



VALORACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A

Mediante Método de Por Múltiplos

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

Alumno: Katherine Ortiz R.
Profesor Guía: Marcelo González

Santiago, mayo 2016

I. Contenido

I.	CONTENIDO.....	2
II.	RESUMEN EJECUTIVO	4
III.	METODOLOGÍA	5
A.	PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	5
B.	MÉTODO DE MÚLTIPLOS.....	6
IV.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	7
A.	DESCRIPCIÓN DE EMPRESA.....	8
B.	DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	10
C.	DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS COMPETIDORAS.....	15
V.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	18
A.	ENTORNO ECONÓMICO	18
B.	INDUSTRIA DE BEBESTIBLES.....	19
C.	PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO.....	21
D.	ANÁLISIS DE COSTO DE OPERACIÓN.....	24
E.	ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES.....	25
F.	ANÁLISIS DE ACTIVOS.....	28
VI.	VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS.....	31
VII.	CONCLUSIÓN.....	39
VIII.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	40
IX.	ANEXOS.....	41
A.	SALDOS CORRIENTES Y NO CORRIENTES:	41
B.	VENCIMIENTOS	41
C.	BETAS EMPRESAS COMPARABLES.....	42

A Dios por darme la fuerza necesaria para terminar este sueño.

A mi amado marido Eduardo por su apoyo incondicional.

A mi amada hija Laurita por ser la motivación más grande para terminar este gran desafío.

A mi madre Ruth y Mi hermano Cristian.

Agradezco a todos quienes me apoyaron y acompañaron en este proceso.

II. Resumen Ejecutivo

El siguiente informe consiste en la valoración de la Empresa Embotelladora Andina S.A., la cual se realizó a través del Método valoración por Múltiplos.

Embotelladora Andina es una de las empresas más grande de nuestro país, produce y distribuye productos de Coca Cola Company en el mercado local y en Sudamérica a través de sus 4 filiales en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay.

La valoración se realizó basada en la información expuesta a través de la Superintendencia de Valores y Seguros y las memorias de la compañía sobre las acciones Andina-A y Andina-B, emitidas en la Bolsa de Comercio de Santiago. Dicho análisis corresponde a la información financiera de la empresa desde el 09 de Octubre de 2009 hasta el 30 de Septiembre de 2015.

En primer lugar se mostrará la metodología ocupada para esta valoración y luego pasaremos a analizar la empresa, la industria de bebestibles.

Por último realizaremos la valoración de la empresa, a través del Método de Múltiplos utilizando la información disponible de las empresas comparables tanto chilenas como extranjeras que participan en la industria de bebestibles y gaseosas, tales como: CCU, Embonor, AMBEV, Concha y Toro y ANHEUSER-BUSCH INBEV y a través de la información financiera de estas compañías calcularemos el valor promedio de la industria para los siguientes múltiplos,

Precio/Utilidad, Valor Empresa/Ebitda, Valor Empresa/Ebit, Precio/Valor Libro, Valor Empresa/Valor Libro, Precio Acción/Ventas, Valor Empresa/Ventas.

Con la información financiera de Embotelladora Andina y lo obtenido de la industria, podemos calcular el valor del precio de la acción para cada uno de los múltiplos.

III. Metodología

a. Principales Métodos de Valoración.

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

b. Método de múltiplos.

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

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

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos:

Múltiplos de Ganancias:

Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)

Valor/EBIT

Valor/EBITDA

Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada

positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

Precio acción/valor libro de la acción (PV)

Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos

Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)

Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m2 construido en retail)

IV. Descripción de la Empresa e Industria

a. Descripción de Empresa

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	Embotelladora Andina S.A.
Rut	91144000 – 8
Nemotécnico	IPSA: Andina-A, Andina-B
Industria	Alimenticias y bebidas.
Regulación	SVS/ MINSAL
Tipo de Operación	<p>Coca-Cola Andina es uno de los siete mayores embotelladores de Coca-Cola en el mundo y tercero en Latinoamérica.</p> <p>La Compañía tiene la franquicia para producir y comercializar los productos Coca-Cola en ciertos territorios de Argentina, Brasil, Chile y en todo el territorio de Paraguay y es controlada en partes iguales por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía.</p> <p>Embotelladora Andina se dedica a la producción, comercialización y distribución de distintos productos dentro del rubro de bebestibles no alcohólicos. Principalmente produce, comercializa y distribuye bebidas gaseosas Coca-Cola en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay</p>
Filiales	<p>Chile Av. Miraflores 9153 / Renca / Santiago de Chile T. (56 2) 2462 2486: Coca-Cola Andina Chile produce y distribuye los productos licenciados por The Coca-Cola Company. Adicionalmente, distribuye los productos de Vital Jugos, Vital Aguas y Envases Central, y algunos licores en Punta Arenas.</p> <p>Argentina Ruta Nacional 19 - Km 3,7 / Córdoba T. (54 351) 496 8800: Coca-Cola Andina Argentina produce y comercializa productos licenciados por The Coca-Cola Company y adicionalmente produce y comercializa jugos en ciertas provincias comercializa cerveza y Yerba mate.</p> <p>Brasil Rua Andre Rocha 2299 Taquara Jacarepaguá / Rio de Janeiro T. (55 21) 2429 1530: Coca-Cola Andina Brasil comercializa los productos de The Coca-Cola Company y de Heineken.</p>

Filiales	Paraguay Acceso Sur Km 3,5 / San Lorenzo / Paraguay T. (595 21) 959 1000:	
	Coca-Cola Paresa produce y distribuye los productos licenciados por The Coca-Cola Company.	
	Filial	Actividad
	Embotelladora Andina Chile SA	Fabricar, embotallar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas.
	Witalugos SA	Fabricar, distribuir y comercializar todo tipo de productos alimenticios, jugos y bebestibles.
	Witalaguas SA	Fabricar, distribuir y comercializar toda clase de aguas y bebestibles.
	Servicios Multivending Ltda.	Comercializar productos por medio del uso de máquinas y aparatos.
	Transportes Andina Refrescos Ltda.	Prestar servicios de administración y manejo de transporte terrestre nacional e internacional.
	Transportes Polar SA	Prestar servicios de administración y manejo de transporte terrestre nacional e internacional.
	Envases CMPSA	Fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores, y prestar servicios de embotellación.
	Envases Central SA	Producir y envasar toda clase de bebidas y comercializar todo tipo de envases.
	Andina Botling Investment SA	Fabricar, embotallar y comercializar bebidas y alimentos en general, invertir en otras sociedades.
	Andina Botling Investment Dos SA	Ejecutar o administrar en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles.
	Albica Cop SA	Invertir en instrumentos financieros.
	Aconagua Investing Ltda.	Invertir en instrumentos financieros.
	Andina Empaques Argentina SA	Diseñar, fabricar y comercializar productos plásticos principalmente envases.
	Embotelladora del Atlántico SA	Fabricar, embotallar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas; diseñar, fabricar y comercializar productos plásticos principalmente envases.
	Inversiones Los Andes Ltda.	Invertir en todo tipo de bienes muebles e inmuebles.
	Paraguay Refrescos S. A.	Fabricar, embotallar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas; diseñar, fabricar y comercializar productos plásticos principalmente envases.
	Río de Janeiro Refrescos Ltda.	Fabricar y comercializar bebestibles en general, refrescos en polvo y otros productos empaquetados relacionados.
	Red de transportes Comercio SA	Transporte de carga general en el rubro de bebidas y demás mercancías elaboradas.
	Andina Inversiones societarias SA	Invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general.
	Transportes Trans-Paraguay Ltda.	Transporte de carga en general en el rubro de las bebidas y demás mercancías elaboradas.
12 Mayores Accionistas	Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	% de propiedad (*)
	COCA-COLA DE CHILE S. A.	14,35%
	INVERSIONES CABILDO SPA	10,84%
	INVERSIONES SH SEIS LIMITADA	9,60%
	BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA	8,73%
	THE BANK OF NEW YORK MELLON	6,20%
	BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	5,06%
	INVERSIONES EL OLIVILLO LIMITADA	4,90%
	INVERSIONES NUEVA DELTA S.A.	4,90%
	RENTAS IMA LTDA.	4,12%
	BANCO SANTANDER - JP MORGAN	2,87%
	INVERSIONES LAS GAMOTAS DOS LTDA.	2,86%
	INVERSIONES ANBAN S.A.	2,71%

b. Descripción de la Industria.

La Industria de bebestibles dentro de Latinoamérica ha presentado dos marcadas tendencias en el último tiempo, un fuerte proceso de concentración y un permanente esfuerzo de la industria por innovar en nuevos productos y formatos que responden a la creciente sofisticación del mercado. Además, el continuo crecimiento de la industria ha ido de la mano del crecimiento experimentado por Latinoamérica en años anteriores.

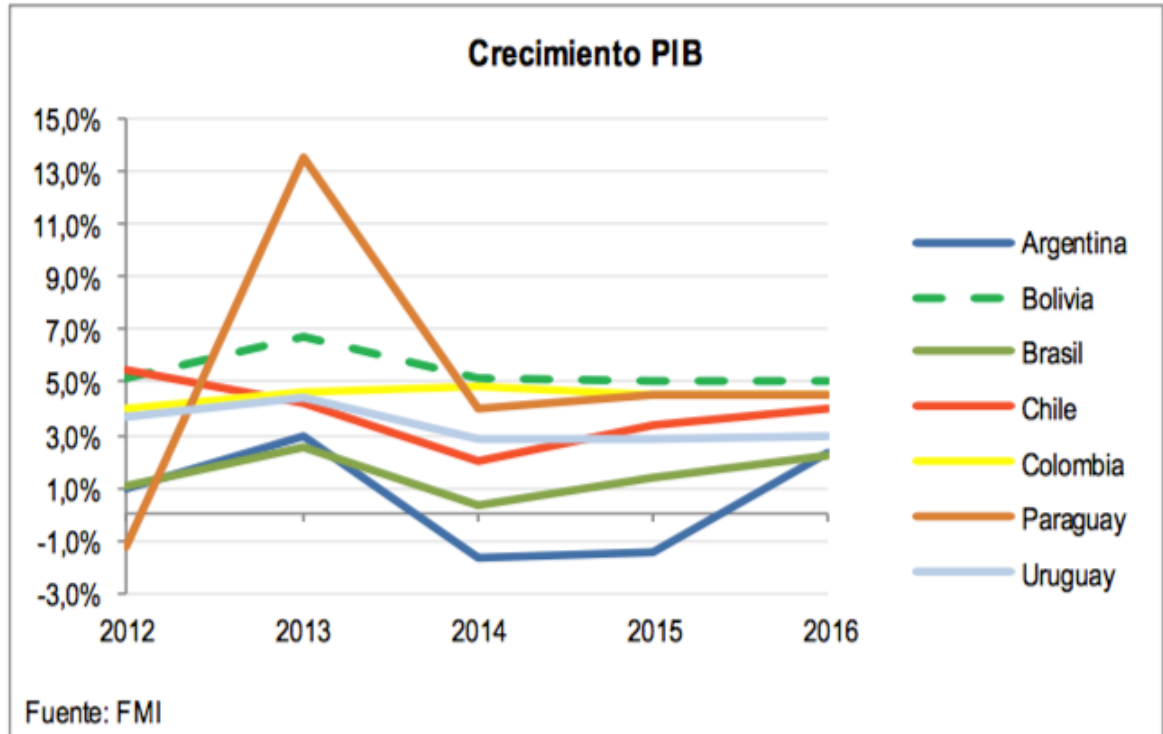
El sector consumo está muy relacionado al crecimiento del PIB, consumo interno e ingreso disponible de cada país, siendo estos una buena señal de como impactarán sus tasas de crecimiento en los volúmenes de ventas de las compañías embotelladoras y distribuidoras de bebidas.

En la categoría de productos carbonatados (gaseosas), estimamos un crecimiento en línea con el PIB, obteniendo una expansión anual de los volúmenes de venta en torno al 3% - 4%, mientras que en otras categorías de bebidas los crecimientos son más altos debido a la baja penetración relativa.

El bajo consumo per cápita de bebestibles en gran parte de los países latinoamericanos, en relación a los países desarrollados, significa un tremendo potencial de crecimiento para la Industria. En la medida que sus economías crezcan, deberíamos observar crecimientos de demanda significativos en todas las categorías de productos gracias a un mayor ingreso disponible.

Según las proyecciones del FMI, las cuales se pueden observar en el gráfico N°1, se espera una modesta recuperación para la región en 2015 con un crecimiento de 1,6%. Las proyecciones posicionan a Colombia, Chile, Perú, Bolivia y Paraguay como propulsores del crecimiento en la región, con un aumento de su PIB de 4,5%, 5,1%, 5% y 4,5% respectivamente. Por otro lado, las perspectivas económicas para Brasil son de un débil crecimiento de 1,4%, mientras que Argentina y Venezuela continuarán en recesión. Se espera un debilitamiento del consumo durante el 2015 en la región, con perspectivas de recuperación para el 2016.

Gráfico N°1: Crecimiento del PIB América Latina.



Fuente: CorpResearch.

Uruguay, Chile y Argentina poseen el consumo per cápita de gaseosas más alto de la región con 127 y 125 respectivamente. Por otro lado, el consumo de agua lo lidera Argentina y Uruguay en la región y con respecto al consumo de jugo Chile y Bolivia presentan el mayor consumo aunque muy por debajo de Estados Unidos. A continuación en el Cuadro N°1, se muestra el consumo per Cápita detallado por país.

Cuadro N°3: Consumo de litros per Cápita países de Latinoamérica y Estados Unidos.

Litros per cápita	Chile	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Argentina	USA
Cerveza	40	43	30	39	44	73
Gaseosas	125	96	127	104	125	149
Jugos	24	4	7	14	6	48
Agua	26	9	67	5	92	90
Vino	12	5	23	3	23	9
Espumantes	4	13	3	14	3	7
Leche	22	48	60	20	44	71
Otros	2	1	1	0	4	46
Total	255	219	318	199	341	493

Fuente: CorpReserach

Fuente: CorpResearch.

A nivel de la industria Coca-Cola Latinoamérica es el principal mercado en términos de volumen de ventas, con un 29% del volumen total vendido a nivel mundial, lo cual se ve reflejado en el volumen de consumo per cápita.

Además, a nivel de embotelladores, existen 3 compañías de origen latinoamericano que se ubican dentro las 10 más grandes a nivel mundial en términos de volumen de venta, entre ellas las compañía mexicanas Coca-Cola FEMSA y Arca Continental que ocupan el primer y cuarto puesto a nivel mundial, luego está la Chilena Coca-Cola Andina, que ocupa el séptimo lugar a nivel mundial.

La industria de bebidas en América Latina se basa en estrategias de crecimientos inorgánicas en mercados con bajo nivel de penetración y bajo consumo per cápita, como son Uruguay, Paraguay, Bolivia y Perú.

En Brasil la existencia de numerosas franquicias familiares de Coca Cola resultan muy atractivas para Coca Cola Femsa y Coca Cola Andina, compañía que el 2013 ya realizaron este tipo de adquisiciones, por lo que esta estrategia de crecimiento inorgánico ya se ha implementado y no se descartan en el mediano plazo.

A esto debemos sumarle el ingreso de CCU al mercado paraguayo a través Bebidas del Paraguay y a Bolivia a través de Bebidas Bolivianas lo que avala nuestra hipótesis de crecimiento y creemos que existe espacio para que sigan ocurriendo compras en mercados menos maduros y con alto potencial de crecimiento.

Un mercado en el que aún no vemos presencia de los tres grandes actores de la región es Perú, país con buenas tasas de crecimiento interno y proyecciones optimistas con respecto a su crecimiento económico, haciéndolo un mercado muy atractivo. La franquicia Coca-Cola la posee la embotelladora familiar Lindley y según estimaciones de Coca-Cola, su consumo per cápita alcanza los 49 litros, por lo que existirían oportunidades de crecimiento.

Otra de las características del desarrollo de la industria de bebestibles, es el alto nivel de diversificación alcanzado, donde las grandes compañías del sector están abarcando un amplio mix de productos, que incluye desde las clásicas bebidas gaseosas hasta la producción y distribución de leche, incluyendo además aguas, jugos, cervezas, licores, vinos y snacks.

Por un lado, uno de los aspectos más importantes de la industria, es la cadena de distribución desarrollada para el abastecimiento de productos a los diferentes canales de venta, dado que muchas de las grandes compañías como FEMSA, Arca Continental, Coca-Andina y CCU han logrado generar una sólida red de distribución en los territorios que abastecen, han aprovechado además esta red para ir incorporando cada vez mayor cantidad de productos en su mix, aprovechando las economías de escala que se generan a nivel logístico y de producción.

Adicionalmente, dentro de Latinoamérica, existe una creciente tendencia hacia la sofisticación, producto la insipiente clase media que se ha desarrollado en la región, lo cual ha repercutido, en el segmento de bebidas alcohólicas, impactando los mercados de la cerveza, vino y licores, los cuales han debido refinar su oferta de productos. Adicionalmente, ha surgido una tendencia de consumo enfocada hacia una vida saludable, impactando el segmento de bebidas no alcohólicas, lo cual ha llevado al desarrollo de las bebidas saludables como son las categorías light, aguas y jugos. En este sentido, la industria ha efectuado importantes innovaciones, ofreciendo una amplia gama de productos. Se observa un mayor crecimiento en las categorías emergentes como Aguas, Jugos, bebidas para deportistas y bebidas en base a té, junto con el segmento cero calorías y sin azúcar.

Existe un bajo consumo per cápita en relación a los países desarrollados, lo cual significa un tremendo potencial de crecimiento para la Industria de bebestibles, en todas las categorías de productos.

c. Descripción de las empresas competidoras.

Nombre de la Empresa	Compañía Cervecerías Unidas S.A
Ticker o Nemo-técnico	CCU- Bolsa de Comercio de Santiago, CCU-NYSE
Clase de Acción	Solo tiene una clase de acción.
Derechos de cada Clase	Todos los accionistas tienen derecho al mismo dividendo ya que existe un solo tipo de acciones.
Mercado donde Transa sus acciones	Chile: Bolsa de Santiago / EEUU:NYSE
Descripción de la Empresa (profile)	Compañía de Cervecerías Unidas S.A (CCU) es una compañía diversificada de bebestibles y confites, con operaciones en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia. Participa en los negocios de cervezas, pisco, ron, vino, sidra, gaseosas, néctares, aguas envasadas, bebidas funcionales y confites. Actualmente, CCU es una sociedad anónima abierta, cuyas acciones son transadas en los mercados bursátiles de Chile y en la Bolsa de Valores de Nueva York. Sus principales accionistas son Quiñenco S.A., holding de la familia Luksic, y Heineken, quienes, a través de Inversiones y Rentas S. A., poseen el 60% de la propiedad de la Compañía. El resto de las acciones están divididas entre ADR's (12,9%) y otros accionistas minoritarios (27.1%).
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebestible y Cervezas.
Negocios en que se encuentra	Participa en los negocios de cervezas, pisco, ron, vino, sidra, gaseosas, néctares, aguas envasadas, bebidas funcionales y confites. EBITDA: 2011: M\$ 350,47 2012: M\$ 343,99 2013: M\$ 345,47 2014 M\$ 290,18 2015: M\$ 294,02 (estimado al cierre del ejercicio 2015)

Nombre de la Empresa	EMBONOR S.A
Ticker o Nemotécnico	Embonor A Embonor B
Clase de Acción	Serie A Serie B
Derechos de cada Clase	Serie A: Tiene derecho a elegir 6 directores titulares y a sus respectivos suplentes. Total acciones Serie A: 244.420.704. Serie B: Derecho a convocar Junta Ordinaria Extraordinaria de Accionistas, con al menos un 5% de acciones emitidas de Serie B; Derecho a percibir Dividendos aumentados en un 5% respecto a los de la Serie A; Derecho a elegir un Director Titular y su respectivo Suplente; Derecho a convocar a Sesión Extraordinaria de Directorio, solicitada por el Director electo por accionistas de Serie B. Total acciones Serie B: 266.432.526 Total Acciones Suscritas y pagadas: 510.853.230
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores; Bolsa de Corredores de Valparaíso; y en la Bolsa Electrónica de Chile.
Descripción de la Empresa (profile)	Embotellador de bebidas refrescantes licenciadas por la Compañía Coca-Cola en Chile y Bolivia. Es la segunda mayor embotelladora del sistema Coca-Cola en Chile, con una participación de mercado, en los territorios donde opera, en torno al 65% en el segmento de bebidas refrescantes. En tanto, en Bolivia es el principal embotellador de esta marca, alcanzando una participación de mercado del 66% en el año 2012
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas y cervezas.
Negocios en que se encuentra	Embotellador de bebidas refrescantes licenciadas por la Compañía Coca-Cola en Chile y Bolivia. EBITDA: 2011: M\$ 58.245 2012: M\$ 67.708 2013: M\$ 72.266 2014: M\$ 72.538

Nombre de la Empresa	CONCHA Y TORO
Ticker o Nemotécnico	IPSA: CONCHATORO, NYSE: VCO
Clase de Acción	Número de acciones 747.005.982
Derechos de cada Clase	Acciones comunes: recibir dividendos u derecho a un voto por acción.
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA, NY
Descripción de la Empresa (profile)	Es la compañía controladora de la viña homónima establecida en Chile. Es la principal productora y exportadora de vinos de Latinoamérica y una de las 10 mayores compañías de vino en el mundo. El área de negocio más relevante son las exportaciones desde Chile, representando el 72,4% de la venta. Por su parte, el mercado doméstico representa el 17,1% y Argentina, el 7,2%.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Producción Vitivinícola.
Negocios en que se encuentra	Concha y Toro desarrolla su trabajo junto a filiales como: Viña Cono Sur, Trivento Viñedos y Bodegas (en Argentina), Viña Maipo, ⁴ Viña Maycas del Limarí, Viña Palo Alto, Viña Canepa, Finca La Chamiza (Argentina) y Viña Los Robles. EBITDA: 2011: US\$ 59.059 2012: US\$ 53.680 2013: US\$ 55.385 2014: US\$ 84.296.

Nombre de la Empresa	AMBEV
Ticker o Nemo-técnico	NYSE: ABVC BM&BOVESPA: AMBV3
Clase de Acción	Número de acciones: 5.678.850.000.
Derechos de cada Clase	Acciones comunes: recibir dividendos u derecho a un voto por acción.
Mercado donde Transa sus acciones	Brasil y NY.
Descripción de la Empresa (profile)	La Compañía de Bebidas de las Américas es una empresa privada de Brasil que nació de la fusión en julio de 1999 entre las compañías Antártica y Brahma. El 3 de marzo de 2004 sella una alianza con Interbrew pasando a ser la mayor cervecera del mundo por volumen de ventas.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas y cervezas.
Negocios en que se encuentra	AmBev tiene operaciones propias en Guatemala, Perú, Ecuador, Nicaragua, El Salvador y República Dominicana; además tiene asociaciones estratégicas en Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Chile. Según los datos de la consultoría Económica, Ambev es la empresa más grande de América Latina, con un valor de mercado de \$ 120,1 mil millones, por delante de Ecopetrol y Petrobras.

Nombre de la Empresa	ANHEUSER-BUSCH INBEV
Ticker o Nemo-técnico	NYSE: AHBIF EURE: ABI
Clase de Acción	Acciones Registradas: 391.149.374 Acciones al portador: 36.463 Acciones desmaterializadas: 1.215.601.706 Total de Acciones: 1.606.380.000
Derechos de cada Clase	Acciones comunes: recibir dividendos u derecho a un voto por acción. Acciones en poder de la compañía: Derechos se encuentran suspendidos.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Nueva York y bolsa de valores paneuropea con sede en Ámsterdam.
Descripción de la Empresa (profile)	Es la mayor fabricante mundial de cerveza, con una cuota del mercado mundial próxima al 20%. La Compañía produce, comercializa, distribuye y vende una cartera equilibrada de aproximadamente 200 marcas de cerveza. La compañía también produce y distribuye refrescos, especialmente en América Latina. La compañía opera en siete segmentos: América del Norte, América Latina del Norte, América del Sur, Europa Occidental, Europa Central y del Este, Asia Pacífico y Global Export & Holding Empresas.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas y cervezas.
Negocios en que se encuentra	La compañía opera en siete segmentos: América del Norte, América Latina del Norte, América del Sur, Europa Occidental, Europa Central y del Este, Asia Pacífico y Global Export & Holding. EBITDA: 2011: US\$ 15.357 2012: US\$ 15.111 2013: US\$ 17.188 2014: US\$ 18.542 2015 M\$ 17.311 (estimado al cierre del ejercicio 2015)

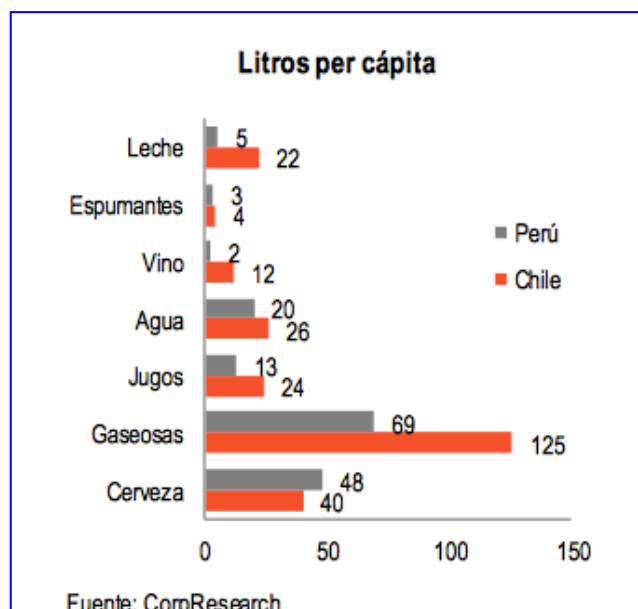
V. Análisis Operacional del Negocio e Industria.

a. Entorno Económico

La Industria de bebestibles en Latinoamérica ha presentado dos tendencias en los últimos años, por un lado un fuerte proceso de concentración dado el crecimiento de la región y por otro un permanente esfuerzo de todas las empresas de la industria por buscar innovar en líneas de nuevos productos y formatos que respondan a la creciente sofisticación del mercado.

Como se mencionó anteriormente el consumo de la industria esta correlacionado de forma positiva con el PIB de los países en los cuales posee presencia la compañía, por lo cual dado que el crecimiento es menor a años anteriores, pero aun así hay expectativas de crecimiento sobre todo para Chile y Perú, los cuales tendrían el siguiente consumo per cápita para el año 2015.

Gráfico N°5: Consumo per cápita en litros para la industria bebestibles países Chile y Perú.



b. Industria de Bebestibles.

El consumo de Bebidas se ha mantenido en constante crecimiento desde los años 2001 al 2015.

Las estimaciones de LatinFocus indican que el crecimiento del consumo en Latinoamérica para el año 2015 será de 2,1% y sobre 3% para los años siguientes, esperándose un mejor escenario para la demanda en comparación con la demanda esperada para Europa y Estados Unidos, mercados en cuales se encuentran los grandes participantes de la industria de cervezas y bebidas, lo cual genera un alto potencial de crecimiento para el desarrollo de la industria en general.

En Chile a partir del 1 de octubre del 2014, comenzaron regir los nuevos impuestos específicos a las bebidas con azúcar y bebidas alcohólicas, medida que afectó en los volúmenes de ventas y precios de las empresas participantes de la industria. Por ejemplo, en México también se aplicó un impuesto a las bebidas azucaradas, al igual que a Brasil. En este país se esperaba que a mediados del 2014 se implementara un alza de impuesto a las bebidas frías, en un rango de 25%-30%.

Las alzas en los impuestos no debiesen afectar mayormente los volúmenes de ventas de las bebidas carbonatadas, dado que el mercado presenta una demanda inelástica, por lo que el alza en el precio es traspasado al consumidor final. En cuanto a las bebidas alcohólicas, el alza de impuestos muestra un comportamiento similar con respecto al precio, lo cual se genera principalmente por gran mix de productos ofrecidos por la industria lo que permite amortizar las alzas de precios.

La industria de bebidas en Latino América se ha expandido a través estrategias de crecimiento inorgánico, buscando mercados con un bajo nivel de penetración y a su vez con un bajo consumo per cápita, como son Uruguay, Paraguay, Bolivia y Perú.

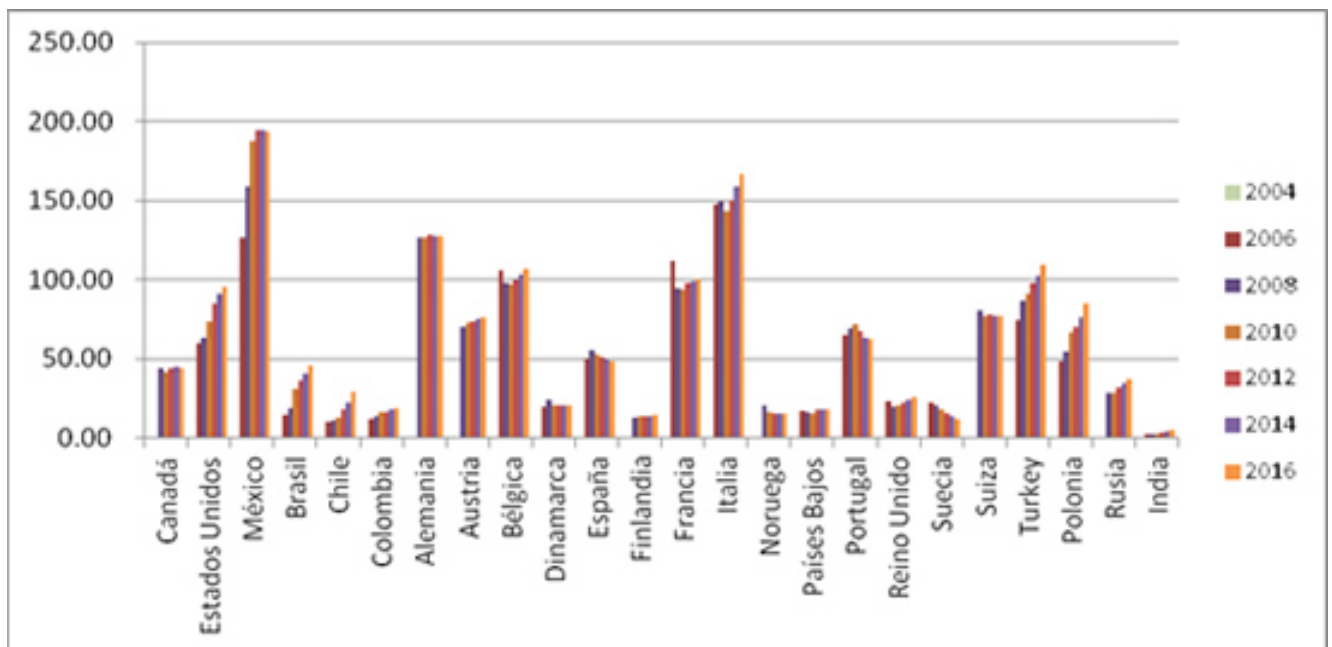
En Chile la empresa CCU a fines del 2013 anunció su entrada al mercado paraguayo mediante una asociación con el Grupo Cartes (Bebidas del Paraguay y Distribuidora del Paraguay) mientras que el 2014 cerró un acuerdo con Bebidas Bolivianas para su

ingreso a ese mercado y se asoció con Grupo Postobón para ingresar al mercado colombiano.

En Brasil, Coca-Cola Femsa y Coca-Cola Andina, el 2013 realizaron este tipo de adquisiciones en un mercado en el que aún podemos encontrar numerosas franquicias familiares.

En el gráfico N°4, podemos observar el Consumo Mundial de Bebestibles (MM Lts) el cual es liderado por México, seguido por países como Italia y Alemania para el año 2014. Además se espera que para el año 2016 la tendencia siga siendo la misma.

Gráfico N°6: Consumo Mundial de Bebestibles (MM Lts)



Fuente: CorpResearch.

La industria ha sido capaz de reinventarse e identificar nuevas tendencias, añadiendo constantemente a su oferta nuevos productos con características que añaden valor a los consumidores (bebidas con minerales, aguas purificadas y saborizadas, bebidas para deportistas y sin azúcar, entre otros).

El promedio de crecimiento para los últimos 5 años ha sido mayor para Argentina con

un crecimiento proyectado de un 7% seguido de Chile y Brasil con crecimientos de un 5% aproximadamente.

El promedio de crecimiento en los últimos años para bebidas alcohólicas ha sido menor con una mayor proyección para Brasil. A nivel latinoamericano, Argentina posee el mayor consumo per cápita para Gaseosas y Bebidas no Alcohólicas mientras que históricamente Colombia, Perú y Venezuela poseen los mayores crecimientos de consumo para bebidas Alcohólicas

Como se observa el cuadro N°2, existe un bajo consumo per cápita en relación a los países desarrollados, lo cual significa un tremendo potencial de crecimiento para la Industria de bebestibles, en todas las categorías de productos.

Cuadro N°7: Consumo per cápita de bebestibles Latinoamérica y países desarrollados.

Litros per cápita	Latinoamérica				Países desarrollados	
	Chile	Peru	Colombia	Argentina	USA	Australia
Cerveza	39	48	42	44	73	82
Carbonatadas	120	68	53	117	152	105
Jugos	22	13	10	5	50	36
Aguas	22	17	18	91	89	28
Vino	13	2	1	25	9	22
Licores	4	2	3	3	6	17
Leche	21	10	70	46	69	104
Funcionales	2	4	2	2	43	18
Total	243	164	199	333	491	412

Fuente: CorpResearch y Reportes compañías

c. Perspectivas de crecimiento.

Para el caso de los países de Latino América, se espera que dado el difícil ambiente

macroeconómico del año en curso y de las proyecciones para el 2016, sigan siendo a la baja, dado que el consumo también se ha visto afectado por el aumento de la inflación, y de ser ciertas las expectativas del aumento de inflación se espera que el poder de compra disminuya para los años siguientes.

Por ejemplo para el caso de nuestro país se espera que a largo plazo el crecimiento de consumo de Bebestibles se estabilice para algunas categorías como las bebidas gaseosas, dado que las personas han aumentado el consumo de productos más saludables y de aunque esto involucre un mayor costo. La disminución del crecimiento de Gaseosas contra otras bebidas más saludables, estarían dando como resultado un aumento del crecimiento de consumo, pero que sin duda podrían impactar factores económicos como la depreciación del peso chileno y el alza el IPC.

El ingreso por ventas de la compañía para el cuarto trimestre de 2015 en los países que posee presencia actualmente en latino américa es el siguiente,

Cuadro N°8: Ingresos por venta 4Q-2015.

Ingresos Por Venta	4Q-2015
Chile	4.796
Brasil	5.804
Argentina	5.710
Paraguay	1.224
Total	17.534

Fuente: La Compañía.

Para el caso de países como Brasil se espera que la industria crezca para los próximos años, dado los importantes eventos deportivos que se llevarán a cabo el próximo año como lo son los juegos olímpicos lo que incrementará la demanda proyectada para este tipo de productos.

Coca-Cola Andina ha sido capaz de generar eficiencias en costos como es el caso de la planta de azúcar líquida en Argentina, la cual le permite a la empresa reducir costos asociados a este insumo. El desempeño de las operaciones en Brasil mejora gracias a la incorporación de Ipiranga e introducción de formatos más rentables a ese mercado.

Consideramos una tasa de impuesto de 25% en Chile para el cálculo del WACC, mientras que para el impuesto ajustado en los flujos hemos asumido un aumento paulatino desde el 2015 al 2016 y a contar del 2017 incluimos la eliminación del FUT asumiendo un impuesto de 25%.

Respecto al crecimiento de las ventas tenemos para los distintos países al comparar el tercer trimestre del año 2015 con el mismo trimestre del año anterior, vemos que la mayor alza se produce para Argentina, país que aumentó un 42,7% respecto del mismo periodo, y que sólo Brasil presentó una caída de las ventas de un año a otro.

Cuadro N°9: Ventas y crecimiento en UF promedio en los 4 países en los que opera la compañía.

Pais (Cajas unitarias)	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	3Q-2015	3Q-2014	Promedio
Chile	162	158	185	235	232	169	166	
Brasil	203	205	225	243	307	206	219	
Argentina	185.274	232.223	315.336	441.229	461.003	439.028	307.737	
Paraguay			32.028	112.254	129.496	94.122	90.506	
Crecimiento de las Vtas CH		-2%	17%	27%	-1%	1,3%		8,4%
Crecimiento de las Vtas BR		1%	10%	8%	27%	-5,8%		7,9%
Crecimiento de las Vtas AR		25%	36%	40%	4%	42,7%		29,6%
Crecimiento de las Vtas PA				250%	15%	4,0%		9,7%

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía.

Nuestra percepción es que el precio actual de la serie B ya tiene incorporado factores exógenos al desempeño de la compañía, como lo son la incertidumbre que genera la nueva reforma tributaria que se pretende implementar en Chile y la exposición a países con menor estabilidad a la acostumbrada por el mercado chileno.

Inestabilidad política y macroeconómica en los países en que opera, condiciona un escenario con menor dinamismo del consumo, alta inflación, fuerte depreciación del peso y políticas unilaterales restrictivas por parte de la autoridad.

Efecto tipo de cambio puede generar impactos negativos en el resultado de la compañía. La depreciación frente al dólar de las monedas de Brasil, Argentina y Paraguay versus apreciación del peso chileno han generado un impacto negativo en el resultado financiero de la compañía, lo que no impide a que en el futuro estas monedas de aprecien generando resultados positivos.

d. Análisis de costo de Operación.

Corresponden a la compra de agua, energía eléctrica, tratamiento de aguas servidas y costo de materiales para la venta, entre otros.

La empresa enfrenta el riesgo de las fluctuaciones de precio en los mercados internacionales del azúcar, aluminio y resina de PET, insumos necesarios para la elaboración de bebestibles y envases, los que en conjunto representan alrededor de un 35% y un 40% del costo de explotación. Para minimizar y/o estabilizar dicho riesgo, con frecuencia se toman contratos de abastecimiento y compras anticipadas cuando las condiciones de mercado lo aconsejan.

En general los gastos de distribución y los de administración y ventas, en promedio se han mantenido estables en un 10,33% y 17,68% desde 2010 respectivamente.

Depreciación y amortización: Hacen referencia al desgaste o agotamiento que sufre un activo en la medida que con su utilización contribuye a la generación de los ingresos de la empresa.

Por su parte, la depreciación se ha mantenido estable entorno al 5% al igual que la amortización en un 0,11% promedio.

Cuadro N°10: Crecimiento Costos operacionales.

Costos Operacionales	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	3Q-2015	3Q-2014	Promedio
Gastos de Distribución	-10%	-10%	-10%	-11%	-10%	-11%		-10,33%
Gastos de Administración y Vta	-17%	-17%	-17%	-18%	-19%	-19%		-17,68%
Depreciación	4%	4%	5%	5%	6%	5%		4,98%
Amortización	0%	0%	0%	0%	0%	0%		0,11%

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía.

También podemos analizar algunos indicadores:

El margen operacional (EBIT/Ingresos) tiene una variación relativamente estable, la cual se mantiene en un promedio del 12%, dado que el costo por venta se podría decir que se mantiene casi constante por sobre los ingresos, el cual se visualiza claramente en el margen de utilidad bruta y en el costo por Venta/Ingresos.

Si es importante reflejar, que el aumento en los ingresos del año 2013, no generaron un aumento en el margen operacional de la misma magnitud, ya que los costos de administración, distribución y Venta aumentaron en un 34% el mismo año, generando que el margen operacional no sea el esperado dado las ventas obtenidas. Lo mismo para el año 2014, llegando a un 15%, el cual sigue siendo un crecimiento mayor al de las ventas.

Cuadro N°11: Resumen Crecimiento y ratios de la compañía.

Indicadores	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	3Q-2015
Tasa de Crecimiento Ingresos	6,43%	16,42%	27,19%	11,79%	1,94%
Margen de Útil. Bruta.	41,1%	40,4%	39,9%	39,8%	40,7%
Costo por Venta/Ingresos	58,9%	59,6%	60,1%	60,2%	59,3%
Tasa de Crecimiento Resultado Operacional	-8,2%	5,7%	8,9%	3,2%	-24,5%
EBIT/Ingresos	14,5%	13,2%	11,3%	10,4%	10,8%

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía.

e. Análisis de cuentas No Operacionales.

Otras Ganancias (pérdidas): Valor razonable de los instrumentos financieros derivados que no califican para la contabilidad de cobertura de conformidad con las NIIF se reconoce inmediatamente en la cuenta de resultados consolidada en el ítem "Otras

ganancias y pérdidas”. También es considerado en este ítem la parte inefectiva de un SWAP, Los contratos de futuros que aseguran precios de materias futuras que no han sido designados como contratos de cobertura, por lo cual sus efectos en las variaciones del valor razonable se llevan directamente a los estados de resultados bajo la línea otras ganancias y pérdidas.

Ingresos Financieros: Corresponde a Ingresos por intereses devengados y ganancia en el rescate y extinción de deuda. También las pérdidas y ganancias que surgen de cambios en el valor razonable de la categoría de activos financieros a valor razonable con cambios en resultados se incluyen en la cuenta de costos o ingresos financieros según corresponda, en el ejercicio en que surgen.

En este caso, podemos observar que los ingresos financieros han aumentado en los últimos 5 años, al igual que los ingresos ordinarios. A su vez la relación ingresos ordinarios e ingresos financieros son, en promedio de 0,39%. A su vez podemos observar que el ítem otros ingresos representan solo el 0,29% de los ingresos ordinarios.

Costos financieros: Corresponde a Costo financiero de préstamos bancarios, Gastos por intereses AFR (Aportes de Financiamiento Reembolsables), Gastos por intereses de Bonos, Gastos por intereses otros, Amortización de gastos complementarios relativos a contratos de préstamos.

Los costos financieros aumentaron considerablemente a partir del año 2012 al año 2014, lo cual nos está indicando que la compañía está adquiriendo mayor nivel de deuda para llevar a cabo la operación. Del año 2013 al 2014, los intereses derivados de bonos aumentaron más del triple de un año a otro. Si bien los intereses derivados de préstamos bancarios también han aumentado, al igual que la cuantía Otros Costos Financieros, estos lo han hecho en menor medida.

Cuadro N°12: Crecimiento Otros Ingresos.

Otros Ingresos	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	3Q-2015	4Q-2015	Promedio
Ingresos Ordinarios	41.421	44.086	51.325	65.281	72.977	53.136	70.847	
Ingresos Financieros	157	143	119	213	351	307	409	
IF/Ingresos Ord.	0,38%	0,32%	0,23%	0,33%	0,48%	0,58%	0,58%	0,39%
Otros Ingresos	52	131	143	276	274	117	155	
OI/Ingresos Ord.	0,13%	0,30%	0,28%	0,42%	0,38%	0,22%	0,22%	0,29%
Costos financieros	-345	-325	-489	-1.242	-2.643	-1.758	-2.344	-1.009

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía.

Diferencias de cambio: Las pérdidas y ganancias en moneda extranjera que resultan de la liquidación de transacciones en moneda extranjera y de la conversión a los tipos de cambio de cierre de los activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera, se reconocen en el estado de resultados integrales.

Esta cuenta ha tenido un mal comportamiento desde el año 2012 a la fecha, lo que nos indica que la compañía ha tenido que pagar una suma considerable por efecto tipo de cambio, lo que se traduce en que la compañía no tomó resguardo en inversiones o transacciones realizadas en otras monedas.

Resultados por unidades de reajuste: Reajuste de los compromisos y acreencias de acuerdo a variación del IPC. Reajuste menor debido a la menor variación del Índice de Precios al Consumidor en comparación con el período anterior, lo que ha determinado un aumento menor en la deuda financiera vigente en Unidades de Fomento.

En el caso de la cuenta resultado por unidades de reajuste, la compañía ha elevado considerablemente las pérdidas en los últimos 5 años, lo cual ha provocado que la pérdida del Resultado no operacional de la compañía se haya casi duplicado de un año a otro.

Cuadro N°13: Indicadores crecimiento de resultado operacional.

Indicadores	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	3Q-2015
Tasa de Crecimiento Resultado no Operacional	10,9%	149,6%	107,7%	45,0%	-10,1%
Cobertura de Gastos Financieros	44,9	24,6	10,6	5,1	6,0

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía.

Al revisar los indicadores podemos observar que el costo no operacional, comenzó disminuir el año 2014 como consecuencia de un aumento en los ingresos financieros, participación de las ganancias y negocios conjunto y una caída en los gastos por función. Mientras los costos financieros aumentaron un 113% el mismo año.

La cobertura de Gastos financieros, disminuye con el pasar de los años producto del aumento de los costos financieros, generando un aumento en el riesgo financiero de la compañía.

Con todo lo anterior, creemos que la compañía debe poner foco en mejorar su resultado no operacional, dado que es un factor sumamente importante en términos de los resultados después de impuesto. Si bien este resultado es positivo en los 5 años, este ha ido disminuyendo de MM\$139.940.304 el 2010 a MM\$80.816.461 al 4Q de 2015.

f. Análisis de Activos.

Dentro del análisis de activos podemos mencionar los activos corrientes y los activos no corrientes.

Dentro de los activos corrientes más importantes podemos destacar los elementos del activo fijo incluidos en propiedades, planta y equipos, se reconocen por su costo histórico o el costo atribuido a la fecha de adopción de las NIIF, menos la depreciación, y pérdidas por deterioro acumuladas. El costo de los activos fijos incluyen los gastos directamente atribuibles a la adquisición de dichos activos y se rebajan las subvenciones gubernamentales originadas por el diferencial en la valorización de los pasivos financieros a valor razonable versus los créditos a tasa preferencial otorgados por el gobierno. Se incorpora dentro del concepto de costo las retasaciones efectuadas y corrección monetaria incorporada a los valores de inicio (costo atribuido) al 1 de enero de 2009, de acuerdo a las exenciones de primera aplicación establecidas por la NIIF 1. Los costos posteriores se incluyen en el valor del activo inicial o se reconocen como un activo separado, sólo cuando es probable que los beneficios económicos futuros asociados con los elementos del activo fijo vayan a fluir al Grupo y el costo del

elemento pueda determinarse de forma fiable. El valor del componente sustituido se da de baja contable. Las reparaciones y mantenimientos se cargan en resultado, en el período en que se incurren.

La cuenta plantas y equipos ha ido aumentando desde el año 2010, lo cual va de la mano con la estrategia de la compañía de rebajar sus costos de producción, por lo cual está invirtiendo en nuevas tecnologías y abriendo nuevas plantas de producción para aumentar su volumen de ventas.

Cuadro N°14: Activos de la compañía periodo 2010-3Q 2015.

Activos	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	3Q-2015	3Q-2014
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Activos Corrientes							
Efectivo y Equivalente al Efectivo	48.263.080	31.297.922	55.522.255	79.976.126	79.514.434	88.025.669	128.515.190
Otros Activos financieros, corrientes	48.914.734	15.661.183	128.581	36.471.637	106.577.042	73.745.039	22.754.615
Otros Activos no financieros, corrientes	6.935.817	14.760.858	18.202.838	9.695.804	7.787.181	7.198.203	9.475.460
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	97.254.597	107.443.039	152.816.916	195.434.075	198.110.424	141.476.658	155.385.009
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	248.273	6.418.993	5.324.389	8.028.987	5.994.453	3.968.430	4.173.580
Inventarios	53.715.509	57.486.658	89.319.826	125.853.991	149.727.618	144.261.961	141.978.193
Activos por Impuestos corrientes	2.288.725	2.463.566	2.879.393	3.989.697	6.025.049	8.317.965	8.269.425
Activos no corrientes Clasificados como disponibles para la Vta.	0	0	2.977.969	1.133.769	0	0	0
Total Activos Corrientes	257.620.735	235.532.219	327.172.167	460.584.086	553.736.201	466.993.925	470.551.472
Activos No Corrientes							
Otros Activos financieros, No corrientes	21.507.754	30.193.809	0	7.922.287	51.026.773	188.512.310	33.959.526
Otros Activos no financieros, No corrientes	0	0	26.927.090	28.796.153	33.056.780	22.804.270	0
Cuentas por cobrar, No corrientes	7.804.481	7.175.660	6.724.077	7.631.253	7.097.809	7.285.392	7.564.314
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, No corrientes	8.847	11.187	7.197	18.765	24.752	14.732	24.752
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	50.754.168	60.290.966	73.080.061	68.673.399	66.050.213	52.238.278	72.841.680
Activos Intangibles distintos a la plusvalía	1.365.595	1.138.857	464.582.273	700.606.492	728.181.279	663.151.693	747.996.859
Plusvalía	57.770.335	57.552.178	64.792.741	115.779.067	116.924.199	96.415.240	125.352.808
Propiedades, planta y equipos	291.482.180	350.064.467	576.550.725	692.949.808	713.075.285	642.944.517	722.353.766
Activos por Impuestos diferidos	6.891.609	8.060.227	0	0	0	0	0
Total Activos No corrientes	437.584.969	514.487.351	1.212.664.164	1.622.377.224	1.715.437.090	1.673.366.432	1.710.093.705
Total Activos	695.205.704	750.019.570	1.539.836.331	2.082.961.310	2.269.173.291	2.140.360.357	2.180.645.177

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía.

Los terrenos no se deprecian. Las depreciaciones de otros activos son calculadas utilizando el método lineal, mediante la distribución del costo de adquisición menos el valor residual estimado en los años de vida útil estimada de cada uno de los elementos.

Los ítems que se encuentran disponibles para la venta, y cumplen con las condiciones de la NIIF 5 “Activos no corrientes mantenidos para la venta y operaciones discontinuadas” son separados de propiedad planta y equipo y se presentan dentro de

activos corrientes, al menor valor entre el valor libros y su valor razonable menos los costos de venta.

Dentro de los activos corrientes podemos destacar Las cuentas comerciales a cobrar que se reconocen por su valor nominal, dado el corto plazo en que se materializa el recupero de ellas, menos la provisión por pérdidas por deterioro del valor. Se establece una provisión para pérdidas por deterioro de cuentas comerciales a cobrar cuando existe evidencia objetiva de que la Compañía no será capaz de cobrar todos los importes que se le adeudan de acuerdo con los términos originales de las cuentas a cobrar, ya sea a través de análisis individuales, así como análisis globales de antigüedad. El importe en libros de los activos se reducen con las provisiones efectuadas, y las pérdidas son reconocidas como gastos de administración dentro de los estados consolidados de resultados por función.

El efectivo y equivalentes al efectivo incluyen el efectivo en caja, los depósitos a plazo y otras inversiones de gran liquidez y de bajo riesgo de cambio de valor, con un vencimiento original de corto plazo (igual o inferior a 3 meses).

Cuadro N°15: Indicadores.

Indicadores	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	3Q-2015
CXC	42,28	49,24	48,80	41,45	39,42
CXP	87,88	113,34	101,29	95,92	101,44
ROA	12,9%	5,7%	4,3%	3,3%	2,7%
Rotación de Inventario	36,27	46,64	50,21	50,54	65,95

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía.

Las cuentas por cobrar no son muy favorables ya que son mayores a las cuentas por pagar, y varían constantemente por lo cual no se ve un poder de negociación frente a los proveedores que sea potente. No existe un óptimo de igual cuentas por cobrar versus cuentas por pagar.

Lo mismo podemos notar en la rotación de inventarios, la cual es en promedio más lenta que las cuentas por cobrar.

VI. Valoración por Múltiplos.

La valoración por relativos, tal como su nombre lo indica, busca estimar el valor “justo” u objetivo de un activo con ciertos ratios de valor referenciales, ya sean “múltiplos” o “comparables”.

El uso de “múltiplos” implica la determinación de múltiplos determinados en base a variables fundamentales como dividendos, riesgo, crecimiento o rentabilidad.

Alternativamente, podemos usar ratios “comparables” basados en: Promedios históricos del mismo activo que deseamos valorar, Ratios promedio de otras empresas de la misma industria, Transacciones históricas, etc.

Para comparar empresas similares se necesitan estandarizar los valores que van a ser comparados.

En general, los relativos más usados relacionan:

- La generación de utilidades de la compañía o proyecto (Precio/Utilidad).

$\frac{P}{U} = \frac{\text{Precio Acción}}{\text{UPA}}$	con UPA= Utilidad por acción en base <u>12 meses</u> .
que equivale a decir:	
$\frac{P}{U} = \frac{\text{Precio Acción} \times \text{Num. Acciones}}{\text{UPA} \times \text{Num. Acciones}} = \frac{\text{Capitalización Bursátil (Market Cap.)}}{\text{Utilidad Neta}}$	

- El valor libro o el valor de reposición (Precio/Valor Libro).

$$\frac{P}{U} = \frac{(Div_0 / UPA)(1 + g)}{K_p - g}$$

Definiendo: $ROE_0 = \frac{Utilidad}{Patrimonio} = \frac{UPA}{ValorLibro}$

$$\frac{P}{ValorLibro} = \frac{(Div / UPA)(UPA / ValorLibro)(1 + g)}{K_p - g}$$

Re definiendo: $ROE = ROE_0(1 + g)$

$$\frac{P}{ValorLibro} = \frac{ROE * (Div_0 / UPA)}{K_p - g} = \frac{ROE * P.O.}{K_p - g}$$

$$\frac{P}{BV} = \frac{ROE - g_{div}}{K_p - g_{div}}$$

- Los ingresos o el EBITDA generados por la compañía o el proyecto (Precio/Ventas; EV/EBITDA).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{ENTERPRISE VALUE (VALOR EMPRESA)}}{EBITDA}$$

Este ratio considera dos componentes:

- (1) Enterprise Value (EV)= Patrimonio Bursátil (market cap.)
+ Deuda Financiera Neta de Caja
+ Interés Minoritario
- (2) EBITDA= Resultado Operacional +Depreciación y Amortización.

- Medidas específicas de cada sector.

Presentaremos a continuación los múltiplos de 5 empresas comparables, para poder llegar finalmente a la evaluación del precio justo de nuestro activo. La información fue obtenida en base a los informes financieros de las distintas compañías a través de la página Investing:

<http://es.investing.com/equities/>

a) Múltiplos CCU Compañía Cervecerías Unidas S.A.

CCU	2015	2014
VTAS TOTALES \$MILES	1.046.419.362	902.317.308
UTILIDADES \$MILES	95.937.772	89.388.314
EBITDA \$MILES	337.340.842	276.722.976
EBIT \$MILES	278.395.050	226.978.085
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$MILES	1.200.820.289	1.148.499.916
VALOR LIBRO EMPRESA \$MILES	1.808.007.728	1.768.901.073
N*ACCIONES	369.502.872	369.502.872
PRECIO/CCION	7.675	6.585
DEUDA FINANCIERA NET \$MILES	14.193.677	-14.922.026
(+)D. FINANCIERA C/P	58.209.092	65.318.293
(+)D. FINANCIERA L/P	144.347.756	134.534.557
(-)EFECTIVO EQUIVALENTE	188.363.171	214.774.876
INTERES MINORITARIO	127.596.094	122.911.741

Múltiplos CCU		2015	2014	Promedio
Múltiplos Ganancia	Precio/utilidad	29,56	27,22	28,39
	Valor Empresa /Ebitda	8,83	9,18	9,01
	Valor Empresa /Ebit	10,70	11,20	10,95
Multiplo de Valor Libro	Precio/valor Libro	2,36	2,12	2,24
	Valor Empresa/valor Libro	1,65	1,44	1,54
Múltiplos de Ingreso	Precio Accion / Vtas	2,71	2,70	2,70
	Valor Empresa/Vtas	2,85	2,82	2,83

b) Múltiplos Coca-Cola Embonor S.A y Filiales:

EMBNOR	2015	2014		
VTAS TOTALES \$MILES	357.357.989	314.967.471		
UTILIDADES \$MILES	13.885.388	8.833.092		
EBITDA \$MILES	56.672.256	47.639.235		
EBIT \$MILES	37.122.701	30.442.610		
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$MILES	328.774.323	303.182.204		
VALOR LIBRO EMPRESA \$MILES	618.125.760	610.367.436		
N*ACCIONES SERIE B	510.853.230	510.853.230		
PRECIO/CCION SERIE B	2.188	1.880		
DEUDA FINANCIERA NET \$MILES	155.762.158	147.471.267		
(+)D. FINANCIERA C/P	21.038.317	92.404.290		
(+)D. FINANCIERA L/P	168.335.376	132.624.998		
(-)EFECTIVO EQUIVALENTE	33.611.535	77.558.021		
INTERES MINORITARIO	10.441	8.493		
Multiplos Embonor		2015	2014	Promedio
Multiplos Ganancia	Precio/utilidad	80,50	108,73	94,61
	Valor Empresa /Ebitda	22,47	23,26	22,86
	Valor Empresa /Ebit	34,31	36,39	35,35
Multiplo de Valor Libro	Precio/valor Libro	3,40	3,17	3,28
	Valor Empresa/valor Libro	2,06	1,82	1,94
Multiplos de Ingreso	Precio Accion /Vtas	3,13	3,05	3,09
	Valor Empresa/Vtas	3,56	3,52	3,54

c) Múltiplos Concha y Toro S.A.

CONCHA Y TORO	2015	2014		
VTAS TOTALES \$MILES	444.128.241	405.612.569		
UTILIDADES \$MILES	31.914.936	29.684.297		
EBITDA \$MILES	63.439.995	56.518.526		
EBIT \$MILES	47.502.864	42.455.261		
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$MILES	437.259.006	442.980.823		
VALOR LIBRO EMPRESA \$MILES	982.025.465	918.011.308		
N*ACCIONES	747.005.982	747.005.982		
PRECIO/CCION	1.154	1.172		
DEUDA FINANCIERA NET \$MILES	294.383.198	247.287.868		
(+)D. FINANCIERA C/P	87.401.838	61.269.989		
(+)D. FINANCIERA L/P	229.911.835	216.322.033		
(-)EFECTIVO EQUIVALENTE	22.930.475	30.304.154		
INTERES MINORITARIO	1.277.556	1.397.146		
Multiplos Concha y Toro		2015	2014	Promedio
Multiplos Ganancia	Precio/utilidad	27,01	29,50	28,25
	Valor Empresa /Ebitda	18,25	19,89	19,07
	Valor Empresa /Ebit	24,37	26,48	25,43
Multiplo de Valor Libro	Precio/valor Libro	1,97	1,98	1,97
	Valor Empresa/valor Libro	1,18	1,22	1,20
Multiplos de Ingreso	Precio Accion /Vtas	1,94	2,16	2,05
	Valor Empresa/Vtas	2,61	2,77	2,69

d) Múltiplos Ambev S.A.

AMBEV (Brasil, Reales)				
	2015	2014		
VTAS TOTALES \$Millones	31.424	38.080		
UTILIDADES \$Millones	8.621	12.362		
EBITDA \$Millones	12.485	16.679		
EBIT \$Millones	10.159	14.286		
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$Millones	48.275	42.222		
VALOR LIBRO EMPRESA \$Millones	88.043	72.143		
N*ACCIONES	15.678.850.000	15.712.200.000		
PRECIO/CCION	19	16		
DEUDA FINANCIERA NET \$Millones	-4.741	-5.485		
(+)D. FINANCIERA C/P	997	988		
(+)D. FINANCIERA L/P	3.943	3.249		
(-)EFECTIVO EQUIVALENTE	9.681	9.722		
INTERES MINORITARIO	-351	-296		
Múltiplos Ambev		2015	2014	Promedio
Múltiplos Ganancia	Precio/utilidad	34,77	20,41	27,59
	Valor Empresa /Ebitda	23,60	14,78	19,19
	Valor Empresa /Ebit	29,01	17,26	23,13
Múltiplo de Valor Libro	Precio/valor Libro	6,21	5,98	6,09
	Valor Empresa/valor Libro	3,35	3,42	3,38
Múltiplos de Ingreso	Precio Accion /Vtas	9,54	6,63	8,08
	Valor Empresa/Vtas	9,38	6,47	7,93

e) Múltiplos Anheuser-Bush Inbev S.A.

ANHEUSER-BUSCH INBEV (USD9)				
	2015	2014		
VTAS TOTALES \$Millones	43.604	47.063		
UTILIDADES \$Millones	9.867	11.302		
EBITDA \$Millones	16.839	18.542		
EBIT \$Millones	13.768	15.308		
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$Millones	42.137	49.972		
VALOR LIBRO EMPRESA \$Millones	134.635	142.550		
N*ACCIONES	1.606.380.000	1.607.120.000		
PRECIO/CCION	108	108		
DEUDA FINANCIERA NET \$Millones	47.366	48.070		
(+)D. FINANCIERA C/P	3.825	5.240		
(+)D. FINANCIERA L/P	43.541	43.630		
(-)EFECTIVO EQUIVALENTE	0	800		
INTERES MINORITARIO	1.594	2.086		
Múltiplos Ambev		2015	2014	Promedio
Múltiplos Ganancia	Precio/utilidad	17,60	15,37	16,49
	Valor Empresa /Ebitda	13,22	12,07	12,65
	Valor Empresa /Ebit	16,17	14,63	15,40
Múltiplo de Valor Libro	Precio/valor Libro	4,12	3,48	3,80
	Valor Empresa/valor Libro	1,65	1,57	1,61
Múltiplos de Ingreso	Precio Accion /Vtas	3,98	3,69	3,84
	Valor Empresa/Vtas	5,11	4,76	4,93

- f) **Múltiplos de la industria:** Promedio de los múltiplos presentado anteriormente para poder utilizarlos como referencia en el cálculo del valor justo del activo Andina S.A.

Cuadro N°39: Múltiplos de la industria bebestible y gaseosa

Múltiplos de la Industria		2015	2014	Promedio
Múltiplos Ganancia	Precio/utilidad	37,89	40,25	39,07
	Valor Empresa /Ebitda	17,27	15,84	16,56
Multiplo de Valor Libro	Valor Empresa /Ebit	22,91	21,19	22,05
	Precio/valor Libro	3,61	3,34	3,48
Múltiplos de Ingreso	Valor Empresa/valor Libro	1,98	1,89	1,94
	Precio Accion / Vtas	4,26	3,64	3,95
	Valor Empresa/Vtas	4,70	4,07	4,38

Fuente: Elaboración propia, en base a los promedios de los múltiplos de las compañía.

Cuadro N°40: Base de información financiera Andina S.A. proyectada al 4Q de 2015:

ANDINA	2015
VTAS TOTALES \$miles de UF	70.670
UTILIDADES \$MILES de UF	3.367
EBITDA \$MILES de UF	11.834
EBIT \$MILES de UF	7.957
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$MILES de UF	33.587
VALOR LIBRO EMPRESA \$MILES e UF	84.443
NºACCIONES SERIE A y B	946.570.604
PRECIO/CCION SERIE A y B	0,17552
DEUDA FINANCIERA NET \$MILES de UF	29.246
(+)D. FINANCIERA C/P	2.643
(+)D. FINANCIERA L/P	30.077
(-)EFECTIVO EQUIVALENTE	3.473
INTERES MINORITARIO	821
UTILIDAD POR ACCIÓN	0,0000036
VENTAS POR ACCIÓN	0,000075

Fuente: Elaboración propia, en base a los estados financieros de la compañía

Utilizando el valor de los múltiplos promedio y la información base de nuestra empresa, podemos obtener el Valor de la Empresa (EV) al cual debemos descontar el valor de la deuda financiera e intereses minoritarios para obtener el valor justo del patrimonio.

Con estos antecedentes podemos tener nuestro valor estimado de la Acción:

Cuadro N°41: Valor de la acción para cada uno de los múltiplos.

Valores de La Empresa en base a Múltiplos de la Industria	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio UF	Precio \$\$
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			0,0001390	3.522
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	195.927	165.860	0,0001752	4.441
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	175.445	145.378	0,0001536	3.893
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		86.749	0,0000916	2.323
VALUE TO BOOK RATIO	163.407	133.340	0,0001409	3.571
PRICE TO SALES RATIO (PS)		249.245	0,0002951	7.479
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	309.790	279.723	0,0003273	8.295

Fuente: Elaboración propia, en base a los promedios de los múltiplos de las compañía.

La evaluación obtenida, nos indica que el valor de la acción bordea desde los \$2.323 a los \$8.295 por acción. Sin embargo es importante acotar los resultados a los estimadores de ganancia, ya que este mercado se encuentra fuertemente relacionada a su capacidad de generar beneficios.

Dado lo anterior, los rangos de precio por acción bordearan entre los \$3.522 y \$4.441 por acción. Estos valores quedan por debajo del precio de mercado de la acción de \$4.449, por lo cual nos estaría indicando que el precio de la acción estaría sobrevalorado entre un 0,17% a un 26%.

Es necesario mencionar que consideraremos como empresas comparables aquellas compañías que presenten betas similares al de Embotelladora Andina S.A y a su vez comprobaremos analizando el rendimiento de los dividendos. En este caso dejaremos fuera de la muestra a la empresa Embonor, dado que su beta es de 0,242; por debajo del beta de Andina de 0,748 (Anexo d). A continuación exponemos la información de cada una de las empresas:

Cuadro N°42: Beta de la Acción

Acción	Beta
Andina S.A.	0,748
CCU S.A.	1,152
Embonor S.A.	0,242
Concha y Toro S.A.	0,703
Ambev S.A.	1,102
Anheuser-Bush Inbev S.A.	0,692

Fuente: Elaboración propia, en base a la información obtenida en Bloomberg.

Como podemos observar, el valor de Embotelladora Andina, cambia al no incluir a la empresa Embonor dentro de las empresas comparables de la industria obteniendo un valor entre \$2.270 y \$8.694, en el cual al considerar los estimadores de ganancia, sus valores son más bajos, entre \$2.270 y \$3.942, es decir entre un 48,9% y un 11,4% menor al valor de mercado.

Cuadro N°43: Valor de la acción de Andina sin Embonor.

Valores de La Empresa en base a Multiplos de la Industria	Valor de Empresa	Patrimonio	S/Embonor		Todas
			Precio UF	Precio \$\$	Precio \$\$
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)			0,0000896	2.270	3.522
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	177.265	147.198	0,0001555	3.942	4.441
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	148.991	118.924	0,0001256	3.185	3.893
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		88.380	0,0000934	2.367	2.323
VALUE TO BOOK RATIO	163.352	133.285	0,0001408	3.569	3.571
PRICE TO SALES RATIO (PS)		264.507	0,0003112	7.888	7.479
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	324.685	294.618	0,0003430	8.694	8.295

VII. Conclusión

Al 30 de septiembre de 2015, la empresa mantiene la totalidad de sus obligaciones de deuda denominada a tasa fija. Los factores de variabilidad están dados por las monedas en que están expresados (UF Y US\$). En consecuencia el riesgo de fluctuaciones en las tasas de interés de mercado respecto de los flujos de caja de la empresa es bajo.

El mayor endeudamiento de la empresa corresponde a bonos de propia emisión, emitidos en el mercado nacional en UF, indexada a la inflación de Chile, lo que genera que las ventas de la compañía se correlacionen con la variación de la UF.

Con el objeto de proteger a la compañía de los efectos de la volatilidad del real brasileño y el peso chileno respecto del dólar estadounidense, se han contratado derivados que cubren casi el 100% de las obligaciones financieras denominadas en dólares.

Al designar dichos contratos como derivados de cobertura, el riesgo de tipo de cambio es mitigado anulando la totalidad de la exposición.

La empresa enfrenta riesgos de las fluctuaciones de precios en los mercados internacionales del azúcar, aluminio y resina de PET, insumos necesarios para la elaboración de bebestibles y envases, los que en conjunto representan entre un 35% y 40% del costo de explotación.

Para minimizar los riesgos de alzas de precios, se toman contratos de abastecimiento y compras anticipadas cuando las condiciones del mercado lo aconsejan.

Como podemos ver, Andina S.A. es una empresa que es capaz de abordar los principales riesgos de mercado para poder mantenerse en una situación positiva frente a las complicaciones de cada país, lo que la hace una empresa poco riesgosa.

VIII. Referencias Bibliográficas

CORP RESEARCH; Perspectivas Industria y Actualización precio objetivo – Sector Bebestibles. Marzo 2014.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons, 2012. 992p.

FERNÁNDEZ, Pablo. Valoración de Empresas: como medir y gestionar la creación de Valor. Gestión 2000, 2004. 936p.

GRINBLATT, Mark y Titman, Sheridan. Mercados Financieros y Estrategia Empresarial. McGraw-Hill, 2004. 709p.

ICR, Knowledge and Trust. Reseña Anual de Clasificación, Embotelladora Andina S.A.. Mayo 2013

MAQUIEIRA V, Carlos. Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Andrés Bello, 2012. 334p.

MODIGLIANI, Franco y MILLER Merton. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review. 1958

MORNINGSTAR Inc. Análisis Embotelladora Andina SA ADR AKO.B <<http://quotes.morningstar.com/stock/ako.b/s?t=AKO.B>> [consulta: 2014]

SOFOPA. Embotelladora Andina invertirá en 2013 US\$ 315 mills. y un tercio se destinará a Brasil. <web.sofopa.cl/noticia/embotelladora-andina-invertira-en-2013-us-315-mills-y-un-tercio-se-destinara-a-brasil/> [consulta: 2014]

SERVICIO DE IMPUESTOS INTERNOS, < <http://www.sii.cl/>>

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, < <http://www.svs.cl/>>

Reseña Anual de Clasificación Abril 2014, Embotelladora Andina S.A.

Bloomberg.

<http://es.investing.com>

IX. Anexos

a. Saldos Corrientes y no corrientes:

	Serie	Monto nominal	Unidad de Reajuste	Tasa de interés	Vencimiento final	Pago de intereses	Pago de Amortización de capital el	30.09.2015
Bonos porción corriente								MS
Registro 640 SVS 23.08.2010	A	500.000	UF	3,0%	15-08-2017	Semestral	15-02-2016	6.383.899
Registro 254 SVS 13.06.2001	B	2.813.831	UF	6,5%	01-06-2026	Semestral	01-12-2015	6.160.831
Registro 641 SVS 23.08.2010	C	1.500.000	UF	4,0%	15-08-2031	Semestral	15-02-2021	188.239
Registro 759 SVS 20.08.2013	C	1.000.000	UF	3,5%	16-08-2020	Semestral	16-02-2017	109.936
Registro 760 SVS 20.08.2013	D	4.000.000	UF	3,8%	16-08-2034	Semestral	16-02-2032	477.105
Registro 760 SVS 02.04.2014	E	3.000.000	UF	3,75%	01-03-2035	Semestral	01-09-2032	235.435
Bonos USA	-	575.000.000	US\$	5,0%	01-10-2023	Semestral	01-10-2023	-
Total porción no corriente								13.555.445
Bonos porción no corriente								
Registro 640 SVS 23.08.2010	A	500.000	UF	3,0%	15-08-2017	Semestral	15-02-2017	6.336.723
Registro 254 SVS 13.06.2001	B	2.813.831	UF	6,5%	01-06-2026	Semestral	01-12-2016	66.682.018
Registro 641 SVS 23.08.2010	C	1.500.000	UF	4,0%	15-08-2031	Semestral	15-02-2021	38.020.335
Registro 759 SVS 20.08.2013	C	1.000.000	UF	3,5%	16-08-2020	Semestral	16-02-2017	25.346.890
Registro 760 SVS 20.08.2013	D	4.000.000	UF	3,8%	16-08-2034	Semestral	16-02-2032	101.387.560
Registro 760 SVS 02.04.2014	E	3.000.000	UF	3,75%	01-03-2035	Semestral	01-09-2032	76.040.678
Bonos USA	-	575.000.000	US\$	5,0%	01-10-2023	Semestral	01-10-2023	401.764.000
Total porción no corriente								715.578.204

b. Vencimientos

Serie	Año de vencimiento				Total no corriente 30-09-2015	
	2016	2017	2018	Después		
	MS	MS	MS	MS		
Registro 640 SVS 23.08.2010	A	-	6.336.723	-	6.336.723	
Registro 254 SVS 13.06.2001	B	2.431.830	5.099.518	5.430.986	53.719.684	66.682.018
Registro 641 SVS 23.08.2010	C	-	-	-	38.020.335	38.020.335
Registro 759 SVS 20.08.2013	C	-	6.336.723	6.336.723	12.673.444	25.346.890
Registro 760 SVS 20.08.2013	D	-	-	-	101.387.560	101.387.560
Registro 760 SVS 02.04.2014	E	-	-	-	76.040.678	76.040.678
Bonos USA	-	-	-	-	401.764.000	401.764.000
		2.431.830	17.772.964	11.767.709	683.605.701	715.578.204

c. Betas empresas comparables.

