



VALORACIÓN COCA COLA EMBONOR S.A. MEDIANTE MÉTODO DE MÚLTIPLOS

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Francisco Vega

Profesor Guía: Arturo Rodríguez

Agosto 2019

Tabla de contenido

Resumen Ejecutivo	3
1. Metodología.....	4
2. Descripción de la Empresa e Industria.....	5
3. Descripción del Financiamiento.....	8
4. Estimación de la Estructura de Capital	14
5. Estimación del Costo de Capital	16
6. Valoración por Múltiplos	18
Conclusiones	21
Anexos.....	23

Ilustraciones y Cuadros

1. Principales accionistas	10
2. BKOEM-C	14
3. BKOEM-F	15
4. Deuda financiera.....	16
5. Patrimonio Económico.....	16
6. Estructura capital objetivo	17
7. Beta de la acción	18
8. Múltiplos empresas benchmark.....	21
9. Múltiplos promedio benchmark	21
10. Valoración por múltiplos	22

Resumen Ejecutivo

En el documento se presenta la valorización de la compañía Coca Cola EMBONOR S.A. EMBONOR se dedica a la fabricación y distribución de productos ligados a The Coca Cola Company. EMBONOR distribuye sus productos a lo largo de Chile, Perú y Bolivia a través de relacionadas.

Durante el proceso de esta tesis se realiza la valoración a través de flujos de caja descontados y múltiplos. Para esto, se desarrolla un ejercicio de proyección de las cuentas más importantes de la compañía y así se realiza una estimación del precio de mercado de la compañía. Lo anterior, es ajustado por factores, como oferta y demanda, que afectan o distorsionan el precio de que tiene la compañía con respecto al precio estimado a través de la realización de los cálculos de valoración de esta. Por otra parte, también se busca encontrar y definir la estructura de deuda óptima de la compañía con el fin de lograr encontrar la tasa más adecuada para poder descontar los flujos futuros proyectados de la compañía.

EMBONOR durante los últimos años ha sido una empresa que ha aumentado en forma sistemática su capitalización de mercado, manteniendo su deuda estable durante los últimos años con números constantes. Las tasas de crecimiento de las utilidades han ido a la baja durante el periodo 2015-2018, pasando de 13.2% a un 3.2% para 2018. Por el lado del EBITDA, se ha mantenido en un promedio de 20% durante dicho periodo llegando a los 109.491,4 millones de pesos para 2018. Por último a nivel de mercado, la acción ha experimentado un alza de casi un 85.4% durante 2015 a la fecha, pasando de 900 pesos a 1660 pesos por acción.

1. Metodología.

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.

Nos 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.

Método de Múltiplos.

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.

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 ellos³:

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.

³ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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)

2. Descripción de la Empresa e Industria.

Se presenta análisis de la empresa, sus operaciones, negocios, rubro en el que se encuentra y empresas comparables.

Nombre: Coca Cola EMBONOR S.A.

Rut: 93.281.000 – K

Razón Social: Coca Cola EMBONOR S.A.

Nemotécnico: EMBONOR – B

Industria: Bienes de Consumo (Bebestibles, jugos y bebidas no alcohólicas) en Chile.

Regulación: Comisión Mercado Financiero (Ex Superintendencia de valores y seguros).

Tipo de Operación:

Coca Cola EMBONOR es una empresa fundada en 1962 bajo el nombre de Embotelladora Arica, la cual poseía la licencia para elaborar y distribuir productos ligados a The Coca Cola Company en las ciudades de Arica e Iquique. Esta compañía fue aperturada en la bolsa de Santiago, con la adquisición del 18.7% adicional de Embol, con lo que pasa a controlar con un 99.9% de aquella empresa.

Actualmente la compañía es una sociedad anónima abierta que fundamentalmente enfoca sus esfuerzos en la producción y distribución de bebidas no alcohólicas (Bebidas, jugos y agua) manteniendo la relación bajo la licencia de TCCC en Chile y Bolivia. Embonor cuenta con un patrimonio de MM\$353.583 y posee dos series de acciones, Embonor serie "A" y Embonor serie "B".

Filiales:

EMBONOR Inversiones S.A.

Filial creada como vehículo de inversión, la cual no generó operaciones durante el periodo 2017. Su principal función es invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general, al cierre de 2017 contaba con un capital suscrito de MM\$4.946 y la inversión en esta filial sobre el total de activos individuales de la matriz representa un 13.49%.

Embotelladora Iquique S.A.

Filial creada con el objeto de distribuir y comercializar bebidas, la relación comercial se basa en una activa compra /venta de bebidas entre Embotelladora Iquique S.A y Coca Cola Embonor. Al cierre del año 2017 contaba con un capital suscrito de MM\$1.332 y la inversión en esta filial sobre el total de activos individuales de la matriz corresponde a un 1.79%.

EMBONOR S.A.

Filial creada con el objeto social de prestar servicios de administración y manejo de transporte terrestre nacional e internacional. La relación de esta con su matriz es a través de la prestación de servicios de distribución y logística, al cierre del ejercicio del año 2017 contaba con un capital suscrito de MM\$ 10.435 y corresponde a un 5.43% del total de activos que posee la matriz.

EMBONOR Empaques S.A.

Filial constituida con el propósito de fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores junto con prestar servicios de embotellamiento. Esta filial le presta servicios de soplado de botellas a la matriz, además de esto cuenta con un

capital de MM\$212 y la inversión en este activo representa un 4.07% con respecto a los activos individuales de la matriz.

Principales Accionistas Coca Cola – EMBONOR.

Accionista	% Participación
Libra Inversiones Limitada	47.61%
Moneda SA AFI para PIONERO F.I.	6.48%
Banco de Chile (Por Terceros)	4.09%
BTG Pactual Small Cap F.I	3.33%
Rentas Latinsa Limitada	3.30%
Larrain Vial S.A. CB	2.88%
Compass Small Cap Chile F.I	2.62%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2.10%
Inversiones Nilahue Limitada	1.51%
Inv V y S LTDA.	1.39%
Inv V y T LTDA.	1.29%
AFP Habitat S.A. Fondo C	1.27%

Tabla 1. Principales accionistas.

Descripción de la Industria.

Empresas Benchmark:

Embotelladora Andina, ANDINA.

Embotelladora Andina es una compañía fundada en 1946 mismo año en el cual adquiere la representación para elaborar y distribuir los productos de The Coca Cola Company, hoy la compañía se dedica a la producción, embotellamiento y distribución de los productos ligados a la representación que posee. Embotelladora Andina actualmente cuenta con presencia en 4 países de Latinoamérica estos son Chile, Paraguay, Brasil y Argentina, en todos estos replica su funcionamiento a través de una integración horizontal produciendo, embotellando y distribuyendo sus productos ligados

a su franquicia y también a las demás líneas de productos que esta posee en cada uno de los países en donde se encuentra.

Los principales productos que comercializa la compañía son bebidas, aguas y jugos a nivel local y también en el brazo localizado en Paraguay, mientras que en Brasil y Argentina también tiene licencias ligadas a productos alcohólicos, específicamente cervezas. La compañía cuenta con dos series de acciones: series "A" con mayor derecho a voto y las series "B" con un 10% adicional en sus dividendos, además de esto la compañía es controlada por 5 familias en Chile con un porcentaje de participación acumulada de casi un 49,7% más el casi 15% que posee TCCC.

Compañía Cervecerías Unidas, CCU.

CCU es una compañía Chilena que produce y distribuye bebidas alcohólicas y no alcohólicas tanto en Chile como en Argentina. La compañía produce una amplia gama de productos, los que van desde bebidas gaseosas, tragos suaves, vinos, agua embalsada y jugos. Actualmente la compañía tiene como principales accionistas a Inversiones y Rentas S.A (ligada a Quiñenco, Grupo Luksic) con un 53.16% de las acciones, lo que representa un total de casi 196 millones de dólares, en segundo lugar viene JP Morgan con un 18.73% del total y en tercer lugar se encuentra Banco de Chile en representación de terceros con un 7.81% del total de acciones.

Por último, esta compañía posee casi un 70% del market share de cervezas en Chile, con su marca principal "Cristal" en el segmento masivos, y en todas las demás líneas de productos (Vinos, piscos, jugos, aguas, etc) posee una posición privilegiada con respecto a su competencia.

Descripción de la industria.

La industria de los bebestibles ha estado en constante movimiento durante los últimos años, los cambios regulatorios así como también los cambios en las preferencias de los consumidores han generado una nueva forma de ver el negocio y sin duda en la

oferta de productos que los clientes de este segmentos solicitan para satisfacer las necesidades de estos.

Chile ha estado siempre al tope del ranking en el consumo de bebestibles, principalmente por el lado de las bebidas, en este producto en particular el ingreso de las bebidas “zero” ha sido clave en el cambio del mix comercial de las compañías ligadas a este segmento, en particular CCU, Andina, Embonor y Viña Concha y Toro, las cuales concentran gran parte del mercado local siendo estos los principales actores del mercado de bebestibles en nuestro país.

Una industria altamente concentrada con pocos actores y en donde donde las demás de los clientes han ido evolucionando es la gran característica del mercado local de bebestibles, esto ha generado cambios importantes en la oferta que tienen estos actores con sus clientes así como también con los proveedores de estos, desde los ingredientes para generar las famosas bebidas de fantasía, hasta lo ligado directamente el envase para el posterior embotellamiento de los productos hacia una clase de productos más amigables con el medio ambiente.

Los cambios regulatorios han sido claves en este negocio durante los últimos años, la adhesión de un impuesto adicional al consumo de bebidas azucaradas (IABA) aplicado desde 2014 en nuestro país mermó el consumo de este tipo de productos. La carga impositiva que el IABA fijaba para las bebidas no alcohólicas generó un aumento del 13% a 18%, buscando claramente desincentivar el consumo de estos productos en línea con un desafío de salud que es bajar los niveles de obesidad en nuestro país. Los efectos de este impuestos se tradujeron en una reducción en el consumo de estos productos desde 3.5 litros a 700 ML al mes por persona, a esto hay que agregarle que durante los últimos años se ha generado una migración de los consumidores hacia productos más ligados a lo “Healthy” con campañas sobre deporte y adicionalmente a alimentarse y tener un estilo de vida mucho más saludable que hace 10 años atrás.

Los desafíos en este segmento radican principalmente en la migración que tendrán en el futuro los productos ligados al azúcar y que deberían comenzar a bajar los niveles

de estos o bien con la desaparición de estos en el mediano o largo plazo. Un mercado mucho más fuerte en los productos ligados a agua embotellada la cual se estima que para 2020 debería llegar a los 34 litros desde los 26 litros que se consumían durante el año 2015, lo anterior va de la mano con un mercado que durante 2015 presentaba un volumen de ventas que se componía en un 68% de bebidas carbonatadas y un 13% de aguas embotelladas.

Con respecto a las bebidas alcoholicas, la industria sigue manteniendo tasas de crecimientos importantes, en donde el consumo de cervezas ha experimentado un aumento sustancial en su volumen de ventas durante los últimos años, en base a productos artesanales y a una oferta mayor por parte de los distribuidores con algunas marcas más ligadas al segmento premium, las que no han afectado de mayor manera el consumo de marcas más ancla como podrían ser para CCU "Cristal".

3. Descripción del Financiamiento

Se identificaron los siguientes bonos vigentes a la fecha de la valoración.

Financiamiento Vía Bonos de la Empresa

	Observaciones
Bono	C
Nemotécnico	BKOEM-C
Fecha de Emisión	01/09/2014
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/09/2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	2,30%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos y financiamiento del plan de inversiones de largo plazo
Clasificación de Riesgo	Feller-Rate: AA- / ICR: AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	Bolsa de Comercio de Santiago: 2,20%
Precio de venta el día de la emisión.	100,46
Valor de Mercado	100,46 sobre la par. última transacción 20/12/2018, TIR: 2,550%, precio: 99,83 bajo la par

Tabla 2. BKOEM-C.

	Observaciones
Bono	F
Nemotécnico	BKOEM-F
Fecha de Emisión	01/09/2014
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/09/2035
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,20%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos y financiamiento del plan de inversiones de largo plazo
Clasificación de Riesgo	Feller-Rate: AA- / ICR: AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	Bolsa de Comercio de Santiago: 3,44%
Precio de venta el día de la emisión.	96,46
Valor de Mercado	96,46 bajo la par. última transacción 23/03/2018, TIR: 2,820%, precio: 105,09 sobre la par

Tabla 3. BKOEM-F.

4. Estimación de la Estructura de Capital

Deuda Financiera de la Empresa

[UF]	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
Pasivos Financieros Corrientes					
Obligaciones con el Público	65,820	67,809	70,023	72,006	1,551,149
Créditos denominados en dólares	13,574	8,812	-	-	-
Créditos corto plazo Bolivia	607,725	454,026	148,607	134,139	139,771
Créditos largo plazo Chile	14,662	14,917	14,510	27,675	10,703
Créditos largo plazo Bolivia	118,426	253,521	276,904	458,318	492,998
Pasivos de Cobertura	1,351	4,449	25,948	4,086	903
Total	821,557	803,534	535,992	696,223	2,195,523
Pasivos Financieros no Corrientes					
Obligaciones con el Público	3,163,724	3,132,449	3,098,317	3,061,328	1,520,550
Créditos denominados en dólares	1,222,152	686,635	-	-	-
Créditos denominados en pesos	1,452,925	1,397,887	1,361,463	1,339,923	1,313,138
Créditos bancarios Bolivia	1,045,728	2,105,178	2,828,116	3,279,874	3,275,461
Pasivos de Cobertura	14,490	-	-	-	-
Total	6,899,018	7,322,148	7,287,896	7,681,126	6,109,149
Deuda Financiera	7,720,576	8,125,682	7,823,888	8,377,349	8,304,673

Tabla 4. Deuda financiera.

Patrimonio Económico Bursátil

El patrimonio económico se calcula con la suma de acciones suscritas y pagadas de la serie A, serie B. Se utiliza el precio de la serie B por ser la acción con mayor presencia bursátil. El patrimonio económico de la compañía es el siguiente:

Precio	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
EMBONOR-A	900.00	1,020.00	1,270.00	1,500.00	1,375.00
EMBONOR-B	903.51	1,020.00	1,346.00	1,710.10	1,620.00
Cantidad de Acciones	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
Serie A Suscritas	244,420,704	244,420,704	244,420,704	244,420,704	244,420,704
Serie A Pagadas	244,420,704	244,420,704	244,420,704	244,420,704	244,420,704
Serie B Suscritas	266,432,526	266,432,526	266,432,526	266,432,526	266,432,526
Serie B Pagadas	266,432,526	266,432,526	266,432,526	266,432,526	266,432,526
Patrimonio Económico [UF]	18,741,996	20,331,205	26,097,198	32,599,655	30,250,708

Tabla 5. Patrimonio económico.

Estructura de Capital Objetivo

Se calcula la razón de endeudamiento de la empresa (B/V) para cada año en estudio. Se asume que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado. En forma adicional se calcula la razón patrimonio a valor de empresa (P/V) y deuda a patrimonio (B/P). Luego en base a un promedio simple se propone la estructura de capital objetivo de la empresa.

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018	Promedio
B/V	29%	29%	23%	20%	22%	25%
P/V	71%	71%	77%	80%	78%	75%
B/P	41%	40%	30%	26%	27%	33%

Tabla 6. Estructura capital objetivo.

5. Estimación del Costo de Capital

Estimación del Beta Patrimonial

Se descargaron los precios semanales de la serie B desde el 1 de octubre de 2014 al 30 de septiembre de 2018. Se utilizó el precio de cierre del día viernes de cada semana. Como índice de mercado se utiliza IPSA y se repite el proceso. Se calculan los retornos semanales utilizando historia de dos años y mediante una regresión lineal se calculan los betas de la acción para los años de estudio.

	2016	2017	2018
Beta de la Acción	0,71	0,57	0,56
p-value (significancia)	0,04%	0,22%	0,01%
Presencia Bursátil (%)	83,89%	91,11%	77,22%

Tabla 7. Beta de la acción.

Estimación del Costo de Capital

En la estimación se utiliza una tasa libre de riesgo de 2,12% (BCU-30 al 28 de septiembre de 2018) y un premio por riesgo de mercado de 6,26%

Costo de la Deuda k_b :

Se utiliza la tasa de mercado del bono con mayor duración al 30 de septiembre: BKOEM-F, con una tasa de 2,820%.

Beta de la Deuda β_b :

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda se calcula el beta de la deuda de la compañía.

$$k_b = r_f + (E(r_m) - r_f) \times \beta_b$$

$$\rightarrow 2,82\% = 2,12\% + 6,26\% \times \beta_b$$

$$\rightarrow \beta_b = 0,1118$$

Beta de la Acción $\beta_p^{C/D}$:

$$\beta_p^{C/D} = 0,56$$

Beta Patrimonial Sin Deuda $\beta_p^{S/D}$:

Se desapalanca el beta de la acción. Se utiliza la estructura de capital promedio del periodo en estudio utilizado para nuestra estimación.. La tasa de impuestos corporativos promedio de los años en estudio utilizada es 23,2%.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \times \left[1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \times \beta_a \times \frac{B}{P}$$

$$\rightarrow 0,56 = \beta_p^{S/D} \times [1 + (1 - 23,2\%) \times 0,33] - (1 - 23,2\%) \times 0,1118 \times 0,33$$

$$\rightarrow \beta_p^{S/D} = 0,4694$$

Beta Patrimonial Con deuda $\beta_p^{C/D}$:

Se apalanca el beta patrimonial sin deuda. Se utiliza la estructura de capital promedio de todo el periodo utilizado para nuestra estimación. La tasa de impuesto largo plazo utilizada es 27%.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \times \left[1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \times \beta_a \times \frac{B}{P}$$

$$\rightarrow \beta_p^{C/D} = 0,4694 \times [1 + (1 - 27\%) \times 0,33] - (1 - 27\%) \times 0,1118 \times 0,33$$

$$\rightarrow \beta_p^{\frac{C}{D}} = 0.5555$$

Costo Patrimonial k_p :

Utilizando CAPM se estima la tasa de costo patrimonial. A este se le suma un premio por liquidez del 3%.

$$\begin{aligned}k_p &= r_f + (E(r_m) - r_f) \times \beta_p^{C/D} \\ \rightarrow k_p &= 2,12\% + 6,26\% \times 0.5555 \\ \rightarrow k_p &= 5.60\% + p_l \\ \rightarrow k_p &= 8.60\%\end{aligned}$$

Costo de Capital k_0 :

El costo de capital se calcula utilizando Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC).

$$\begin{aligned}k_0 &= k_p \times \frac{P}{V} + k_b \times (1 - t_c) \times \frac{B}{V} \\ \rightarrow k_0 &= 8.70\% \times 0.75 + 2.82\% \times (1 - 27\%) \times 0.25 \\ \rightarrow k_0 &= 6.96\%\end{aligned}$$

6. Valoración por Múltiplos

Las empresas que utilizamos durante este trabajo para comparar a Embonor fueron CCU y Andina, ante esto los resultados de los múltiplos que presentaron cada una de ellas fueron los siguientes:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	ANDINA		
		sep-17	sep-18	prom
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	22.78	18.82	20.80
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	37.82	37.22	37.52
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	63.6	74.6	69.06
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.71	1.55	1.63
	VALUE TO BOOK RATIO	1.28	1.22	1.25
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	3.34	3.23	3.28
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	6.04	6.24	6.14

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	CCU		
		sep-17	sep-18	prom
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	24.57	11.31	17.94
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	57.51	59.60	58.56
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	93.8	91.0	92.44
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.61	2.57	2.59
	VALUE TO BOOK RATIO	2.04	1.93	1.99
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	8.07	8.72	8.40
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	9.45	10.40	9.93

Tabla 28. Múltiplos empresas benchmark.

Lo anterior nos lleva a estimar los valores de mercado como los siguientes, considerando el promedio de ambos años y de cada compañía para cada uno de los múltiplos que se estimaron.

TIPO DE MÚLTIPLO	BENCHMARKS DE MERCADO	
	MÚLTIPLOS	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	19.37
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	48.04
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	80.75
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.11
	VALUE TO BOOK RATIO	1.62
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	5.84
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	8.03

Tabla 29. Múltiplos promedio benchmark.

La valorización a través de múltiplos para Embonor nos muestra resultados bastante dispares entre cada uno de los indicadores que se utilizaron y también en cada uno de

los grupos dentro de los cuales se agrupan. En ese sentido el precio de la compañía a través de múltiplos oscila entre poco más de 918 y 4,925 pesos.

MÚLTIPLOS	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	4.925,98
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	1.311,89
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	917.85
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.501,28
VALUE TO BOOK RATIO	1599,47
PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.485,19
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.404,27

Tabla 30. Valoración por múltiplos.

En promedio tendríamos un precio por acción de 1.877,99 pesos por acción, por lo tanto estaríamos ante un escenario de upside/downside de 13.74% con respecto al precio spot de la acción en ese momento del tiempo (1.620 pesos por acción).

Conclusiones

En general la empresa se encuentra dentro de un mercado bastante estable y que se ha mantenido a flote aun cuando han ido cambiando las necesidades y preferencias de los clientes, pasando de bebidas con azúcar a las famosas zero, continuando hacia el agua y las futuras variaciones en demanda que puedan tener esta línea de productos. Por otra parte, sería una buena alternativa buscando alinear los negocios y potenciar las sinergías dentro del mercado una eventual alianza o M&A entre Andina y Embonor, dado que ambas poseen representaciones de la misma marca, por lo tanto al unirse estos negocios podríamos estar en presencia de un potenciamiento del negocio para ambas compañías.

Por otra parte, si tomamos en consideración las estimaciones que realizan los analistas de mercado sobre comprar/mantener/vender el activo, nos encontramos en un periodo del tiempo donde las estimaciones van a la baja, el target de mercado de los últimos doce meses ha estado en torno a 1798, mientras que el precio de mercado ha estado siempre por debajo de esa estimación encontrándose durante el último mes en torno a los 1640-1650 pesos. La valoración por FCD arroja que Embonor está sobrevalorada por lo que se recomienda vender.

Bibliografía

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.
3. Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
4. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.