividiéndolas por la cantidad de acciones.

Los resultados obtenidos fueron:

Cervecera CCU Chile LTDA: 81,57

Industria: 77,70

Para el cálculo de la industria, se utilizó un promedio del ratio P/E de empresas comparables obtenidas a través de Reuters (Anexo 10).

Tras corroborar el valor de la compañía, se puede concluir que ante un escenario de escisión, en el que Compañías Cervecerías Unidas (CCU) quisiera desprenderse de Cervecería CCU Chile Ltda., o en el caso de que un potencial comprador quisiera adquirirla, debería hacerlo a un precio base no menor a USD 4.106.649 (expresado en miles de dólares).

- Lidera el segmento de producción y venta de cerveza en Chile.
- Posee trayectoria y reconocimiento.
- Fideliza constantemente a sus clientes.
- Tiene una gran área de cobertura nacional y presencia internacional.
- Cuenta con una amplia gama de productos
- Mantiene alianzas estratégicas con líderes mundiales.
- Innovación permanente
- Tiene una sólida estructura organizacional.
- Invierte en tecnología y busca el desarrollo constante.

- Depende de las condiciones económicas de Chile
- Está expuesto a las condiciones de los mercados internacionales.
- Depende de la renovación de los acuerdos de licencias.
- Sus productos pueden ser sustituidos por otros de menor precio.
- Depende de un solo proveedor para materias primas importantes.
- Está expuesto a riesgos cambiarios que aumenten sus costos.

# F O D A

- El consumo de cerveza está creciendo.
- La disminución del tipo de cambio permite la reducción de costos.
- Sus asociaciones le permiten aumentar su volumen de negocios.
- Contemplan proyectos de inversión ambientales.
- Se espera un gradual crecimiento económico en Chile.

- Existe una fuerte competencia en el mercado cervecero.
- Pérdida de licencias de marcas de la Compañía.
- Existencia de altos impuestos indirectos que afectan a las bebidas alcohólicas.
- Fluctuaciones en el costo de materias primas.
- Consolidación de supermercados / aumento del poder adquisitivo que pueden afectar las negociaciones de precios de CCU.
- Aumento del consumo de cerveza artesanal.
- Posibles eventos catastróficos.
- Posibles restricciones en las promociones de bebidas alcohólicas.

# ANEXO 2: Estado de Situación Patrimonial Proyectado



(Cifras expresadas en miles de pesos chilenos)

	Proyección										
	Al 31 de diciembre de 2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
<b>ACTIVOS</b>											
<b>Activos corrientes</b>											
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.684.008	4.105.334	4.326.986	4.378.638	4.430.289	4.691.941	4.813.923	4.984.679	5.155.434	5.264.832	5.410.149
Otros activos no financieros	3.873.588	3.769.948	3.750.563	3.731.178	3.711.793	3.692.407	3.673.022	3.653.637	3.634.252	3.614.866	3.595.481
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	22.128.976	43.176.385	46.404.411	49.873.777	53.602.525	57.610.047	61.917.187	66.546.345	71.521.596	76.868.815	82.615.811
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	55.302.986	39.145.198	42.071.838	45.217.284	48.597.895	52.231.253	56.136.255	60.333.208	64.843.942	69.691.915	74.902.340
Inventarios	38.200.218	48.201.942	51.805.697	55.678.882	59.841.641	64.315.623	69.124.097	74.292.070	79.846.420	85.816.033	92.231.957
Activos por impuestos corrientes	4.338.885	4.663.276	5.011.920	5.386.629	5.789.354	6.222.187	6.687.381	7.187.354	7.724.707	8.302.235	8.922.941
<b>Total activos corrientes</b>	<b>126.528.661</b>	<b>143.062.083</b>	<b>153.371.415</b>	<b>164.266.388</b>	<b>175.973.496</b>	<b>188.763.459</b>	<b>202.351.865</b>	<b>216.997.294</b>	<b>232.726.351</b>	<b>249.558.696</b>	<b>267.678.679</b>
<b>Activos no corrientes</b>											
Otros activos no financieros	1.721.737	2.019.031	2.183.683	2.348.335	2.512.987	2.677.639	2.842.291	3.006.943	3.171.595	3.336.247	3.500.899
Cuentas por cobrar no corrientes	13.973	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones contabilizadas por método de participación	8.167.344	8.225.552	8.264.609	8.303.666	8.342.723	8.381.780	8.420.837	8.459.894	8.498.951	8.538.008	8.577.065
Activos intangibles distintos de plusvalía	131.632	129.934	136.254	142.573	148.893	155.213	161.532	167.852	174.171	180.491	186.810
Plusvalía	290.115	290.115	290.115	290.115	290.115	290.115	290.115	290.115	290.115	290.115	290.115
Propiedades, plantas y equipos (neto)	19.292.834	20.735.238	22.285.481	23.951.625	25.742.337	27.666.930	29.735.412	31.958.541	34.347.880	36.915.854	39.675.820
Activos por impuestos diferidos	3.197.091	3.436.117	3.693.014	3.969.118	4.265.863	4.584.795	4.927.571	5.295.975	5.691.921	6.117.471	6.574.835
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>32.814.726</b>	<b>34.835.987</b>	<b>36.853.156</b>	<b>39.005.432</b>	<b>41.302.919</b>	<b>43.756.472</b>	<b>46.377.758</b>	<b>49.179.320</b>	<b>52.174.633</b>	<b>55.378.185</b>	<b>58.805.544</b>
<b>Total activos</b>	<b>159.343.387</b>	<b>177.898.070</b>	<b>190.224.570</b>	<b>203.271.820</b>	<b>217.276.415</b>	<b>232.519.931</b>	<b>248.729.623</b>	<b>266.176.614</b>	<b>284.900.984</b>	<b>304.936.881</b>	<b>326.484.223</b>
<b>PASIVOS</b>											
<b>Pasivos corrientes</b>											
Otros Pasivos financieros	628.331	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	48.752.794	49.818.439	53.543.049	57.546.125	61.848.486	66.472.508	71.442.238	76.783.524	82.524.144	88.693.954	95.325.041
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	50.584.243	62.744.745	67.435.774	72.477.522	77.896.209	83.720.018	89.979.236	96.706.416	103.936.545	111.707.225	120.058.870
Otras provisiones a corto plazo	26.338	50.442	50.855	51.267	51.680	52.093	52.505	52.918	53.330	53.743	54.155
Pasivos por impuestos corrientes	1.753.521	1.884.621	2.025.522	2.176.957	2.339.715	2.514.641	2.702.644	2.904.704	3.121.870	3.355.273	3.606.126
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.353.597	1.454.797	1.563.563	1.680.461	1.806.098	1.941.129	2.086.255	2.242.231	2.409.868	2.590.039	2.783.680
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>103.098.824</b>	<b>115.953.043</b>	<b>124.618.763</b>	<b>133.932.332</b>	<b>143.942.189</b>	<b>154.700.388</b>	<b>166.262.878</b>	<b>178.689.792</b>	<b>192.045.757</b>	<b>206.400.234</b>	<b>221.827.872</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>											
Otras cuentas por pagar	1.075.949	1.481.856	1.775.992	2.070.127	2.364.263	2.658.398	2.952.534	3.246.669	3.540.805	3.834.940	4.129.076
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo por impuestos diferidos	3.624.717	3.895.714	4.186.972	4.500.006	4.836.443	5.198.033	5.586.657	6.004.336	6.453.243	6.935.711	7.454.251
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	2.299.872	2.471.819	2.656.621	2.855.240	3.068.708	3.298.136	3.544.717	3.809.733	4.094.563	4.400.688	4.729.699
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>7.000.538</b>	<b>7.849.389</b>	<b>8.619.585</b>	<b>9.425.373</b>	<b>10.269.414</b>	<b>11.154.567</b>	<b>12.083.909</b>	<b>13.060.739</b>	<b>14.088.611</b>	<b>15.171.339</b>	<b>16.313.026</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>110.099.362</b>	<b>123.802.433</b>	<b>133.238.349</b>	<b>143.357.705</b>	<b>154.211.603</b>	<b>165.854.955</b>	<b>178.346.786</b>	<b>191.750.531</b>	<b>206.134.368</b>	<b>221.571.572</b>	<b>238.140.898</b>
<b>PATRIMONIO</b>											
<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>											
Capital emitido	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741	23.253.741
Otras reservas	(8.294.258)	(7.658.701)	(7.714.998)	(7.780.678)	(7.723.208)	(7.682.979)	(7.682.979)	(7.682.979)	(7.682.979)	(7.682.979)	(7.699.164)
Resultados acumulados	34.284.542	38.500.597	41.447.479	44.441.052	47.534.279	51.094.214	54.812.075	58.855.320	63.195.854	67.794.546	72.788.748
<b>Total patrimonio</b>	<b>49.244.025</b>	<b>54.095.637</b>	<b>56.986.222</b>	<b>59.914.115</b>	<b>63.064.813</b>	<b>66.664.976</b>	<b>70.382.837</b>	<b>74.426.083</b>	<b>78.766.616</b>	<b>83.365.309</b>	<b>88.343.325</b>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>159.343.387</b>	<b>177.898.070</b>	<b>190.224.570</b>	<b>203.271.820</b>	<b>217.276.415</b>	<b>232.519.931</b>	<b>248.729.623</b>	<b>266.176.614</b>	<b>284.900.984</b>	<b>304.936.881</b>	<b>326.484.223</b>

# ANEXO 3: Estado de Flujo de Efectivo Proyectado



(Cifras expresadas en miles de pesos chilenos)

	Proyección										
	Al 31 de diciembre de 2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
<b>ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO</b>											
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Operación</b>											
<b>Clases de Cobros</b>											
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	634.510.499	634.122.583	698.995.730	770.981.018	827.940.727	867.624.880	920.930.402	986.454.516	1.038.170.502	1.088.496.438	1.142.930.198
Otros cobros por actividades de operación	3.444.531	3.239.208	3.489.979	3.257.710	2.868.047	2.997.191	3.369.645	3.290.476	3.265.431	2.958.962	2.939.510
<b>Clases de Pagos</b>											
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(456.735.257)	(496.571.291)	(517.208.772)	(558.928.296)	(589.017.697)	(621.925.464)	(654.565.441)	(686.457.183)	(721.289.934)	(752.373.998)	(785.614.952)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(20.281.923)	(22.906.906)	(25.005.724)	(27.146.201)	(28.890.582)	(30.729.012)	(33.059.419)	(34.923.989)	(36.876.096)	(38.845.560)	(40.895.514)
Otros pagos por actividades de operación	(87.864.556)	(90.943.408)	(101.535.239)	(112.316.696)	(122.721.975)	(128.763.433)	(138.418.706)	(148.729.878)	(157.446.389)	(166.065.591)	(174.998.807)
Dividendos recibidos	2.066.053	1.760.322	1.953.949	2.185.034	2.443.398	2.562.841	2.638.358	2.904.839	3.071.457	3.223.517	3.376.694
Intereses pagados	(653)	(127.661)	(121.105)	(84.646)	(76.042)	(74.539)	(98.586)	(67.728)	(64.451)	(67.478)	(64.410)
Intereses recibidos	-	22.704.103	2.697.008	1.732.326	2.082.467	3.016.154	9.162.716	9.669.828	11.316.916	15.906.686	14.442.020
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	(13.695.479)	(12.034.811)	(12.920.367)	(13.872.135)	(14.895.158)	(15.994.770)	(17.176.702)	(18.447.116)	(19.812.633)	(21.280.372)	(22.857.980)
Otras entradas (salidas) de efectivo	1.140.919	99.190	486.595	453.704	401.781	425.584	617.086	245.809	507.424	442.902	427.550
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Operación</b>	<b>62.584.134</b>	<b>39.341.328</b>	<b>50.832.053</b>	<b>66.261.817</b>	<b>80.134.966</b>	<b>79.139.433</b>	<b>93.399.354</b>	<b>113.939.575</b>	<b>120.842.227</b>	<b>132.395.507</b>	<b>139.684.309</b>
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Inversión</b>											
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	102.705	121.839	131.460	134.970	172.419	174.883	191.327	205.999	222.932	239.454	250.569
Compra de propiedades, planta y equipo	(6.195.812)	(4.047.102)	(4.349.679)	(4.674.877)	(5.024.388)	(5.400.029)	(5.803.756)	(6.237.666)	(6.704.017)	(7.205.234)	(7.743.924)
Compras de activos intangibles	(30.344)	(41.213)	(53.626)	(66.072)	(76.092)	(79.575)	(94.144)	(103.706)	(112.679)	(121.756)	(131.712)
Otras entradas (salidas) de efectivo	-	552.066	956.314	(1.390.023)	(1.880.081)	(2.432.282)	(3.052.956)	(3.749.019)	(4.528.021)	(5.398.204)	(6.368.561)
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Inversión</b>	<b>(6.123.451)</b>	<b>(3.414.410)</b>	<b>(3.315.530)</b>	<b>(5.996.002)</b>	<b>(6.808.141)</b>	<b>(7.737.004)</b>	<b>(8.759.529)</b>	<b>(9.884.393)</b>	<b>(11.121.785)</b>	<b>(12.485.740)</b>	<b>(13.993.628)</b>
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación</b>											
Pagos de préstamos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de entidades relacionadas	(37.914.214)	(10.571.194)	(21.597.511)	(32.623.829)	(43.650.146)	(39.328.728)	(50.355.046)	(67.194.899)	(70.144.277)	(77.475.769)	(80.083.053)
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos pagados	(20.000.000)	(23.936.074)	(25.697.360)	(27.590.335)	(29.625.028)	(31.812.049)	(34.162.797)	(36.689.528)	(39.405.410)	(42.324.600)	(45.462.311)
<b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación</b>	<b>(57.914.214)</b>	<b>(34.507.268)</b>	<b>(47.294.872)</b>	<b>(60.214.163)</b>	<b>(73.275.174)</b>	<b>(71.140.777)</b>	<b>(84.517.843)</b>	<b>(103.884.426)</b>	<b>(109.549.687)</b>	<b>(119.800.369)</b>	<b>(125.545.363)</b>
<b>Incremento Neto (Disminución) en el Efectivo y Equivalente al Efectivo, antes del Efecto de los Cambios en la Tasa de Cambio</b>	<b>(1.453.531)</b>	<b>1.419.650</b>	<b>221.652</b>	<b>51.652</b>	<b>51.651</b>	<b>261.652</b>	<b>121.982</b>	<b>170.756</b>	<b>170.755</b>	<b>109.398</b>	<b>145.317</b>
<b>Efectos de las variaciones en la tasa de cambio sobre el Efectivo y Equivalente al Efectivo</b>	<b>1.631</b>	<b>1.676</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Inicial</b>	<b>4.135.908</b>	<b>2.684.008</b>	<b>4.105.334</b>	<b>4.326.986</b>	<b>4.378.638</b>	<b>4.430.289</b>	<b>4.691.941</b>	<b>4.813.923</b>	<b>4.984.679</b>	<b>5.155.434</b>	<b>5.264.832</b>
<b>Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Final</b>	<b>2.684.008</b>	<b>4.105.334</b>	<b>4.326.986</b>	<b>4.378.638</b>	<b>4.430.289</b>	<b>4.691.941</b>	<b>4.813.923</b>	<b>4.984.679</b>	<b>5.155.434</b>	<b>5.264.832</b>	<b>5.410.149</b>

# ANEXO 4: Estado de Resultados Projectado



(Cifras expresadas en miles de pesos chilenos)

	Proyección										
	Al 31 de diciembre de 2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES POR FUNCIÓN</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>
Ingresos por ventas	447.696.305	481.167.735	517.141.613	555.805.031	597.359.069	642.019.841	690.019.616	741.608.033	797.053.390	856.644.047	920.689.921
Costo de ventas	(257.248.270)	(264.703.117)	(284.493.300)	(305.763.070)	(328.623.047)	(353.192.121)	(379.598.069)	(407.978.223)	(438.480.183)	(471.262.582)	(506.495.914)
<b>Margen bruto</b>	<b>190.448.035</b>	<b>216.464.618</b>	<b>232.648.313</b>	<b>250.041.961</b>	<b>268.736.022</b>	<b>288.827.720</b>	<b>310.421.548</b>	<b>333.629.810</b>	<b>358.573.207</b>	<b>385.381.465</b>	<b>414.194.007</b>
Otros ingresos, por función	450.126	240.584	258.571	277.903	298.680	321.010	345.010	370.804	398.527	428.322	460.345
Costos de distribución	(77.976.926)	(81.146.388)	(87.213.192)	(93.733.572)	(100.741.440)	(108.273.243)	(116.368.150)	(125.068.263)	(134.418.829)	(144.468.477)	(155.269.474)
Gastos de administración	(14.624.547)	(15.144.488)	(16.276.745)	(17.493.655)	(18.801.545)	(20.207.218)	(21.717.985)	(23.341.701)	(25.086.813)	(26.962.396)	(28.978.204)
Otros gastos, por función	(55.718.548)	(61.241.526)	(65.820.169)	(70.741.128)	(76.029.996)	(81.714.280)	(87.823.541)	(94.389.554)	(101.446.466)	(109.030.978)	(117.182.537)
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>49.474.153</b>	<b>59.172.801</b>	<b>63.596.778</b>	<b>68.351.508</b>	<b>73.461.719</b>	<b>78.953.989</b>	<b>84.856.881</b>	<b>91.201.095</b>	<b>98.019.626</b>	<b>105.347.935</b>	<b>113.224.136</b>
Ingresos financieros	1.063	1.088	1.120	1.154	1.189	1.224	1.261	1.299	1.338	1.378	1.419
Costos financieros	(147.527)	(103.742)	(106.795)	(109.999)	(113.299)	(116.698)	(120.199)	(123.805)	(127.519)	(131.345)	(135.285)
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos	1.340.086	1.483.995	1.491.041	1.498.087	1.505.134	1.512.180	1.519.227	1.526.273	1.533.319	1.540.366	1.547.412
Diferencias de cambio	631.797	(18.252)	(19.616)	(21.083)	(22.659)	(24.353)	(26.174)	(28.131)	(30.234)	(32.494)	(34.923)
Resultado por unidades de reajuste	(614.232)	(628.931)	(647.440)	(666.863)	(686.869)	(707.475)	(728.699)	(750.560)	(773.077)	(796.270)	(820.158)
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>43.789.327</b>	<b>59.906.960</b>	<b>64.315.088</b>	<b>69.052.805</b>	<b>74.145.215</b>	<b>79.618.867</b>	<b>85.502.297</b>	<b>91.826.171</b>	<b>98.623.453</b>	<b>105.929.571</b>	<b>113.782.602</b>
Impuestos a las ganancias	(10.082.780)	(12.034.811)	(12.920.367)	(13.872.135)	(14.895.158)	(15.994.770)	(17.176.702)	(18.447.116)	(19.812.633)	(21.280.372)	(22.857.980)
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>33.706.547</b>	<b>47.872.149</b>	<b>51.394.721</b>	<b>55.180.669</b>	<b>59.250.057</b>	<b>63.624.098</b>	<b>68.325.595</b>	<b>73.379.055</b>	<b>78.810.820</b>	<b>84.649.199</b>	<b>90.924.621</b>
Utilidad (pérdida) atribuible a:											
<b>Propietarios de la controladora</b>	<b>33.706.547</b>	<b>47.872.149</b>	<b>51.394.721</b>	<b>55.180.669</b>	<b>59.250.057</b>	<b>63.624.098</b>	<b>68.325.595</b>	<b>73.379.055</b>	<b>78.810.820</b>	<b>84.649.199</b>	<b>90.924.621</b>
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>33.706.547</b>	<b>47.872.149</b>	<b>51.394.721</b>	<b>55.180.669</b>	<b>59.250.057</b>	<b>63.624.098</b>	<b>68.325.595</b>	<b>73.379.055</b>	<b>78.810.820</b>	<b>84.649.199</b>	<b>90.924.621</b>
<b>ESTADO DE OTROS RESULTADOS INTEGRALES POR FUNCIÓN</b>											
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>33.706.547</b>	<b>47.872.149</b>	<b>51.394.721</b>	<b>55.180.669</b>	<b>59.250.057</b>	<b>63.624.098</b>	<b>68.325.595</b>	<b>73.379.055</b>	<b>78.810.820</b>	<b>84.649.199</b>	<b>90.924.621</b>
<b>Otros ingresos y gastos con cargo o abono en el patrimonio neto</b>											
Ganancias (pérdidas) actuariales por planes de beneficios definidos	(545.779)	(338.563)	(348.527)	(358.983)	(369.753)	(380.845)	(392.271)	(404.039)	(416.160)	(428.645)	(441.504)
Impuesto a las ganancias relacionado con planes de beneficios definidos de otro resultado integral	139.521	85.362	87.874	90.511	93.226	96.023	98.903	101.871	104.927	108.075	111.317
<b>Total otros ingresos y gastos integrales del ejercicio</b>	<b>(406.258)</b>	<b>(253.201)</b>	<b>(260.653)</b>	<b>(268.473)</b>	<b>(276.527)</b>	<b>(284.822)</b>	<b>(293.367)</b>	<b>(302.168)</b>	<b>(311.233)</b>	<b>(320.570)</b>	<b>(330.187)</b>
<b>Ingresos y gastos integrales del ejercicio</b>	<b>33.300.289</b>	<b>47.365.746</b>	<b>50.873.415</b>	<b>54.643.724</b>	<b>58.697.003</b>	<b>63.054.453</b>	<b>67.738.860</b>	<b>72.774.719</b>	<b>78.188.353</b>	<b>84.008.059</b>	<b>90.264.247</b>
<b>Ingresos y gastos integrales atribuibles a:</b>											
<b>Propietarios de la controladora</b>	<b>33.300.289</b>	<b>47.365.746</b>	<b>50.873.415</b>	<b>54.643.724</b>	<b>58.697.003</b>	<b>63.054.453</b>	<b>67.738.860</b>	<b>72.774.719</b>	<b>78.188.353</b>	<b>84.008.059</b>	<b>90.264.247</b>
<b>Ingresos y gastos integrales del ejercicio</b>	<b>33.300.289</b>	<b>47.365.746</b>	<b>50.873.415</b>	<b>54.643.724</b>	<b>58.697.003</b>	<b>63.054.453</b>	<b>67.738.860</b>	<b>72.774.719</b>	<b>78.188.353</b>	<b>84.008.059</b>	<b>90.264.247</b>



# ANEXO 6: FCFF Model

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
FLUJOS DE CAJA	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
EBIT	59.172.801	63.596.778	68.351.508	73.461.719	78.953.989	84.856.881	91.201.095	98.019.626	105.347.935	113.224.136
<b>Average Tax Rate</b>	<b>20,1%</b>									
EBIT*(1-T)	47.285.476	50.820.713	54.620.257	58.703.870	63.092.788	67.809.838	72.879.552	78.328.296	84.184.409	90.478.347
Depreciaciones	4.047.102	4.349.679	4.674.877	5.024.388	5.400.029	5.803.756	6.237.666	6.704.017	7.205.234	7.743.924
<b>FEO</b>	<b>51.332.578</b>	<b>55.170.392</b>	<b>59.295.134</b>	<b>63.728.257</b>	<b>68.492.817</b>	<b>73.613.593</b>	<b>79.117.218</b>	<b>85.032.313</b>	<b>91.389.643</b>	<b>98.222.271</b>
<b>Flujo Variación WC</b>	<b>(1.561.558)</b>	<b>(1.323.396)</b>	<b>(1.423.788)</b>	<b>(1.531.685)</b>	<b>(1.647.647)</b>	<b>(1.772.282)</b>	<b>(1.906.234)</b>	<b>(2.050.200)</b>	<b>(2.204.929)</b>	<b>(2.371.228)</b>
<b>CAPEX</b>	<b>(5.489.506)</b>	<b>(5.899.922)</b>	<b>(6.341.021)</b>	<b>(6.815.100)</b>	<b>(7.324.622)</b>	<b>(7.872.237)</b>	<b>(8.460.795)</b>	<b>(9.093.355)</b>	<b>(9.773.208)</b>	<b>(10.503.889)</b>
FCFF \$CL	44.281.514	47.947.074	51.530.325	55.381.473	59.520.548	63.969.074	68.750.189	73.888.758	79.411.506	85.347.153
Tipo de Cambio	635,69	639,44	641,35	646,44	650,90	655,77	660,67	665,61	670,58	675,59
<b>FCFF U\$S</b>	<b>69.659</b>	<b>74.983</b>	<b>80.346</b>	<b>85.671</b>	<b>91.443</b>	<b>97.548</b>	<b>104.061</b>	<b>111.010</b>	<b>118.422</b>	<b>126.329</b>
<b>WACC</b>	<b>5,701%</b>									
Factor de Descuento	0,946	0,895	0,847	0,801	0,758	0,717	0,678	0,642	0,607	0,574
Valor Presente FCFF	65.902	67.113	68.034	68.630	69.302	69.941	70.587	71.239	71.896	72.560
<b>Suma Valor Presente FCFF en MU\$S</b>	<b>695.202</b>									
Valor Perpetuidad U\$S en MU\$S	5.939.447									
Factor de Descuento	0,574									
<b>Valor Perpetuidad Descontado</b>	<b>3.411.447</b>									
<b>Al 31 de diciembre de 2016</b>										
<b>VALOR FIRMA MU\$S</b>	<b>4.106.649</b>									
<b>VALOR FIRMA M\$CL</b>	<b>2.610.555.898</b>									
<b>VALOR FIRMA U\$S</b>	<b>4.106.649.307</b>									
<b>VALOR FIRMA \$CL</b>	<b>2.610.555.897.698</b>									

# ANEXO 7: Cerveceras a Nivel Mundial

Identifier	Company Name	Country of Headquarters	Beta 5 Year ( $\bar{\Sigma}$ =Avg)	Beta Unlevered 5 Year ( $\bar{\Sigma}$ =Avg)	Market Cap (USD) ( $\bar{\Sigma}$ =Avg)	Avg Volume last 12 months	Cost of Equity ( $\bar{\Sigma}$ =Avg)	WACC ( $\bar{\Sigma}$ =Avg)	Beta Unlevered Ponderación por Market Cap
ABEV3.SA	Ambev SA	Brazil	0,22	0,18	107.969.994.268	8.902.319	5,40%	5,30%	0,04
000729.SZ	Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	China	0,71	0,69	2.741.074.201	6.689.392	8,20%	8,10%	0,00
000752.SZ	Tibet Galaxy Co Ltd	China	1,05	0,95	561.612.009	3.730.420	10,80%	10,60%	0,00
002461.SZ	Guangzhou Zhujiang Brewery Co Ltd	China	0,71	0,67	2.083.978.114	2.707.149	8,30%	8,10%	0,00
600132.SS	Chongqing Brewery Co Ltd	China	1,03	0,97	1.594.722.371	2.244.601	10,30%	10,30%	0,00
2503.T	Kirin Holdings Co Ltd	Japan	0,94	0,57	22.733.906.765	2.039.168	5,90%	4,70%	0,03
600573.SS	FuJian YanJing HuiQuan Brewery Co Ltd	China	1,04	0,98	384.324.977	2.038.845	10,30%	10,40%	0,00
600600.SS	Tsingtao Brewery Co Ltd	China	0,61	0,54	5.962.654.091	1.474.446	6,90%	6,80%	0,01
NB.LG	Nigerian Breweries Plc	Nigeria	1,05	0,97	4.217.606.855	1.272.184	18,50%	18,30%	0,01
2502.T	Asahi Group Holdings Ltd	Japan	0,48	0,37	21.504.678.363	1.018.084	3,80%	2,30%	0,02
ABI.BR	Anheuser Busch Inbev NV	Belgium	1,09	0,57	213.570.329.945	947.190	6,70%	5,10%	0,25
GRB.AX	Gage Roads Brewing Co Ltd	Australia	1,35	1,28	46.754.567	905.057	10,70%	10,20%	0,00
CHAMPIO.LG	Champion Breweries PLC	Nigeria	0,82	0,78	63.302.312	730.720	16,90%	16,80%	0,00
INTBREW.LG	International Breweries PLC	Nigeria	1,22	0,93	477.800.935	616.128	19,60%	18,60%	0,00
GUINNES.LG	Guinness Nigeria PLC	Nigeria	0,91	0,68	497.855.015	571.746	17,60%	15,20%	0,00
HEIN.AS	Heineken NV	Netherlands	0,8	0,45	58.575.503.102	459.272	5,90%	4,70%	0,05
AEFES.IS	Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayii AS	Turkey	1,2	1,15	3.464.437.093	288.503	10,50%	8,00%	0,01
TAP.N	Molson Coors Brewing Co	United States of	0,84	0,5	17.793.103.833	278.141	6,60%	5,40%	0,02
2501.T	Sapporo Holdings Ltd	Japan	0,68	0,34	2.394.942.118	243.123	4,70%	2,60%	0,00
CARLb.CO	Carlsberg A/S	Denmark	0,9	0,64	17.572.928.096	175.729	7,10%	5,70%	0,02
DLTA.ZI	Delta Corp Ltd	Zimbabwe	1,19	1,08	3.829.436.397	175.514	12,00%	11,50%	0,01
EABL.NR	East African Breweries Ltd	Kenya	0,74	0,3	1.836.874.230	170.438	13,40%	11,90%	0,00
UBBW.NS	United Breweries Ltd	India	0,65	0,54	3.415.614.382	161.252	10,50%	10,20%	0,00
RBREW.CO	Royal Unibrew A/S	Denmark	0,46	0,36	3.036.844.684	77.528	4,60%	4,50%	0,00
GGBL.GH	Guinness Ghana Breweries Ltd	Ghana	0,68	0,52	109.902.864	68.363	8,50%	7,20%	0,00
									0,47

Fuente: Thomson Reuters

## ANEXO 8: Deuda Financiera Neta

(Cifras expresadas en miles de pesos chilenos)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>PN</b>	37.757.869	41.509.575	39.897.513	46.929.878	35.943.736	49.244.025
<b>Otros Pasivos Financieros</b>	-	-	-	-	1.826	628.331
<b>Efectivo y Equivalentes</b>	4.634.911	6.066.890	4.807.127	3.611.081	4.135.908	2.684.008
<b>Deuda Financiera Neta</b>	(4.634.911)	(6.066.890)	(4.807.127)	(3.611.081)	(4.134.082)	(2.055.677)

Fuente: Información Financiera CCU

## ANEXO 9: Spreads Soberanos - EMBI Global Spread

(Promedios mensuales, puntos base)

	Global	Chile	América Latina	Asia	Europa
2013 Prom.	318	154	379	218	267
2014 Prom.	330	143	407	206	287
2015 Prom.	415	186	541	224	348
2016 Prom.	409	200	536	221	302
2015 Oct	437	221	582	246	332
Nov	412	221	553	235	294
Dic	442	250	594	253	307
2016 Ene	486	273	663	268	339
Feb	506	279	685	282	359
Mar	444	217	588	243	320
Abr	421	200	559	224	308
May	418	201	552	223	305
Jun	418	206	541	233	303
Jul	386	177	495	209	290
Ago	367	164	473	190	282
Sep	361	176	463	191	273
Oct	357	173	453	192	275
Nov	379	179	490	201	293
Dic	371	162	482	199	283
2017 Ene	354	150	463	184	271
Feb	338	132	442	173	259
Mar	329	132	431	166	253
Abr	331	137	431	173	250
May	320	133	420	167	237
Jun	324	132	430	166	240
Jul	327	131	435	163	243
Ago	325	124	435	163	234
Sep	314	127	416	157	224

Fuente: JP Morgan Chase

Empresas cerveceras comparables.

Identificador	Company Name	P/E 2016 (TTM)
<u>ABEV3.SA</u>	Ambev SA	36,99
<u>ABI.BR</u>	Anheuser Busch Inbev NV	63,46
<u>CARLb.CO</u>	Carlsberg A/S	43,16
<u>CHAMPIO.LG</u>	Champion Breweries PLC	35,35
<u>UBBW.NS</u>	United Breweries Ltd	97,93
<u>HEIN.AS</u>	Heineken NV	26,71
<u>INTBREW.LG</u>	International Breweries PLC	76,35
<u>GPMCF.PK</u>	Grupo Modelo S de RL de CV	65,95
<u>000729.SZ</u>	Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	55,62
<u>DLTA.ZI</u>	Delta Corp Ltd	56,82
<u>600573.SS</u>	Fujian YanJing HuiQuan Brewery Co Ltd	127,34
<u>GUINNES.LG</u>	Guinness PLC	79,11
<u>002461.SZ</u>	Guangzhou Zhujiang Brewery Co Ltd	78,50
<u>000752.SZ</u>	Tibet Galaxy Co Ltd	273,67
<u>RBREW.CO</u>	Royal Unibrew A/S	63,74
<u>600600.SS</u>	Tsingtao Brewery Co Ltd	62,50
	Promedio	<b>77,70</b>

Fuente: Thomson Reuters

- AB InBev [en línea] © 2017 [consulta: 6 Septiembre 2017]. Disponible en: <http://www.ab-inbev.com>
- ACECHI ASOCIACIÓN DE PRODUCTORES DE CERVEZA DE CHILE A.G. [en línea]. 2017 [consulta: 14 Septiembre 2017]. Disponible en: [www.acechi.cl](http://www.acechi.cl)
- BANCO CENTRAL DE CHILE. Boletín Mensual. En: *Banco Central de Chile* [en línea]. Octubre 2017, Vo. 90, no. 1076 [consulta: 30 Octubre 2017]. Disponible en: [http://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/informes/BOLETIN/index\\_bm.html](http://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/informes/BOLETIN/index_bm.html)
- BANCO MUNDIAL [en línea]. 2017 [consulta: 13 Octubre 2017]. Disponible en: <http://www.bancomundial.org>
- CCU | COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A [en línea]. 2017 [consulta: 20 Septiembre 2017]. Disponible en: <http://www.ccu.cl>
- CCU INVESTORS RELATIONS [en línea]. 2017 [consulta: 25 Octubre 2017]. Disponible en: <https://www.ccuinvestor.com>
- CELEDÓN, Mario. Lúpulo en Chile: Ecotipos y programa de desarrollo del cultivo de lúpulo en Chile. En: *Brotherwood Brew Conviction* [en línea]. [consulta: 20 Septiembre 2017]. Disponible en: <http://www.brotherwood.cl/beerheads/lupulo-en-chile-ecotipos-y-programa-de-desarrollo-del-cultivo-del-lupulo-en-el-sur-de-chile/>
- CHILE. *Resolución Exenta no. 6962/2013* [en línea]. [Santiago]: SAG Ministerio de Agricultura, [2013] [consulta: 23 Septiembre 2017]. Disponible en: [www.sag.gob.cl](http://www.sag.gob.cl)
- CHILE. *Análisis Macrosectorial 2016* [en línea]. [Santiago]: ODEPA Ministerio de Agricultura, [2016] [consulta: 23 Septiembre 2017]. Disponible en: [www.odepa.gob.cl](http://www.odepa.gob.cl)
- CLUB DE CERVEZAS DEL MUNDO [en línea]. 2014 [consulta: 22 Septiembre 2017]. Disponible en: [www.cervezasdelmundo.com](http://www.cervezasdelmundo.com)
- DAMODARAN ONLINE [en línea]. 2017 [consulta: 12 Octubre 2017]. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3ra ed. Hoboken: Wiley, 2012. 992 p. ISBN 9781118011522(cloth), 9781118206560 (ebk).
- ERRÁZURIZ, S. y ORELLANA, G. AB InBev impulsa guerra de precios en el mercado de las cervezas. En: *Pressreader* [en línea]. 19 Julio 2016 [consulta: 23 Septiembre 2017]. Disponible en: <https://www.pressreader.com/chile/pulso/20160719/281505045567131>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [en línea]. 2017 [consulta: 22 Octubre 2017]. Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>
- KOLLER, Tim. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5ta ed. Hoboken: Wiley, 2010. xvii, 811 p. ISBN 9780470424650.
- KOTLER, Philip y ARMSTRONG, Gary. *Principios de marketing*. 12a ed. Madrid: Pearson Education, 2008. ISBN 9788483224465.
- LEHMANN, Donald R y WINER, Russell S. *Administración del producto*. 4a ed. México, D.F.: McGraw Hill Interamericana, c2007. xvii, 502 p. ISBN 9789701062487.
- RAMÍREZ, Daniel. Sed de consolidación. En: *Pressreader* [en línea]. 12 Marzo 2017 [consulta: 17 Septiembre 2017]. Disponible en: <https://www.pressreader.com/chile/la-tercera-negocios/20170312/281702614517575>
- SUPERINTENDENCIA VALORES Y SEGUROS [en línea]. 2017 [consulta: 21 Octubre 2017]. Disponible en: <http://www.svs.cl>
- TAPIA, Andrea. El potencial de la cebada en el sur de Chile. En: *El Mercurio* [en línea]. 14 Mayo 2013 [consulta: 23 Septiembre 2017]. Disponible en: <http://www.elmercurio.com/Campo/Noticias/Noticias/2013/05/14/El-potencial-de-la-cebada-en-el-sur-de-Chile.aspx>
- TRIVELLI, Daniel. La cerveza más allá de su sabor. En: *Cooperativa 93.3 FM* [en línea]. 31 Agosto 2017 [consulta: 15 Septiembre 2017]. Disponible en: <http://opinion.cooperativa.cl/opinion/economia/las-cervezas-mas-alla-de-su-sabor/2017-08-31/064501.html>
- WALL STREET JOURNAL. Una fusión entre AB InBev y SAB Miller sacudiría el sector cervecero mundial. En: *El Mostrador* [en línea]. 17 Septiembre 2015 [consulta: 26 Septiembre 2017]. Disponible en: <http://www.elmostrador.cl/mercados/2015/09/17/una-fusion-entre-ab-inbev-y-sabmiller-sacudiria-el-sector-cervecero-mundial/>