

18 de Mayo de 2009

Jorge Chang
jchang@euroamerica.cl

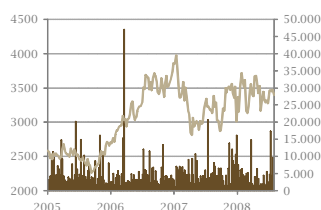
Compañía Cervecerías Unidas

Recomendación:	Comprar
Precio Objetivo	\$4.330
Ultimo Precio:	\$3.398
Riesgo Inversión:	Medio
Sector:	Consumo
Ticker Bloomberg:	CCU CI

Compañía de Cervecerías Unidas es la mayor empresa cervecera de Chile, y en Argentina ocupa el segundo lugar del mercado. En el sector de las bebidas refrescantes, es el segundo mayor embotellador de gaseosas en Chile y lidera el mercado de aguas minerales, de las bebidas con sabor y de los néctares embotellados.

Desempeño Acción

Cierre y Volumen (MM\$)



Últimos 12 meses

Rentabilidad	1,9%
Máximo	\$3.737
Mínimo	\$2.757
UPA	\$265,6
P/U	13,1x
EV/Ebitda	7,7x
P/VL	2,3x
Dividend Yield	4,6%
Float	33,9%
#Acciones (MM)	318,5
Ratio ADR	5,0

Tomar con moderación

Estamos reiniciando la cobertura de las acciones de Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) con un precio objetivo de \$4.330/acción a diciembre de 2009 y una recomendación de comprar. Si bien las perspectivas de corto plazo, en particular las que se relacionan con el presente año, son conservadoras dada la evolución del consumo, se mantienen vigentes las oportunidades de crecimiento de la compañía, en particular en dos áreas: el negocio de cervezas en Argentina, donde CCU tiene la posibilidad de implementar ajustes en su manejo logístico que le permitirían mejorar su rentabilidad operacional, y el negocio de las aguas embotelladas. Dentro de los riesgos a los que se encuentra expuesta la empresa, destacamos la exposición al ciclo económico, el riesgo cambiario, las alzas en el costo de materias primas y los riesgos del negocio vitivinícola, a través de su filial Viña San Pedro.

Rentabilidad

El líder del mercado de cervezas en Chile y el dueño de un portafolio de marcas bien posicionadas. El negocio de las cervezas en Chile es el más relevante dentro de la estructura de ingresos operacionales de la compañía, con un margen ebitda promedio de 36%, superior a las otras líneas de negocio, y al mismo tiempo, el negocio donde CCU se ha posicionado con una clara posición dominante, aspecto que se apoya en su participación de mercado superior al 80%. Adicionalmente, CCU maneja un portafolio de productos diversificado dentro de la industria de bebestibles, con marcas bien posicionadas como Cristal, Cachantun, Néctar Watt's, Bilz y Pap.

Márgenes: Los efectos colaterales del ciclo expansivo de los commodities, seguirán afectando en el corto plazo. Teniendo en cuenta que la malta se adquiere en base a contratos anuales con un precio fijo, las adquisiciones de esta materia prima se realizaron en la época en que todavía los precios reflejaban el efecto del ciclo de precios al alza, por lo que el costo de materia prima asociado debería seguir afectando a la compañía durante el primer trimestre de 2009 y durante alguna parte del segundo trimestre de 2009, para después normalizarse. Esto debería implicar alguna desviación por debajo de los niveles promedio histórico en los márgenes operacionales de la compañía en los trimestres respectivos.



Indicadores Financieros **Crecimiento**

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

Ingresos	10,7%
Ebitda	10,6%
Costos Explot.	28,8%
UPA	13,9%

Rentabilidad

ROA	9,6%
Ventas/Activos	0,9
Margen Neto	11,1%
ROE	16,2%

Proyecciones

Precio objetivo	\$4.330
P*/U '09E	14,9x
EV*/Ebitda '09E	6,6x

Empresas comparables

Ticker	P/U	EV/Ebitda
CCU CI	12,8	7,3
AMBV4 BZ	19,4	7,1
GMODELOC MM	16,0	6,5
TAP US	13,6	9,9
SAM US	21,1	7,7
ABI BB	18,7	9,1
SAB LN	14,8	8,7
CARLB DC	14,7	8,1
PROMEDIO	16,4	8,0

Bajo consumo per cápita de algunos productos ofrece oportunidades. Observamos que el consumo per cápita en varias líneas de negocio es relativamente bajo en términos internacionales, lo que sugiere que hay espacio para expandir estas áreas. En particular, cervezas, aguas y productos funcionales -bebidas deportivas y bebidas energéticas. En nuestra opinión, creemos que un mercado como la cerveza en Chile, muestra un posicionamiento instalado en las preferencias de los consumidores, por lo que proyectamos su evolución a tasas más moderadas. En contraste, opinamos que las aguas embotelladas presentan oportunidades para un mercado como el chileno, en el que el grado de penetración del producto está todavía en niveles relativamente bajos, el joint venture con Nestlé, empresa multinacional consolidada en una amplia gama de productos y con amplia experiencia en el negocio de aguas embotelladas, tiene el potencial de impulsar esta actividad en beneficio de CCU. El negocio de cerveza en Argentina sigue mostrando importantes tasas de crecimiento en volúmenes, las que al final del primer trimestre de 2009 mostraron un aumento de 31,5%, y que todavía ofrece oportunidades de seguir mejorando, lo que obedece a las características de la inversión que CCU realizó en ese país.

Consumo Per Cápita en la Industria de Bebestibles - 2008

	Chile	Argentina	España	USA
Cerveza	36	43	87	79
Gaseosas	120	145	93	169
Néctares y jugos	16	9	36	53
Néctares	13	3	16	4
Jugos	3	6	20	49
Aguas	18	121	151	124
Aguas Minerales	11	-	-	-
Aguas Purificadas	7	-	-	-
Productos Funcionales	1	2	12	44
Bebidas Deportivas	0,4	1,3	7	18
Bebidas Energéticas	0,2	0,4	1	5
Té	0,2	-	4	21
Vino	14	28	27	10
Licores	4	1	6	5
Leche	20	56	102	81
Total	229	405	514	565

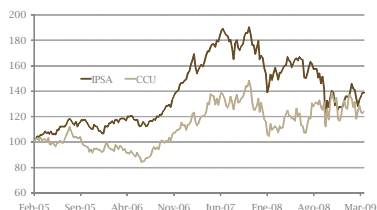
Cifras reportadas en litros per cápita

Fuente: Reportes de la compañía

Exposición en Argentina. Después de haber adquirido ICSA en abril de 2008, el negocio de cervezas en Argentina representa aproximadamente el 11% del ebitda de CCU. El portafolio de marcas incluye Heineken, Budweiser, Schneider, Bieckert, Palermo e Imperial, y el negocio viene evolucionando favorablemente, con un incremento en la participación de mercado desde el 16% en 2007 hasta cerca del 21% en 2008. Observamos que hay posibilidades de crecimiento atribuibles tanto a aspectos endógenos como las mejoras potenciales en la distribución de productos, y en temas de mercado, representados por el nivel de consumo per cápita de cervezas.

Diseño logístico eficiente en Chile y todavía en desarrollo en Argentina. La compañía se apoya en la filial Transportes CCU para manejar la logística y distribución de sus productos. En Chile, el diseño del negocio, donde la estructura de activos fijos excluye los vehículos, aporta directamente como un factor positivo en la implementación eficiente de las operaciones, cuentan con 16 puntos de distribución repartidos a nivel nacional. En Argentina, los planes de mediano a largo plazo son replicar el modelo exitoso de

Rentabilidad



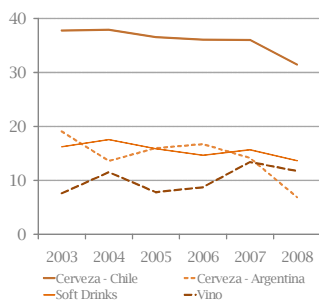
Rentabilidad

Último mes	-0,7%
Ú. 3 meses	-2,8%
Ú. 12 meses	7,0%

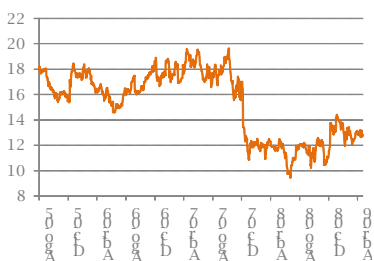
Utilidad por acción

UPA 2008	\$253,5
UPA 2009E	\$235,6
UPA 2010E	\$289,3

Margen Ebitda (%)



Relación Precio/Utilidad (x)



Promedio histórico = 15,7x

Transportes CCU, aunque la implementación tomaría algún tiempo dadas las particularidades del mercado trasandino, donde el consumo de cervezas posiciona a las marcas preferidas a nivel regional, lo que obliga a adaptar la logística a cada área geográfica particular.

Valor

Nuestro modelo de valoración arroja un precio objetivo de \$4.330/acción a diciembre 2009. Esta estimación se basa en los flujos proyectados para el período 2009-2018 y un múltiplo para los flujos posteriores calculado a partir de una tasa de crecimiento perpetua (3% real). Los supuestos principales de nuestro modelo de valorización son la evolución plana en los volúmenes durante 2009, para después recuperar, márgenes brutos de largo plazo que reflejan ganancias de eficiencia, particularmente en los negocios de cervezas en Argentina, vino y con menor énfasis en soft drinks. Asimismo, esperamos que la empresa adopte un criterio conservador en sus inversiones de corto plazo, para normalizarse a partir de 2010. La tasa de costo de capital empleada es de 7,6% real, con un costo patrimonial de 8,9%, premio por riesgo de 6%, costo de la deuda antes de impuestos de 4,4% y una relación deuda/patrimonio objetivo de 35%.

Múltiplos de valoración son inferiores a sus pares internacionales y promedios históricos. CCU se está transando con múltiplos precio utilidad (P/U) de 13,1x y un EV/EBITDA de 7,7x, múltiplos inferiores al promedio de una muestra de empresas comparables, que muestran un ratio P/U de 16,4x y un ratio EV/Ebitda de 8x. Asimismo, la empresa se está transando bajo el promedio histórico de su ratio P/U (15,7x).

Utilidades

Para el presente año esperamos un retroceso de -3,8% en la generación de utilidades de la compañía y un ligero retroceso de -3,4% en el ebitda. Los ratios implícitos en nuestra valoración son una relación P/U de 14,9x a fines de año y EV/EBITDA de 6,6x. Para los siguientes 5 años, esperamos una tasa de crecimiento promedio de 7,0% anual en las utilidades y 5% en el resultado operacional.

Riesgos operacionales y financieros

Sensibilidad al ciclo económico. La industria de bebestibles, al ser un sector ligado al consumo, es muy sensible al ciclo económico. Las variaciones en el ingreso disponible de los consumidores afectan en forma importante las ventas del sector, ya que aparecen sustitutos entre los bebestibles denominados "Premium" y las alternativas de menor precio.

Insumos y monedas. La empresa está expuesta a cambios en el precio de sus principales insumos, tales como la malta, cebada, azúcar, la resina, el aluminio y algunos formatos PET (derivado del petróleo), tanto por fluctuaciones de los precios internacionales, como de las monedas de los países en que opera la compañía. Este riesgo se ve atenuado por la posición de liderazgo de la compañía en sus mercados, lo que le entrega mayor capacidad de transferir al consumidor final estas variaciones.

Competencia y consolidación de los canales de distribución. La compañía es líder en cada uno de sus mercados, pero enfrenta a competidores fuertes como Embotelladora Andina, Pisco Capel, Concha y Toro, Cervcerías Chile, Quilmes en Argentina. Además puede verse afectada por la consolidación de los canales de distribución en los distintos países en que opera, lo que puede estrechar sus márgenes y afectar sus resultados. Esta consolidación está más avanzada en Chile, pero es un riesgo latente en Argentina.

Riesgo vitivinícola. La tiene exposición en este negocio por medio de su filial San Pedro, la que está todavía en plena implementación de la fusión con Viña Tarapacá, acuerdo que se anunció en la segunda mitad del año pasado, por lo que el aporte pleno de este negocio, todavía está en vías de materializarse. Desde este punto, observamos dos riesgos asociados: En el corto plazo, una prolongación del ciclo de implementación de la fusión,



EuroAmerica
mundo financiero

Informe de Empresas Estudios EuroAmerica

con los costos adicionales que esto pueda representar, y en el largo plazo, los riesgos propios de la exposición al negocio vitivinícola. La fluctuación de las monedas, principalmente el dólar, la variación en el precio de su principal insumo (la uva).

Riesgo financiero. La compañía cuenta con clasificación de solvencia de AA. A diciembre de 2008, el ebitda de la empresa cubre 14,4 veces los gastos financieros netos y la deuda financiera neta es 1,2 veces el ebitda. Más recientemente, la empresa emitió bonos en el mercado local por un monto aproximado de US\$182 millones, con el objetivo de refinanciar pasivos y así enfrentar en mejores condiciones el escenario de corto plazo.



Números Clave

Rango últ 12m	\$2.757/\$3.737	UPA últ 12m	\$253,5	P/U últ 12m	13,1x	EV/Ebitda últ 12m	8,3x	Dividend Yield	4,6%
Rentab. últ mes	-0,7%	UPA 2008	\$253,5	P/U 2008	14,1x	EV/Ebitda 2009E	6,7x	% IPSA	1,3%
Rentab. últ 3m	-2,8%	UPA 2009E	\$235,6	P/U 2009E	14,4x	EV/Ebitda 2010E	6,2x	Beta IPSA 12m	0,9
Rentab. últ 12m	7,0%	Var. UPA +5a	7,8%	P*/U 2009E	14,9x	EV*/Ebitda 2009E	6,6x	Vol. 12m	36,1%

Flujo de Caja Libre (Millones de pesos de marzo 2009)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Ingresos explotación	671.096	763.831	866.809	916.038	949.019	991.474
Margen operacional	16,14%	15,49%	12,84%	13,12%	13,62%	13,67%
Resultado operacional	108.292	118.285	111.291	120.208	129.235	135.492
- Impuestos	-18.410	-22.264	-21.242	-22.720	-24.513	-25.756
+ Depreciación y amort.	56.717	64.253	64.951	70.734	73.037	75.736
- Capex	-76.406	-145.187	-46.541	-73.641	-79.724	-87.089
- Capital de trabajo	13.416	-45.654	-21.299	-28.634	-16.251	-18.618
Flujo de caja libre	83.610	-30.568	87.158	65.947	81.785	79.766

Precio Objetivo

\$ 4.330

Información Operacional

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Volúmenes						
Cerveza Chile MM Hlts	4,9	5,2	4,9	4,7	4,5	4,4
Cerveza Argentina MM Hlts	2,7	3,7	3,8	4,0	4,1	4,2
Soft Drinks MM Hlts	5,4	5,8	5,8	6,2	6,6	7,0
Vinos MM Hlts	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1
Precios						
Cerveza Chile (\$/Hlt)	54.022	55.061	55.397	56.395	57.283	58.056
Cerveza Argentina (\$/Hlt)	27.181	39.002	46.243	50.372	49.600	50.344
Soft Drinks (\$/Hlt)	33.903	34.262	34.456	35.003	35.422	35.818
Vinos (\$/Hlt)	101.254	108.009	159.792	165.385	170.449	174.924

* Hlt Hectólitros

Tasas de Descuento

Tasa libre de riesgo	3,0%
Beta patrimonio	0,9
Premio por riesgo	6,0%
Riesgo país	0,8%
Costo patrimonio	8,9%
Costo deuda	4,4%
Impuestos	19,1%
D / P	35%
WACC Real	7,6%
Perpetuidad	3,0%



Balance General (Millones de pesos de marzo 2009)

Balance General	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Total Activos	758.662	882.235	1.032.195	1.155.780	1.277.650	1.393.951	1.504.147
Caja y Equivalente	97.061	35.528	143.647	235.691	334.623	420.954	494.767
Otros Circulantes sin Caja	214.328	290.431	342.013	361.487	368.249	376.952	386.029
Activos Fijos	420.827	507.586	512.694	523.499	538.758	558.826	584.676
Otros Activos	26.445	48.690	33.841	35.103	36.021	37.219	38.675
Total Pasivos y Patrimonio	758.662	882.235	1.032.195	1.155.780	1.277.650	1.393.951	1.504.147
Pasivos Circulantes	41.755	93.047	99.154	110.338	121.367	131.892	141.865
Pasivos Largo Plazo	191.004	180.672	192.060	212.916	233.483	253.110	271.707
Interés Minoritario	58.314	91.646	91.646	91.646	91.646	91.646	91.646
Patrimonio Neto	467.589	516.870	649.336	740.881	831.155	917.304	998.930

Estado de Resultados (Millones de pesos de marzo 2009)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos de explotación	671.096	763.831	866.809	916.038	949.019	991.474	1.035.755
Costos de explotación	315.403	361.246	430.270	452.417	465.419	486.823	508.688
Gastos de administración	247.401	284.300	325.249	343.413	354.365	369.159	384.618
Resultado operacional	108.292	118.285	111.291	120.208	129.235	135.492	142.449
Depreciación y amortización	56.717	64.253	64.951	70.734	73.037	75.736	79.272
Ebitda	165.010	182.537	176.241	190.942	202.272	211.229	221.721
Margen Ebitda	24,59%	23,90%	20,33%	20,84%	21,31%	21,30%	21,41%
Utilidad neta	84.596	80.733	77.684	94.406	101.643	106.659	112.239
Margen neto	12,61%	10,57%	8,96%	10,31%	10,71%	10,76%	10,84%
UPA	265,60	253,48	243,90	296,41	319,13	334,88	352,40

Glosario

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

Departamento de Estudios EuroAmerica

Luis Óscar Herrera B.

Gerente Corporativo de Estudios

lherrera@euroamerica.cl

Jorge Chang R.

Gerente de Estudios de Renta Variable

jchang@euroamerica.cl

Carla Araya S.

Analista Financiero

Sector Forestal y Minero

caraya@euroamerica.cl

William Baeza L.

Analista Financiero

Sector Eléctrico

wbaeza@euroamerica.cl

Amelia González V.

Analista Financiero

Retail y Bancos

agonzalezv@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.