



VALORACIÓN COCA – COLA EMBONOR S.A.

Al 31 de marzo de 2020

Alumno: Diego Ulloa Alvarado

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Santiago, Marzo 2021

TABLA DE CONTENIDO

1. RESUMEN EJECUTIVO	7
2. METODOLOGÍA	8
2.1 Principales métodos de valoración	8
2.2 Modelo de descuento de dividendos	9
2.3 Método de flujos de caja descontados.....	9
2.4 Método de múltiplos.....	12
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	15
3.1 Descripción de la industria.....	15
3.1.1 Industria en Chile	15
3.1.2 Industria en Bolivia	16
3.2 Descripción de la empresa y su historia	17
3.2.1 Descripción de la empresa.....	17
3.2.2 Reseña histórica	19
3.3 Principales Filiales y Regulación	23
3.3.1 Filiales en Chile.....	23
3.3.2 Filiales en Bolivia	24
3.4 Principales Accionistas	25
3.5 Empresas de la industria	26
3.5.1 Compañía de Cervecerías Unidas (CCU) S.A.	26

3.5.2 Embotelladora Andina S.A.....	27
4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	28
4.1 Estado de situación financiera.....	28
4.1.1 Análisis de Activos	32
4.1.2 Análisis de Pasivos y Patrimonio	33
4.2 Estado de Resultados Integrales.....	34
4.2.1 Análisis de desempeño de la empresa	36
4.2.2 Análisis dinámico del Estado de Resultados	37
4.3 Estado de Flujos de Efectivo	38
4.4 Ratios Financieros	41
4.4.1 Ratios de Liquidez.....	41
4.4.2 Ratios de Endeudamiento.....	42
4.4.3 Ratios de Rentabilidad	42
4.4.4 Ratios de Actividad	43
5. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	44
5.1 Deuda Financiera	44
5.1.1 Bonos	47
5.2 Patrimonio Económico.....	48
5.3 Estructura de Capital Objetivo	49
6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	50

6.1	Costo de la Deuda	50
6.2	Beta de la Deuda	50
6.3	Estimación del Beta Patrimonial	51
6.4	Beta Patrimonial Sin Deuda	52
6.5	Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo	53
6.6	Costo Patrimonial.....	53
6.7	Premio por Liquidez	53
6.8	Costo de Capital	55
7.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA.....	56
7.1	Análisis de crecimiento de la empresa	56
7.2	Análisis de crecimiento de la industria.....	58
7.3	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	59
7.3.1	Costos de ventas	60
7.3.2	Costos de distribución.....	61
7.3.3	Gastos de administración y ventas	62
7.4	Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	63
7.4.1	Ingresos financieros	64
7.4.2	Costos financieros.....	64
7.4.3	Participación en asociadas	64
7.4.4	Diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste	65

7.5	Análisis de los activos de la empresa	65
7.5.1	Efectivo y equivalentes	65
7.5.2	Otros activos no financieros.....	66
7.5.3	Activo por impuestos corrientes y activos por impuestos diferidos.....	66
7.5.4	Activos no corrientes mantenidos para la venta	66
7.5.5	Inversiones en asociadas y plusvalía.....	66
7.5.6	Propiedades de inversión.....	66
8.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	67
8.1	Ingresos operacionales proyectados	67
8.1.1	Ingresos operacionales en Chile	69
8.1.2	Ingresos operacionales en Bolivia	71
8.2	Costos operacionales proyectados.....	74
8.3	Otros resultados no operacionales proyectados.....	75
8.3.1	Ingresos financieros.....	76
8.4	Impuesto corporativo proyectado.....	76
8.5	Estado de resultados proyectado en miles de UF	76
8.5.1	Supuestos utilizados.....	78
8.6	Estado de resultados proyectado porcentual	79
9.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	80
9.1	Depreciación y amortización.....	80

9.2	Inversión en reposición	80
9.3	Inversión en capital físico.....	81
9.4	Inversión (liberación) de capital de trabajo	81
9.5	Proyección de los flujos de caja libre.....	83
9.6	Valor terminal.....	84
10.	PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO	85
10.1	Valor presente de los flujos de caja libre	85
10.2	Déficit (Exceso) de capital de trabajo	85
10.3	Activos prescindibles	85
10.4	Deuda financiera.....	86
10.5	Valorización económica de la empresa y del precio de la acción.....	86
10.6	Análisis de sensibilidad.....	88
11.	CONCLUSIONES.....	90
12.	ANEXOS.....	91
12.1	Estadísticas regresión retornos Embonor – IGPA	91
12.1.1	Regresión 2017	91
12.1.2	Regresión 2018.....	91
12.1.3	Regresión 2019.....	91
12.1.4	Regresión 2020.....	92
13.	REFERENCIAS	93

1. RESUMEN EJECUTIVO

La presente tesis de valoración de empresa tiene como objetivo estimar el precio de la acción Embonor-B a través del método de flujo de caja descontado al 31 de marzo de 2020.

Para hacer esta estimación, se comenzará por comprender el negocio de la empresa, a qué se dedica la empresa, sus líneas de negocio y modelo de negocio, la industria en la que opera con el fin de determinar cuáles son las variables más relevantes en el resultado de la compañía. Luego se realizará un análisis de la situación financiera de la compañía, en donde se podrá evaluar la situación financiera actual de la empresa junto con sus principales fortalezas y debilidades.

Una vez recopilada la información del negocio de la empresa y su situación financiera se realiza la estimación de tasa de descuento o Costo de Capital Promedio Ponderado, que se utilizará para descontar los flujos estimados en base a una proyección de los estados financieros de la empresa.

Al descontar los flujos de la compañía se llegó a una valoración del patrimonio de la compañía de MUF 17.207, lo que se traduce en un precio de la acción de CLP 963, lo que se contrasta con un precio de la acción observado el 31 de marzo de 2020 de CLP 930.

Todo en un contexto de alta incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros debido a los recientes acontecimientos ocurridos en Chile a fines de 2019 en forma de disturbios sociales junto con el desarrollo de la pandemia COVID-19.

2. METODOLOGÍA

2.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.¹ Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. 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 comparables.² Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el 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.

2.2 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde: DPA, es el dividendo por acción; y K_p , es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde: DPA_1 , son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.3 Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración,

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36. 10

porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado "valor terminal" o "perpetuidad" (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento. A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382. 11

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “Costo de Capital Promedio Ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado). Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

2.4 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos.⁵

1. 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

2. 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)

3. Múltiplos de ventas:

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- Value / Sales

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m² construido en *retail*

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1 Descripción de la industria

La industria de bebidas refrescantes es una industria muy competitiva, con una constante creación de productos y envases. A nivel global, las compañías más relevantes son The Coca-Cola Company y Pepsi Co., las cuales distribuyen sus productos en todo el mundo a través de franquicias con embotelladores y distribuidores locales en cada territorio. Sus productos frecuentemente compiten con distintas marcas locales que si bien tienen un menor precio, son menos valoradas por los consumidores.

3.1.1 Industria en Chile

En Chile, la industria de bebidas refrescantes se divide principalmente en las siguientes categorías: Bebidas gaseosas, aguas y bebidas no gaseosas (jugos, néctar, energéticas, otras). Dentro de la categoría de gaseosas, destaca la marca Coca-Cola, con una fuerte posición de mercado y más de un 50% de las ventas.

En términos regulatorios, la principal norma que aplica a ciertos productos de las compañías en Chile es el impuesto adicional a las Bebidas Analcohólicas (IABA), con una tasa de 18% para productos “altos en azúcar”, según el Reglamento de la Ley 20.606 sobre Composición Nutricional de Alimentos y su Publicidad y de un 10% en aquellos que no alcancen tal límite. Además de la incorporación del etiquetado de ciertos productos como “altos en azúcar”.

Además las compañías están sujetas a la Ley de Responsabilidad Extendida del Productor, cuyo objetivo es disminuir la generación de residuos y fomentar el reciclaje y prácticas sustentables por parte de los productores.

Dentro de las principales tendencias en el país se ha observado un mayor crecimiento de las categorías de aguas y bebidas no carbonatadas, dado que los consumidores han mostrado un mayor interés en productos con menor azúcar y más naturales. Esto mismo ha provocado la baja en el consumo de bebidas carbonatadas con azúcar. También se observa un mayor crecimiento en bebidas funcionales, tales como energéticas, tés y cafés fríos.

Cuadro 1: Volumen Ventas Bebidas No Alcohólicas Per Cápita (Lt)

Año	Bebidas Carbonatadas	Néctares y Jugos	Aguas	Bebidas Funcionales
2015	126	23	35	4
2016	124	23	37	4
2017	121	24	39	5
2018	116	23	38	5
2019	116	22	40	5

Fuente: GlobalData, Quarterly Beverage Forecast.

Estos cambios han llevado a que actores de la industria aceleren el lanzamiento de productos dentro de las estas categorías.

3.1.2 Industria en Bolivia

La industria de bebidas refrescantes se divide principalmente en las siguientes categorías: Bebidas gaseosas, aguas y bebidas no gaseosas (jugos, néctar, energéticas,

otras. La compañía es líder en el segmento de bebidas gaseosas y aguas, con un market share al cierre de 2019 de 79% y 58% respectivamente.

En cuanto al marco regulatorio en Bolivia, las compañías están afectas a los impuestos económicos específicos de bebidas no alcohólicas, por un monto de 0.40 Bs (~USD\$ 0,06) por litro.

En los últimos años Bolivia ha destacado por la predominancia en el consumo de bebidas gaseosas, lo que ha impulsado el crecimiento de bebidas refrescantes y ha favorecido la introducción de nuevas categorías como bebidas para deportistas, aguas con sabor, bebidas energéticas etc.

Cuadro 2: Volumen Ventas Bebidas No Alcohólicas Per Cápita (Lt) Bolivia

Año	Bebidas Carbonatadas	Aguas
2018	100	21
2019	93	20

Fuente: GlobalData, Quarterly Beverage Forecast.

3.2 Descripción de la empresa y su historia

3.2.1 Descripción de la empresa

Coca-Cola Embonor S.A. es una sociedad anónima dedicada a la elaboración y producción de bebidas refrescantes en Chile y Bolivia, con la licencia de The Coca-Cola Company (TCCC).

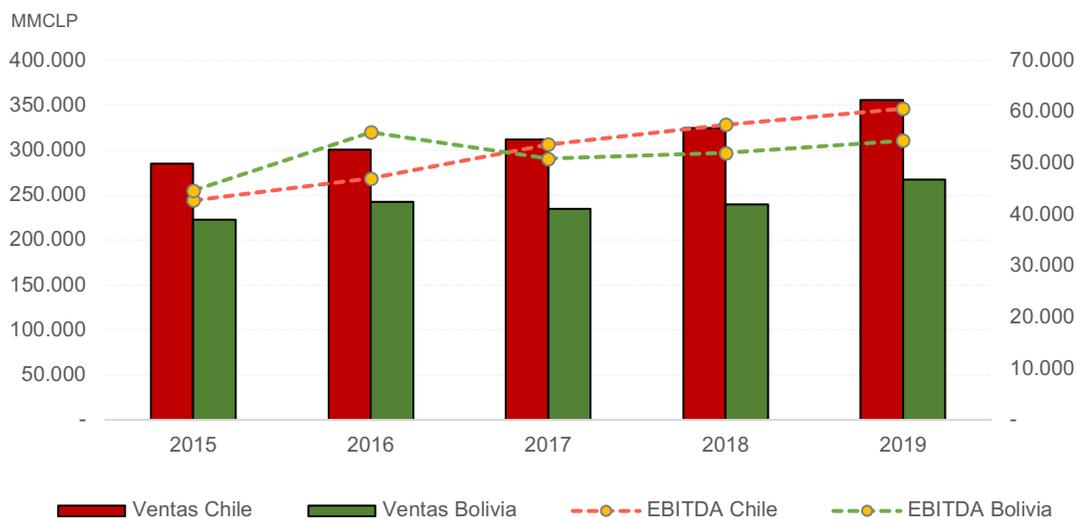
Cuadro 3: Descripción de la Empresa

Razón Social	Coca-Cola Embonor S.A.
RUT	93.281.000 - K
Nemotécnico	EMBONOR-B
Mercado en que Opera	Bolsa de comercio de Santiago
Industria	Industria Embotelladora
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

En Chile, Embonor posee la franquicia exclusiva de los productos TCCC en las regiones XV Región de Arica y Parinacota, I Región de Tarapacá, V Región de Valparaíso (a excepción de la provincia de San Antonio), VI Región del Libertador Bernardo O'Higgins a excepción de la provincia del Cachapoal, VII Región del Maule, VIII Región del Biobío, IX Región de la Araucanía, XIV Región de los Ríos y X Región de los Lagos, con 5 plantas embotelladoras y 23 centros de distribución a lo largo del País.

En Bolivia, por medio de su Filial Embol S.A. concentra un 97% de las ventas de productos Coca-Cola, cuenta con 4 plantas embotelladoras y 8 centros de distribución

En los últimos años el negocio en Chile ha representado aproximadamente un 57% de las ventas y un 50% del EBITDA, mientras que el negocio en Bolivia representa un 43% y 50% respectivamente, como se observa en el gráfico a continuación:



3.2.2 Reseña histórica

La compañía nace en 1962 con el nombre de Embotelladora Arica S.A.I.C con la licencia de TCCC para distribuir en Arica e Iquique.

En 1974 se lleva a cabo la inauguración de una nueva planta en Arica, en donde se quintuplica la capacidad de producción necesaria para poder abastecer la creciente demanda. El aumento de capacidad y los esfuerzos comerciales de la compañía convirtió la región en el principal consumidor de Coca-Cola en Chile. Luego en 1988 se inaugura una nueva planta en la Zona Franca de Iquique operada por la filial Embotelladora Iquique S.A.

En 1995 la Compañía comienza su expansión internacional mediante la compra de Embotelladoras Bolivianas Unidas (Embol), financiada con una colocación privada del 25% del patrimonio y una nueva emisión de deuda.

En el año 1996, se agregan a las operaciones de Santa Cruz, Sucre y Tarija, con lo que paso a abastecer el 97% de las bebidas Coca-Cola en Bolivia.

En 1997 la empresa realiza su apertura en bolsa, en la Bolsa de Comercio de Santiago.

En el año 1999 la Compañía adquiere las sociedades embotelladoras de Inchcape Plc. la cual contaba con un gran abanico de plantas tanto en Chile como en Perú, con todo la compañía pasa a distribuir el 35% de los productos con licencia TCCC en Chile y el 90% del mercado Peruano.

En el año 2000, Embotelladora Arica S.A. pasa a denominarse Coca-Cola Embonor S.A.

En 2004, con el fin de mejorar su estructura de Capital, Coca-Cola Embonor vende el 100% de su participación en el mercado peruano, por un monto de US\$ 132 millones, monto que utilizó para disminuir el nivel de deuda financiera, mejorar el nivel de solvencia y en consecuencia poder acceder a mejores condiciones de financiamiento.

Para el año 2006 se realiza la división de la sociedad Embonor Holdings S.A. en dos sociedades, la continuadora legal del mismo nombre Embonor Holdings S.A. y la nueva Nuevo Holding S.A., a continuación Coca-Cola Embonor S.A. absorbió Nuevo Holding S.A. al adquirir la participación de Embonor S.A., generándose la disolución de Nuevo Holding S.A.

En el mismo año, el sistema embotellador de TCCC en Chile (Sistema KO), compuesto por Embonor, Embotelladora Andina S.A. y Embotelladoras Coca-Cola Polar S.A., y con la participación de TCCC generaron un nuevo modelo de negocios para las categorías de aguas y bebidas no carbonatadas en Chile, en donde Embonor adquiere el 26,4% de

Vital Aguas S.A. y los derechos de producción de las marcas Kapo, Andifrut, Andina y Hi-C.

En 2007 Se incorpora al portafolio de la categoría aguas la marca Benedictino, mediante la adquisición conjunta de Embotelladora del Sur S.A. por parte de los embotelladores Coca-Cola Chile. Embonor alcanzo una propiedad del 27% con la transacción.

En 2009 se crea la filial Embonor Inversiones S.A. con el objeto de realizar nuevas inversiones tanto en Chile como en el exterior.

En 2011 se concreta la participación de Embonor en Vital Jugos S.A. mediante la adquisición del 28% de su capital accionario. En marzo de 2011 Coca-Cola Chile S.A. vende su 45,45% de participación EN Embonor, la que fue adquirida en parte por la familia Vicuña a través de Rentas LIBRA Holding Ltda. (hoy Libra Inversiones Ltda), el resto fue adquirido por 3 fondos de inversión privados administrados por Larraín Vial S.A.

En 2012 Embonor celebra 50 años de vida desde su creación en Arica. Se concreta la adquisición del 50% de las acciones de Envases CMF S.A. a la compañía Cristalerías de Chile S.A. A su vez, Embonor aumenta su participación en Vital Jugos S.A. y en Vital Aguas S.A. alcanzando un 35,0% y un 33,5% respectivamente. Adicionalmente la acción Serie B de Embonor cierra el año 2012 como el título con mayor rentabilidad del IPSA.

En el año 2013 Embonor adquiere el piso 4 del edificio El Golf 40 en las Condes, trasladando sus oficinas corporativas y vendiendo las antiguas en Apoquindo 3721.

Durante el mismo año, la Compañía adquiere 48.710 metros cuadrados colindantes con la Planta de Temuco, para realizar futuras expansiones en esa Planta, además adquiere 5.551 metros cuadrados colindantes a la Planta de Arica. Por el lado de Bolivia, Embol

adquiere un terreno de 28,5 hectáreas en Viacha, La Paz, y un lote de 5.441 metros cuadrados cerca de su Planta de Tarija.

En 2014 La sociedad concreta con éxito la colocación de bonos corporativos por un total de UF 3.000.000, dividida en 2 series, la serie C a un plazo de 5 años por UF 1.500.000 con una tasa cupón de UF + 2,20% en modalidad bullet. Y UF 1.500.000 en la serie F con un plazo de 21 años, con modalidad bullet a una tasa de UF + 3,44%.

Además adquiere dos lotes por un total de 6,5 hectáreas en Renca, Santiago y derechos de aprovechamiento de agua, con el objeto de soportar el crecimiento de la categoría no carbonatadas.

En 2015 la sociedad pone término a la operación de embotellado de la Planta de Talcahuano.

En 2016, debido al alto nivel de preferencia por parte de los consumidores y con el objeto de liderar la categoría jugos, aguas y otras bebidas no carbonatadas, se constituye la sociedad Coca-Cola Del Valle New Ventures S.A. en donde Coca-Cola Embonor S.A. participa a través de Embonor S.A. como accionista de la misma con un 15% de las acciones. Los otros accionistas son Coca-Cola de Chile S.A. con un 50% de las acciones y Embotelladora Andina S.A. con el 35% restante.

En 2017 se incorpora al portafolio de productos la marca AdeS, bebida en base a soya, fundada en Argentina y con gran presencia en Latinoamérica.

En el mismo año se da término a la operación de embotellado de la Planta de Iquique, que pasó a ser abastecida por la Planta de Arica.

En el año 2018 se lanza Coca-Cola sin azúcar, como parte de un plan de reducción de azúcar en el portafolio de bebestibles, además en conjunto con Coca-Cola de Chile S.A. y Embotelladora Andina S.A. firman un contrato de compra venta de la totalidad de las acciones de la sociedad comercializadora Novaverde S.A. que maneja la marca Guallarauco.

3.3 Principales Filiales y Regulación

3.3.1 Filiales en Chile

Embonor S.A: Su objeto social es prestar servicios de administración y manejo de transportes terrestres tanto a nivel nacional como internacional. Presta servicios de logística a Coca-Cola Embonor S.A. La matriz controla un 99,9% de la propiedad de la filial y representa un 7,35% del total de Activos de la matriz.

Embotelladora Iquique S.A: Su objeto social es la distribución y comercialización de bebidas, sobre su relación comercial con la matriz, Coca-Cola Embonor S.A. compra y vende bebidas no alcohólicas a Embotelladora Iquique S.A. La matriz controla un 99,9% de la propiedad de la filial y representa un 1,84% del total de Activos de la matriz.

Embonor Empaques S.A: Su objeto social es fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores, además de prestar servicios de embotellamiento. Adicionalmente Embonor Empaques S.A. le presta servicios de soplado de botellas a Coca-Cola Embonor S.A. La matriz controla un 99,9% de la propiedad de la filial y representa un 3,82% del total de Activos de la matriz.

Embonor Inversiones S.A: Su objeto social es invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general, para el ejercicio de 2019 no tuvo relación comercial con Coca-Cola Embonor S.A. La matriz controla un 99,9% de la propiedad de la filial y representa un 15,81% del total de Activos de la matriz.

Las filiales en Chile, están sujetas a las normas legales generales que regulan la actividad económica y empresarial en Chile, tales como Normativa Tributaria, Código Sanitario, Código del Trabajo, regulaciones a su carácter de sociedad anónima abierta, tales como la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas, Ley 18.045 sobre Mercado de Valores, y diversas normas administrativas dictadas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), en especial la Norma de Carácter General N° 30 y sus modificaciones.

3.3.2 Filiales en Bolivia

Inversora Los Andes S.A: Su objeto social es Desarrollar todas las actividades permitidas en la legislación boliviana como sociedad de inversiones. No tuvo relación comercial con la matriz durante el ejercicio de 2019. La matriz controla un 99,9% de la propiedad de la filial y representa un 15,8% del total de Activos de la matriz.

Embotelladoras Bolivianas Unidas (Embol) S.A: Su objeto social es la producción, embotellamiento y comercialización de refrescos y bebidas en general. Para el ejercicio de 2019 no tuvo relación comercial con Coca-Cola Embonor S.A. La matriz controla un 99,9% de la propiedad de la filial y representa un 15,74% del total de Activos de la matriz.

Las filiales bolivianas se encuentran sujetas a las regulaciones de la Ley General del Trabajo.

3.4 Principales Accionistas

Los 12 principales accionistas de Coca-Cola Embonor S.A. se muestran en el siguiente cuadro:

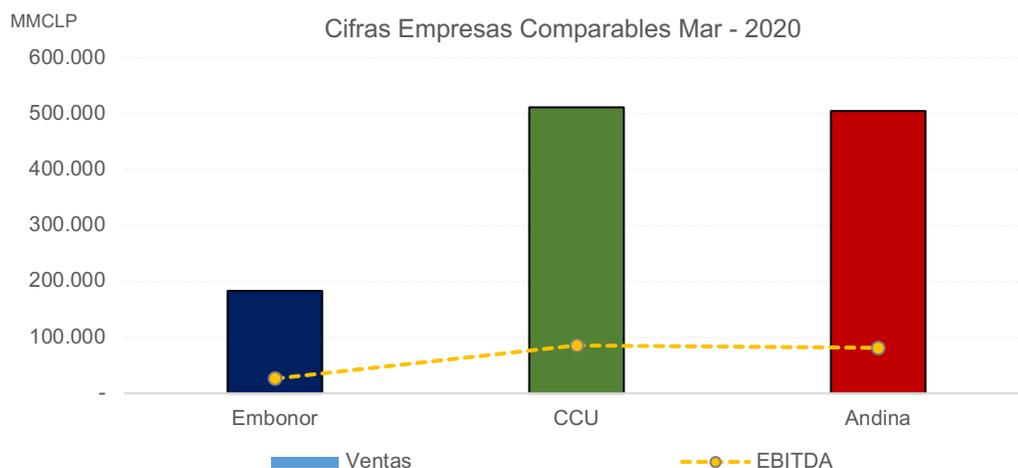
Cuadro 4: 12 Mayores accionistas de la empresa

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
LIBRA INVERSIONES LIMITADA	244.643.874	244.643.874	47,89%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	31.622.500	31.622.500	6,19%
RENTAS LATINSA LIMITADA	16.837.274	16.837.274	3,30%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	16.137.680	16.137.680	3,16%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	13.600.179	13.600.179	2,66%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	13.326.234	13.326.234	2,61%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	10.151.253	10.151.253	1,99%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION(CTA.NUEVA)	8.528.694	8.528.694	1,67%
INVERSIONES NILAHUE LIMITADA	7.700.970	7.700.970	1,51%
INV V Y S LTDA	7.325.467	7.325.467	1,43%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	7.090.191	7.090.191	1,39%
INV V Y T LTDA	6.612.441	6.612.441	1,29%

Fuente: CMF

3.5 Empresas de la industria

Los principales competidores de la compañía en Chile son Embotelladora Andina S.A. y Compañía de Cervecerías Unidas S.A.



3.5.1 Compañía de Cervecerías Unidas (CCU) S.A.

CCU es una empresa multicategoría de bebestibles, productora embotelladora y comercializadora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, tiene participación en el negocio de bebidas gaseosas, aguas, néctares, vino, pisco, cervezas, y otros.

La compañía tiene negocios en seis países: Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay.

Compite con Coca-Cola Embonor a través de su filial Embotelladoras Chilenas Unidas S.A. (ECUSA), a través de marcas franquiciadas, marcas propias y asociaciones con

terceros. Las principales marcas son: Pepsi, Seven Up, Bilz, Pap, Canada Dry, Kem Piña, Gatorade, Watt's, entre otras.

En general las marcas comercializadas por CCU son marcas muy reconocidas y cuentan con altos niveles de lealtad del consumidor.

Cuadro 5: Descripción CCU

Razón Social	Compañía de Cervecerías Unidas S.A.
RUT	90.413.000 - 1
Nemotécnico	CCU
Mercado en que Opera	Bolsa de Comercio de Santiago
Industria	Industria de Bebestibles
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

3.5.2 Embotelladora Andina S.A.

Embotelladora Andina S.A. junto con Coca-Cola Embonor S.A. es uno de los dos grupos embotelladores del Sistema Coca-Cola en Chile y representa cerca del 62% del volumen total vendido en 2019. Cuenta con la franquicia para producir y distribuir los productos Coca-Cola en algunos territorios de Chile, Brasil y Argentina, y todo el territorio en Paraguay.

Cuadro 6: Descripción Embotelladora Andina

Razón Social	Embotelladora Andina S.A.
RUT	91.144.000 - 8
Nemotécnico	ANDINA
Mercado en que Opera	Bolsa de Comercio de Santiago
Industria	Industria Embotelladora
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

4.1 Estado de situación financiera

A continuación se presenta el Estado de Situación Financiera de la empresa para el periodo de evaluación en miles de UF (MUF) y a continuación el mismo como porcentaje del total de activos.

Cuadro 7: Estado de situación financiera

Estado de Situación Financiera (MUF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
<u>Activos Corrientes</u>					
Efectivo y equivalentes	2.703	2.692	2.132	2.380	2.145
Otros activos financieros corrientes	51	46	-	-	-
Otros activos no financieros corrientes	41	41	53	112	128
Cuentas por cobrar corrientes	2.018	2.360	1.817	2.129	1.865
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	17	24	21	20	18
Inventarios neto	1.866	2.008	2.643	2.900	3.160
Activo por impuestos corrientes	2	204	186	180	29
Activos no corrientes mantenidos para la venta	131	129	126	129	121
Total Activos Corrientes	6.830	7.504	6.978	7.849	7.465
<u>Activos No Corrientes</u>					
Otros activos financieros no corrientes	26	34	44	-	-
Otros activos no financieros no corrientes	18	18	23	31	32
Cuentas por cobrar a relacionadas n.c.	2	-	25	19	19
Inversiones en asociadas	1.509	1.651	1.746	1.717	1.760
Plusvalía	5.483	5.391	5.241	5.103	5.052
Activos Intangibles	21	155	155	154	160
Inmovilizaciones Materiales (PPE)	10.356	10.602	12.450	14.189	14.879
Propiedades de inversión	38	37	36	50	49
Activo por derechos de uso	-	-	-	-	122
Activos por impuestos diferidos (neto)	1.577	1.459	1.283	1.224	1.223
Total Activos No Corrientes	19.031	19.348	21.005	22.488	23.298
Total Activos	25.861	26.852	27.983	30.337	30.763

<u>Pasivos Corrientes</u>					
Otros pasivos financieros corrientes	536	696	1.358	1.268	1.124
Otros pasivos no financieros corrientes	292	266	253	280	298
Cuentas por pagar comerciales	2.776	3.367	4.117	4.865	4.485
Cuentas por pagar entidades relacionadas	284	246	262	349	302
Otras provisiones corrientes	461	471	480	499	-
Pasivos por impuestos corrientes	74	40	14	34	1
Provisiones por beneficio a los empleados	199	184	186	215	232
Total Pasivos Corrientes	4.623	5.270	6.670	7.510	6.441
<u>Pasivos No Corrientes</u>					
Otros pasivos financieros no corrientes	7.288	7.681	6.967	8.254	8.583
Otros pasivos no financieros no corrientes	-	-	-	-	59
Provisiones por beneficios a los empleados	721	706	771	809	859
Total Pasivos No Corrientes	8.009	8.387	7.738	9.064	9.500
<u>Patrimonio</u>					
Capital Emitido	6.092	5.990	5.823	5.670	5.613
Utilidades Acumuladas	6.036	6.369	6.628	6.525	7.156
Otras reservas	1.101	834	1.123	1.568	2.052
Participaciones no controladoras	0	0	0	0	0
Total Patrimonio	13.229	13.194	13.575	13.764	14.822
Total Pasivos + Patrimonio	25.861	26.852	27.983	30.337	30.763

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

Cuadro 8: Estado de situación financiera como % del total de activos

Estado de Situación Financiera (Expresado como % de Activos)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes	10,45%	10,03%	7,62%	7,85%	6,97%
Otros activos financieros corrientes	0,20%	0,17%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros activos no financieros corrientes	0,16%	0,15%	0,19%	0,37%	0,42%
Cuentas por cobrar corrientes	7,80%	8,79%	6,49%	7,02%	6,06%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,07%	0,09%	0,07%	0,06%	0,06%
Inventarios neto	7,21%	7,48%	9,44%	9,56%	10,27%
Activo por impuestos corrientes	0,01%	0,76%	0,67%	0,59%	0,09%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,51%	0,48%	0,45%	0,43%	0,39%
Total Activos Corrientes	26,41%	27,95%	24,94%	25,87%	24,27%
Activos No Corrientes					
Otros activos financieros no corrientes	0,10%	0,13%	0,16%	0,00%	0,00%
Otros activos no financieros no corrientes	0,07%	0,07%	0,08%	0,10%	0,10%
Cuentas por cobrar a relacionadas n.c.	0,01%	0,00%	0,09%	0,06%	0,06%
Inversiones en asociadas	5,83%	6,15%	6,24%	5,66%	5,72%
Plusvalía	21,20%	20,08%	18,73%	16,82%	16,42%
Activos Intangibles	0,08%	0,58%	0,55%	0,51%	0,52%
Inmovilizaciones Materiales (PPE)	40,04%	39,48%	44,49%	46,77%	48,37%
Propiedades de inversión	0,15%	0,14%	0,13%	0,16%	0,16%
Activo por derechos de uso	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,40%
Activos por impuestos diferidos (neto)	6,10%	5,43%	4,59%	4,03%	3,98%
Total Activos No Corrientes	73,59%	72,05%	75,06%	74,13%	75,73%
Total Activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

<u>Pasivos Corrientes</u>					
Otros pasivos financieros corrientes	2,07%	2,59%	4,85%	4,18%	3,65%
Otros pasivos no financieros corrientes	1,13%	0,99%	0,91%	0,92%	0,97%
Cuentas por pagar comerciales	10,73%	12,54%	14,71%	16,04%	14,58%
Cuentas por pagar entidades relacionadas	1,10%	0,92%	0,93%	1,15%	0,98%
Otras provisiones corrientes	1,78%	1,75%	1,72%	1,64%	0,00%
Pasivos por impuestos corrientes	0,29%	0,15%	0,05%	0,11%	0,00%
Provisiones por beneficio a los empleados	0,77%	0,68%	0,66%	0,71%	0,75%
Total Pasivos Corrientes	17,88%	19,63%	23,84%	24,76%	20,94%
<u>Pasivos No Corrientes</u>					
Otros pasivos financieros no corrientes	28,18%	28,61%	24,90%	27,21%	27,90%
Otros pasivos no financieros no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,19%
Provisiones por beneficios a los empleados	2,79%	2,63%	2,76%	2,67%	2,79%
Total Pasivos No Corrientes	30,97%	31,24%	27,65%	29,88%	30,88%
<u>Patrimonio</u>					
Capital Emitido	23,56%	22,31%	20,81%	18,69%	18,25%
Utilidades Acumuladas	23,34%	23,72%	23,69%	21,51%	23,26%
Otras reservas	4,26%	3,11%	4,01%	5,17%	6,67%
Participaciones no controladoras	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total Patrimonio	51,16%	49,14%	48,51%	45,37%	48,18%
Total Pasivos + Patrimonio	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

4.1.1 Análisis de Activos

Al analizar el estado de situación financiera, se puede observar que Embonor ha mantenido una estructura de activos estable en el tiempo, en donde el activo corriente representa aproximadamente un 25% del total de activos y el no corriente el 75% restante.

Dentro del activo corriente se observa que las partidas más relevantes son el Efectivo, las cuentas por cobrar a clientes y los inventarios. Al analizar la evolución de estas

partidas entre diciembre 2019 y marzo 2020 se observa una disminución el nivel de efectivo de -9,88% una disminución en las cuentas por cobrar corrientes de un -12,43% que en parte se explica por un aumento en las provisiones de incobrabilidad a causa del deterioro en los vencimientos de las cuentas, un aumento del inventario neto de 8,98% que se explica por un aumento en el inventario de productos terminados y una disminución en la provisión de deterioro.

En el activo no corriente podemos identificar las inversiones en asociadas, la plusvalía y las inmobilizaciones materiales (PPE). En cuanto a su evolución se puede que entre diciembre 2019 y marzo 2020 las inversiones en asociadas aumentaron en 2,53%, la plusvalía disminuyó en un -1,01% y las Inmobilizaciones materiales aumentaron en un 4,86%, esto último explicado por un aumento en terrenos, plantas y equipos y otros.

4.1.2 Análisis de Pasivos y Patrimonio

En cuanto a los Pasivos, podemos observar que los pasivos corrientes representan cerca del 20% del total de activos, y los no corrientes un 30%, esta estructura se ha mantenido estable en el periodo.

Las principales cuentas del pasivo corriente corresponden a otros pasivos financieros corrientes que incluyen la porción corriente de bonos, deuda bancaria y leasing. Entre diciembre 2019 y marzo 2020 se observa una disminución de un -11,39% explicada por el vencimiento de créditos bancarios en Chile.

Otro pasivo corriente relevante son las cuentas por pagar comerciales, que entre diciembre 2019 y marzo 2020 tuvieron una caída de un -7,81%.

El principal pasivo no corriente corresponde a otros pasivos financieros no corrientes, en donde se encuentra la porción de largo plazo de la deuda financiera. Entre diciembre 2019 y marzo 2020 esta cuenta tuvo un aumento de 3,98% a causa de mayores créditos bancarios en Bolivia.

Finalmente en lo que respecta al Patrimonio, se identifica como cuenta más relevante las utilidades acumuladas, que representan cerca de un 23% del total de activos.

4.2 Estado de Resultados Integrales

A continuación se presenta el Estado de Resultados Integrales de la empresa para el periodo de evaluación en miles de UF (MUF) y a continuación el mismo como porcentaje del total de ingresos.

Cuadro 9: Estado de Resultados Integrales

Estado de Resultados Integrales (MUF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Ingresos de actividades ordinarias	20.630	20.412	20.474	22.040	6.401
Costos de ventas	(11.712)	(11.900)	(11.780)	(12.583)	(3.564)
Ganancia Bruta	8.918	8.512	8.694	9.457	2.837
Otros ingresos por función	17	16	7	18	6
Costos de distribución	(4.947)	(4.716)	(5.045)	(5.475)	(1.589)
Gastos de administración	(1.202)	(1.138)	(1.136)	(1.291)	(330)
Otras (pérdidas) ganancias	(15)	18	36	(29)	(5)
Ganancias de actividades operacionales	2.771	2.692	2.556	2.680	919
Ingresos financieros	19	27	39	31	8
Costos financieros	(455)	(418)	(401)	(471)	(139)
Participación en asociadas	84	60	32	58	60
Diferencias de cambio	60	(17)	76	(4)	(39)
Resultados por unidades de reajuste	(88)	(51)	(84)	(25)	(14)
Ganancia antes de impuesto	2.391	2.293	2.217	2.269	794
Gasto por impuesto a las ganancias	(854)	(722)	(616)	(606)	(138)
Ganancia (pérdida)	1.537	1.571	1.601	1.663	656

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

Cuadro 10: Estado de Resultados Integrales como % de las ventas

Estado de Resultados Integrales (MUF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de ventas	-56,77%	-58,30%	-57,54%	-57,09%	-55,68%
Ganancia Bruta	43,23%	41,70%	42,46%	42,91%	44,32%
Otros ingresos por función	0,08%	0,08%	0,04%	0,08%	0,09%
Costos de distribución	-23,98%	-23,11%	-24,64%	-24,84%	-24,82%
Gastos de administración	-5,83%	-5,57%	-5,55%	-5,86%	-5,16%
Otras (pérdidas) ganancias	-0,07%	0,09%	0,18%	-0,13%	-0,07%
Ganancias de actividades operacionales	13,43%	13,19%	12,48%	12,16%	14,36%
Ingresos financieros	0,09%	0,13%	0,19%	0,14%	0,12%
Costos financieros	-2,20%	-2,05%	-1,96%	-2,14%	-2,18%
Participación en asociadas	0,41%	0,30%	0,16%	0,26%	0,94%
Diferencias de cambio	0,29%	-0,09%	0,37%	-0,02%	-0,61%
Resultados por unidades de reajuste	-0,43%	-0,25%	-0,41%	-0,11%	-0,22%
Ganancia antes de impuesto	11,59%	11,23%	10,83%	10,29%	12,40%
Gasto por impuesto a las ganancias	-4,14%	-3,54%	-3,01%	-2,75%	-2,15%
Ganancia (pérdida)	7,45%	7,69%	7,82%	7,54%	10,25%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

4.2.1 Análisis de desempeño de la empresa

Al analizar los E.E.R.R de la compañía podemos observar que los elementos más importantes en el resultado son los costos de ventas, los costos de distribución, gastos de administración y costos financieros.

Una manera eficaz de analizar el desempeño y rentabilidad de la empresa es mediante el uso de los indicadores grado de apalancamiento operativo (GAO), grado de apalancamiento financiero (GAF) y grado de apalancamiento total (GAT)⁶.

Cuadro 11: Indicadores de desempeño

Indicadores de Desempeño	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
GAO	3,22x	3,16x	3,40x	3,53x	3,09x
GAF	1,16x	1,17x	1,15x	1,18x	1,16x
GAT	3,73x	3,71x	3,92x	4,17x	3,57x

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

Como se observa en el cuadro anterior, Embonor posee un grado de apalancamiento operativo alto en comparación a su apalancamiento financiero, es decir que tiene una alta capacidad para explotar los costos de operación con aumentos en el nivel de ventas.

En cuanto al apalancamiento financiero, se ve que Embonor no depende excesivamente de su costo financiero para financiar la operación, lo cual disminuye el riesgo de liquidez, pero podría limitar la potencial rentabilidad.

4.2.2 Análisis dinámico del Estado de Resultados

Como se puede observar, desde 2018 Embonor ha tenido crecimiento en ventas, de la mano de un menor crecimiento en el costo de operación. Al comparar el periodo de marzo 2019 con marzo 2020, observamos un incremento de la ganancia bruta de 12,9%.

El crecimiento en ventas se vio acompañado de un mayor gasto de distribución, el cual aumentó entre marzo 2019 y marzo 2020 en un 13,5%, mayor al crecimiento de ingresos

⁶ Maquieira Carlos, Espinosa Christian. "Valoración de Empresas Aplicada. Primera Edición (2019), p. 49.

de 10,8% observado a la fecha. A pesar de lo anterior. El resultado operacional aumentó en un 12,2% en ese período.

En los últimos años se observa un crecimiento importante en los costos financieros con un aumento de 20,4% entre marzo de 2019 y marzo de 2020, lo que tiene un impacto en la ganancia antes de impuesto que crece en un 9,0% en el mismo período.

Finalmente podemos ver que Embonor ha aumentado su resultado neto consistentemente desde 2016 a marzo de 2020 en donde tuvo un aumento de 9,1% con respecto a marzo del año anterior.

4.3 Estado de Flujos de Efectivo

A continuación se presenta el Estado de Flujos de Efectivo de la empresa para el periodo de evaluación en miles de UF (MUF) y a continuación el mismo como porcentaje del total de ingresos.

Cuadro 12: Estado de Flujo de Efectivo

Estado de Flujo de Efectivo (MUF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
<u>Actividades de la operación</u>					
Cobros venta de bienes y servicios	24.854	26.579	26.720	28.157	8.659
Pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios	(15.798)	(16.560)	(16.774)	(17.672)	(6.006)
Pagos a y por cuenta de empleados	(2.393)	(2.466)	(2.545)	(2.694)	(700)
Otros pagos por actividades de operación	(2.709)	(3.705)	(3.527)	(3.738)	(1.293)
Pagos primas derivadas de pólizas suscritas	(12)	(12)	(12)	(14)	(1)
Impuestos a las ganancias pagados	(355)	(515)	(385)	(425)	(71)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(4)	(1)	1	28	(1)
Flujos de efectivo procedentes de actividades de operación	3.585	3.321	3.478	3.640	588
<u>Actividades de inversión</u>					
Flujo de efectivo para la compra de participaciones no controladoras	(60)	(163)	(243)	-	-
Préstamos a EERR	-	-	(31)	-	-
Importe procedente de la venta de PPE	17	26	1	3	-
Compras de PPE	(2.135)	(2.337)	(1.831)	(2.447)	(530)
Compras de activos intangibles	-	(135)	(0)	(0)	-
Intereses recibidos	7	6	2	-	-
Dividendos Recibidos	28	57	96	31	-
Flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión	(2.143)	(2.545)	(2.006)	(2.412)	(530)
<u>Actividades de financiación</u>					
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	-	-	-	212	-
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	1.079	1.182	884	1.862	-
Pagos de préstamos	(1.126)	(265)	(1.469)	(1.017)	(359)
Dividendos pagados	(966)	(1.118)	(1.123)	(1.587)	-
Pagos de pasivos de arrendamientos	-	-	(90)	(89)	(49)
Intereses pagados	(409)	(356)	(407)	(400)	(156)
Otras entradas de efectivo, neto	-	(12)	49	52	-
Flujos de Efectivo utilizados en actividades de financiación	(1.422)	(570)	(2.155)	(969)	(564)

<u>Efectos de la variación en la TC sobre el efectivo e equivalentes</u>					
Efectos de cambios en la tasa de cambio sobre efectivo y equivalentes	(121)	(171)	199	45	294
Incremento (disminución) neto del efectivo y equivalentes	(101)	34	(485)	304	(211)
Efectivo y equivalentes al principio del período	2.804	2.658	2.617	2.076	2.356
Efectivo y equivalentes al final del período	2.703	2.692	2.132	2.380	2.145

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

En el Estado de Flujo de Efectivo podemos identificar los flujos más importantes, en el flujo de actividades de operación corresponden a los cobros por venta de bienes y servicios y los pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios. Los dos flujos han tenido crecimiento en el periodo evaluado, con un crecimiento a marzo de 13,59% en los cobros por venta de bienes y servicios y un crecimiento de 21,42% en los pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios.

En flujo de efectivo de actividades de inversión se identifica como línea más importante la compra de PPE, la cual se ha mantenido estable en el periodo evaluado.

En el flujo de actividades de financiación, las cuentas más relevantes son los importes precedentes de préstamos de largo plazo, el pago de préstamos, dividendos pagados e intereses pagados. En los últimos años los importes procedentes de préstamos de largo plazo han sido estables y pago de préstamos no ha tenido aumentos relevantes a excepción del periodo 2018, en donde se observa un menor desembolso y mayor pago. El pago de dividendos ha sostenido un crecimiento constante, y los intereses pagados se han mantenido estables.

Finalmente podemos ver que el efectivo al final del periodo se mantiene en un nivel estable, en donde se observa una baja de -11,54% entre marzo 2019 y marzo 2020 explicado por menores desembolsos de deuda.

4.4 Ratios Financieros

A continuación se presentan los principales ratios financieros de liquidez, endeudamiento y rentabilidad para el periodo de evaluación.

Cuadro 13: Ratios Financieros

Ratios Financieros	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
<u>Ratios de Liquidez</u>					
Razón Corriente	1,48x	1,42x	1,05x	1,05x	1,16x
Prueba ácida	1,07x	1,04x	0,65x	0,66x	0,67x
<u>Ratios de endeudamiento</u>					
Ratio Deuda Activos	48,84%	50,86%	51,49%	54,63%	51,82%
Cobertura de Intereses	6,10x	6,45x	6,38x	5,69x	6,59x
<u>Ratios de rentabilidad</u>					
Margen Bruto	43,23%	41,70%	42,46%	42,91%	44,32%
Margen Operacional	13,43%	13,19%	12,48%	12,16%	14,36%
Margen Neto	7,45%	7,69%	7,82%	7,54%	10,25%
ROA	5,94%	5,85%	5,72%	5,48%	2,13%
ROE	11,62%	11,90%	11,80%	12,08%	4,43%
Utilidad por Acción (CLP)	79	82	86	92	37
<u>Ratios de Actividad</u>					
Rotación de Inventario	6,28x	5,93x	4,46x	4,34x	1,13x
Edad Promedio de Inventario	57	61	81	83	319
Rotación Cuentas por Cobrar	10,22x	8,65x	11,27x	10,35x	3,43x
Periodo Promedio de Cobranza	35	42	32	35	105

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

4.4.1 Ratios de Liquidez

Para evaluar la liquidez de la compañía, se calculó la razón corriente y la prueba ácida, al analizar la razón corriente se puede ver que Embonor alcanza un nivel suficiente de liquidez, al tener el ratio mayor a 1, lo que indica que puede hacer frente a sus obligaciones de largo plazo. Por otro lado, al quitar los inventarios tenemos la prueba

ácida que si bien llega a niveles menores a 1 en los últimos años, es menos relevante en este caso debido a que el inventario es líquido.

4.4.2 Ratios de Endeudamiento

Al evaluar el endeudamiento nos enfocamos primero en el ratio Deuda Activos que mide la proporción total de los activos que financian la empresa, en este caso se observa una estructura equilibrada con valores cercanos al 50%.

En el caso de la cobertura de intereses observamos valores mayores a 6,0x lo que demuestra una alta capacidad de la compañía para cubrir sus intereses, dado que el valor mínimo que debe tener es 3,0x y se recomienda un valor de 5,0x⁷.

4.4.3 Ratios de Rentabilidad

Embonor presenta margen de utilidad bruta, operacional y neta promedio de 43%, 13% y 8% respectivamente, se puede apreciar que estos valores se han mantenido estables en el tiempo.

En cuanto al ROA y ROE, vemos que se han mantenido en el orden de 6,0 y 12,0% respectivamente en los últimos años, mientras que la utilidad por acción ha ido aumentando con el tiempo.

Para definir si la rentabilidad de Embonor es alta o no, es necesario compararla con la rentabilidad de la industria, en este caso sus competidores más cercanos Embotelladora Andina y CCU. De acuerdo a datos de ICR Chile⁸, Embotelladora Andina ha mantenido

⁷ Maquieira Carlos, Espinosa Christian. "Valoración de Empresas Aplicada. Primera Edición (2019), p. 63.

⁸ ICR Chile, p11, <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/embotelladora-andina-s-a-2/informes-16/3887-embotelladora-andina-resena-anual-de-clasificacion/file>

en promedio un ROA cercano a 5,0%, y un ROE del orden de 8,0%, mientras que CCU⁹ ha tenido ROA promedio de 10% y ROE de 16%, lo que nos da un promedio de la industria de ROA 7,5% y ROE de 12,0%. Luego al comparar los ratios de Embonor con la industria, tenemos que la compañía tiene una rentabilidad cercana al promedio de la industria.

4.4.4 Ratios de Actividad

Por último se analizaron los ratios de actividad de Embonor, en donde observamos que en los últimos años ha habido un deterioro en la rotación de inventarios y de la edad promedio de inventario, pasando de 6,28x en diciembre de 2016 a 4,34x en diciembre de 2019 para el primer indicador, y la edad aumentando desde 57 días a 83 días en el mismo período.

En cuanto a la rotación de cuentas por cobrar y el período promedio de cobro vemos que los ratios se han mantenido constantes en valores cercanos a 10x y 36 días.

Según información de investing.com, Embotelladora andina¹⁰ mantiene una rotación de inventario de 7,4x y de cuentas por cobrar de 15,5x, y CCU¹¹ de 3,7x y 8,7x. Al comparar los ratios de la industria con los de Embonor, podemos ver que la compañía se encuentra muy cercana al promedio de la industria de 5,6x en rotación de inventario y levemente bajo el promedio de 12,1x en rotación de cuentas por cobrar, por lo que el nivel de actividad de Embonor es adecuado.

⁹ ICR Chile, p 11, <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/3891-compania-cervecerias-unidas-resena-anual-de-clasificacion/file>

¹⁰ <https://es.investing.com/equities/embotelladora-andina-a-ratios>

¹¹ <https://es.investing.com/equities/compania-cervecerias-unidas-sa-ratios>

5. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 Deuda Financiera

A continuación se presenta un resumen de la deuda financiera de Coca-Cola Embonor S.A. para el período evaluado:

Cuadro 14: Otros Pasivos Financieros

Deuda Financiera (MUF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Otros Pasivos Financieros CP	536	696	1.276	1.268	1.053
Otros Pasivos Financieros LP	7.288	7.681	6.830	8.254	8.583
Total Deuda Financiera	7.824	8.377	8.106	9.522	9.637

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

Cuadro 15: Deuda Financiera

Deuda Financiera (MUF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
<u>Deuda Financiera Corriente</u>					
Bonos cp	70	72	566	64	51
Crédito cp Bolivia	149	134	147	155	177
Crédito cp Chile	-	-	-	212	-
Crédito lp Chile, porción cp	15	28	30	43	26
Crédito lp Bolivia, porción cp	277	458	529	706	800
Leasing cp Chile	-	-	33	35	-
Leasing cp Bolivia	-	-	48	53	-
Total Deuda Financiera Corriente	510	692	1.354	1.268	1.053
<u>Deuda Financiera No Corriente</u>					
Bonos lp	3.098	3.061	1.521	1.479	1.457
Créditos Chile	1.361	1.340	1.797	2.234	2.212
Créditos Bolivia	2.828	3.280	3.511	4.488	4.915
Leasing lp Chile	-	-	35	-	-
Leasing lp Bolivia	-	-	102	54	-
Total Deuda Financiera No Corriente	7.288	7.681	6.967	8.254	8.583
Total Deuda Financiera	7.798	8.373	8.320	9.522	9.637

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

En los estados financieros de la compañía la deuda financiera se encuentra en el ítem otros pasivos financieros corrientes y otros pasivos no corrientes, ambos están compuestos por las cuentas de Obligaciones con el Público (Bonos), Créditos Bancarios, Pasivos por derecho de uso (Leasing).

Como se observa en el cuadro resumen la deuda financiera se ha mantenido un crecimiento estable a excepción del año 2019 en donde hubo un aumento cercano a un 14%. La deuda financiera es predominantemente deuda de largo plazo con un componente cercano al 90%.

5.1.1 Deuda Bancaria

Los créditos en Chile representan aproximadamente un 28% de la deuda bancaria de la compañía, con tasas entre 4,88% y 5,38% y vencimientos desde 2022 a 2025. Por el lado de Bolivia, estos créditos concentran el 72% de la deuda bancaria de Embonor, con tasas desde 4,5% hasta 5,0% y vencimientos desde 2020 a 2029. A continuación se muestra un cuadro que describe las principales características de la deuda bancaria de la compañía:

Cuadro 16: Descripción Deuda Bancaria

Descripción Deuda Bancaria	Saldo (MUF)	Interés	Vencimiento
<u>Créditos en Chile</u>			
Banco BCI	1.267	4,88%	2022
Banco BCI	482	5,38%	2025
Banco Scotiabank	489	5,25%	2024
Total Chile	2.238	-	-
<u>Créditos en Bolivia</u>			
Banco de la unión	177	4,50%	2020
Banco de la unión	226	4,50%	2025
Banco de la unión	337	4,50%	2027
Banco de la unión	286	4,70%	2029
Banco Crédito	102	4,50%	2021
Banco Crédito	126	4,50%	2025
Banco Crédito	155	4,50%	2025
Banco Crédito	52	4,50%	2026
Banco Crédito	37	4,50%	2026
Banco Crédito	296	4,50%	2027
Banco Crédito	148	4,50%	2028
Banco Crédito	178	4,50%	2028
Banco Crédito	247	4,75%	2029
Banco Mercantil	64	4,70%	2022
Banco Mercantil	120	4,70%	2022
Banco Mercantil	25	4,70%	2022
Banco Mercantil	339	4,70%	2025
Banco Mercantil	254	4,50%	2027
Banco Mercantil	354	5,00%	2029
Banco Nacional	82	4,50%	2021
Banco Nacional	367	4,50%	2026
Banco Nacional	151	4,50%	2029
Banco Nacional	304	4,80%	2030
Banco Económico	377	4,75%	2025
Banco Económico	30	4,75%	2026
Banco Económico	96	4,75%	2027
Banco Ganadero	226	4,90%	2026
Banco Ganadero	281	4,38%	2027
Banco Ganadero	152	5,00%	2029
Banco FIE	301	5,00%	2029
Total Bolivia	5.891	-	-

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF
Consolidados

5.1.2 Bonos

A continuación se presentan las principales características de los bonos vigentes de Coca-Cola Embonor S.A. a la fecha:

Cuadro 17: Descripción Bonos

Antecedentes	
Bono	Bono UF Serie F
Nemotécnico	BKOEM-F
Valor Nominal (UF)	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	41
Período de gracia	N/A
Motivo de la emisión	Refinanciación otros pasivos financieros
Clasificación de riesgo	Feller Rate AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,44%
Valor de mercado	precio: 109,5, última transacción 30/03/2020

Fuente: Elaboración Propia a partir de información de Prospectos de bonos, Estados financieros y RiskAmérica

5.2 Patrimonio Económico

El patrimonio económico fue determinado mediante el número total de acciones suscritas y pagadas y el precio de la acción.

Cuadro 18: Patrimonio Económico

Patrimonio Económico	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20
Serie A suscritas y pagadas	244.420.704	244.420.704	244.420.704	244.420.704	244.420.704
Serie B suscritas y pagadas	266.432.526	266.432.526	266.432.526	266.432.526	266.432.526
Total suscritas y pagadas	510.853.230	510.853.230	510.853.230	510.853.230	510.853.230
Precio de la acción (CLP)	1.175	1.543	1.587	1.320	930
Patrimonio Económico (MCLP)	600.426.235	788.282.294	810.514.626	674.326.264	475.093.504
Patrimonio Económico (MUF)	22.788	29.416	29.403	23.819	16.613

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A. y precios Yahoo Finance.

Coca-Cola Embonor tiene dos series de acciones, Serie-A y Serie-B, esta última representando un 52% de las acciones y mayor presencia bursátil en la Bolsa de Comercio de Santiago, por lo que se tomó como precio de referencia para el cálculo del Patrimonio Económico el de esta clase.

Como se observa en el cuadro, el patrimonio económico se ha mantenido estable a través de los años a excepción del período de diciembre 2019 y marzo 2020, en donde hubo una caída de un -19% y -30% respectivamente en su valor, que se explica por las menores perspectivas de crecimiento a nivel mundial dada la “Crisis Social” en Chile y la pandemia mundial del COVID – 19.

5.3 Estructura de Capital Objetivo

A partir de la estructura de Deuda Financiera y Patrimonio Económico, en el periodo diciembre 2016 a marzo 2020 se obtiene la estructura de capital como un promedio simple entre ellos:

Cuadro 19: Estructura de Capital Objetivo

Estructura de Capital Objetivo %	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-20	Objetivo
B/V	25,49%	22,16%	22,06%	28,56%	36,71%	27,00%
P/V	74,51%	77,84%	77,94%	71,44%	63,29%	73,00%
B/P	34,22%	28,47%	28,30%	39,98%	58,01%	37,79%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Estados Financieros de Coca-Cola Embonor S.A.

En el resumen anterior se puede observar que en los últimos dos años la estructura de capital de Embonor ha sufrido una gran alteración a causa de tanto el efecto de la “Crisis Social” en Chile en 2019 y luego la pandemia mundial del COVID -19, las cuales afectaron el precio de la acción y por ende el patrimonio económico.

6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

6.1 Costo de la Deuda

Para el estimar el costo de la deuda se consideró el Bono de mayor Duration de la compañía, que como se mencionó en la sección 4.1.1 corresponde al bono BKOEM-F, con vencimiento en septiembre del 2035. Según datos de Riskamerica, al 30 de marzo del 2020 la tasa YTM del bono es de UF + 2,48%.

6.2 Beta de la Deuda

Para estimar el beta de la deuda utilizamos el método CAPM, a través de la siguiente fórmula:

$$K_b = R_f + PRM \times B_d$$

En donde:

R_f : Tasa de interés libre de riesgo, en este caso corresponde a la tasa del bono BCU UF a 20 años la cual fue estimada a partir de la tasa promedio de los últimos 18 meses (sept 2018 a marzo 2020), La tasa resultante es de UF + 1,27%. Se utilizó el promedio de los últimos 18 meses porque actualmente se espera que las tasas aumenten en el futuro.¹²

PRM: Premio por riesgo de mercado, obtenido a través de Damodaran de 6,98%.

Con todo se obtiene que $B_d = 0,173$.

¹² Maquieira Carlos, Espinosa Christian. "Valoración de Empresas Aplicada". Primera Edición (2019), p. 148.

6.3 Estimación del Beta Patrimonial

Para obtener el beta patrimonial se utilizó el modelo de mercado ($R_{t,i} = \alpha + \beta \times R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$), para esto se obtuvieron los precios semanales de Embonor-B y el índice de mercado IGPA desde abril del 2015 a marzo de 2020, luego se calcularon los retornos semanales para la acción y el índice, y utilizando 2 años de retornos semanales se estimó el beta de la acción, como se muestra a continuación:

Cuadro 20: Estimación del Beta de la acción

Estructura de Capital Objetivo %	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20
Beta de la acción	0,81	0,59	0,60	0,65
P-value	0,02%	0,05%	0,00%	0,00%
N° Observaciones	104	104	105	105
R2	12,02%	10,51%	14,80%	39,99%
Presencia Bursátil	91,11%	91,11%	76,10%	86,11%

Fuente: Elaboración Propia

Del cuadro se desprende que el Beta de la acción ($\beta_p^{(C/D)}$) para marzo es de 0,65, el que fue calculado utilizando los retornos semanales de Embonor-B y el índice IGPA, para el periodo de abril 2018 a marzo 2020. El valor es estadísticamente significativo ya que la regresión cuenta con un p-value de 0,00% Una vez obtenido el Beta, hacemos el ajuste propuesto por Blume (1975) y con los ponderadores estimados por Bloomberg-, esto se muestra a continuación:

$$\beta_{ajusta\ do} = \frac{2}{3}\beta_{regresi\ on} + \frac{1}{3}$$

$$0,766 = 0,67 * \beta_p^{c/d} + 0,33$$

Con todo el $\beta_p^{(C/D)}$ ajustado es igual a 0,766.

6.4 Beta Patrimonial Sin Deuda

Una vez estimado el Beta patrimonial con deuda, se procede a calcular el Beta Patrimonial sin deuda, al desapalancar el Beta de la acción, mediante el modelo de Rubinstein (1973).

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

En donde se tiene:

$\beta_p^{C/D} = 0,766$ estimado en la sección 5.3

$T_c = 27\%$, que corresponde a la tasa promedio entre Chile y Bolivia

$B/P = 37,85\%$ estimado a partir de la estructura de capital de los periodos 2018, 2019 y 2020

$\beta_d = 0,173$ estimado en la sección 5.2

Despejando la fórmula de Rubinstein llegamos a lo siguiente:

$$0,766 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 27\%) * 0,3785] - (1 - 27\%) * 0,173 * 0,3785$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,637$$

6.5 Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo

Ahora para estimar el beta con estructura objetivo utilizamos el modelo de Rubinstein (1973) pero agregando la estructura de Capital objetivo estimada en el punto 4.3 en donde $B/P = 37,79\%$.

Con todo al despejar el Beta con capital objetivo nos queda lo siguiente:

$$\beta_p^{c/d} = 0,637 * [1 + (1 - 27\%) * 0,3779] - (1 - 27\%) * 0,173 * 0,3779$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,765$$

6.6 Costo Patrimonial

Una vez obtenido el Beta patrimonial con la estructura de capital objetivo, utilizamos CAPM para calcular el retorno exigido por el patrimonio, de la siguiente forma:

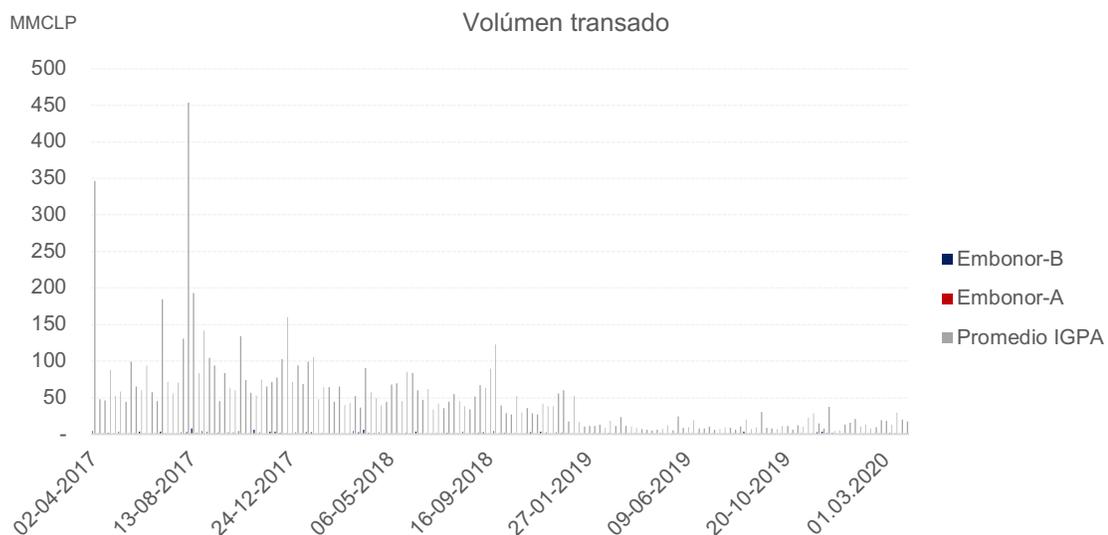
$$K_p = R_f + PRM \times \beta_p^{c/d}$$

$$K_p = 1,27\% + 6,98\% \times 0,765$$

$$K_p = 6,62\%$$

6.7 Premio por Illiquidez

Tanto la evidencia empírica como la teoría económica sugieren que un activo ilíquido, debería tener un precio menor a un activo similar con un mayor nivel de liquidez. En el caso de la acción Embonor-B durante el período marzo 2017 a marzo 2020, nos encontramos con un bajo nivel de liquidez en términos de volúmenes transados en comparación al promedio de mercado como se evidencia a continuación:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.com

Cuadro 21: Liquidez de Embonor-B

Volúmen (CLP)	IGPA	EMBONOR-B	EMBONOR-A
Promedio volúmen	46.598.616	1.236.730	26.368
Mediana volúmen	2.128.709	660.084	-

Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Investing.com

Con esto en cuenta y considerando que el volumen promedio de la serie A es extremadamente ilíquido en comparación al mercado, se ha decidido agregar un premio por liquidez de 0,23% mensual a la tasa de costo de capital, lo que se traduce en un premio por liquidez anual de 2,80%¹³.

A continuación se muestra el ajuste realizado a la tasa de descuento:

¹³Amihud et al. (2015). "The Illiquidity Premium: International Evidence". (2015), p. 36.

$$K'_p = 6,62\% + 2,80\%$$

$$K'_p = 9,41\%$$

Con todo, la tasa final de costo del patrimonio a utilizar es de 9,41%.

6.8 Costo de Capital

Por último utilizamos nuestras estimaciones de costo de patrimonio y costo de la deuda para estimar el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de la siguiente manera:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 9,41\% * 73,00\% + 2,48\% * (1 - 27\%) * 27,00\%$$

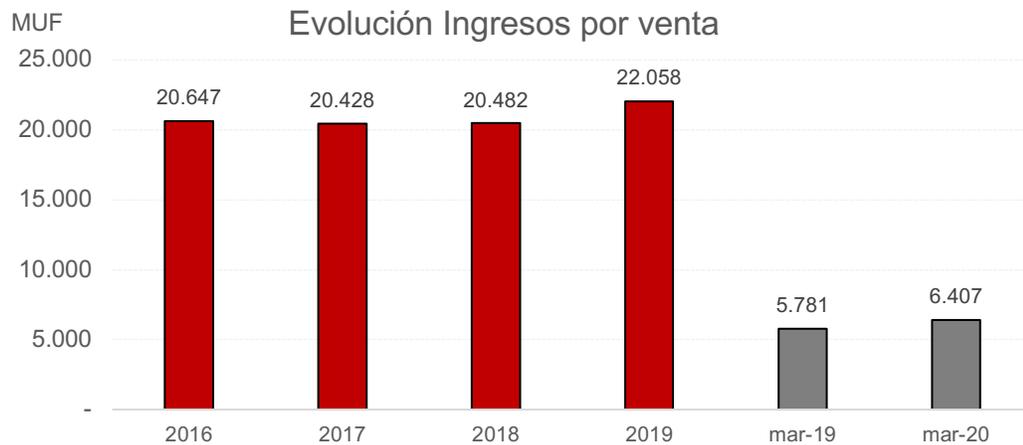
$$K_0 = 7,36\%$$

Por lo tanto nuestra tasa de costo de capital será de 7,36%.

7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO Y LA INDUSTRIA

7.1 Análisis de crecimiento de la empresa

A continuación se muestra la evolución de los ingresos por venta de Embonor S.A.



Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF consolidados.

Como se observa en el gráfico, desde el 2017 en adelante Embonor muestra un crecimiento constante, incluyendo un aumento de casi un 11% entre marzo de 2019 y marzo 2020. Este crecimiento se explica por la estrategia que ha venido implementando Coca-Cola Embonor de poner énfasis en la venta de productos sin azúcar, en donde se amplió la cobertura de estos, sobre todo Coca-Cola Sin Azúcar. En adición a lo anterior, se agregaron nuevos al portafolio de productos de la línea Coca-Cola Energy, también se agregaron nuevos formatos a productos sin azúcar como Limón&nada.

A continuación se muestran los ingresos operacionales por categoría de productos:

Cuadro 22: Ingresos por categoría de productos

Ingresos por categoría (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-19	mar-20
Ingresos bebidas carbonatadas	16.634	16.031	15.642	16.521	4.321	4.593
Ingresos aguas y jugos	3.852	3.833	3.890	4.105	1.120	1.319
Ingresos otros productos	144	548	942	864	213	236
Ingresos bebidas alcohólicas	-	-	-	550	125	253
Otros Ingresos	17	16	7	18	1	6
Total Ingresos	20.647	20.428	20.482	22.058	5.781	6.407

Fuente: Elaboración Propia en base a
EEFF Consolidados

Cuadro 23: Ingresos por categoría de productos en %

Ingresos por categoría	2016	2017	2018	2019	mar-19	mar-20
Ingresos bebidas carbonatadas	80,6%	78,5%	76,4%	74,9%	74,7%	71,7%
Ingresos aguas y jugos	18,7%	18,8%	19,0%	18,6%	19,4%	20,6%
Ingresos otros productos	0,7%	2,7%	4,6%	3,9%	3,7%	3,7%
Ingresos bebidas alcohólicas	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	2,2%	4,0%
Otros Ingresos	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%
Total Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia en base a
EEFF Consolidados

Como se observa en el cuadro, la principal fuente de ingresos de Embonor S.A. son las ventas de bebidas carbonatadas (77%), seguido de los jugos (19%), otros productos (3%) y en los últimos años bebidas alcohólicas (1%).

También se observa que las ventas de aguas y jugos han tenido la tendencia a aumentar su impacto en los ingresos, pasando de un 19% en 2016 a un 21% en marzo 2020, un efecto similar se observa en las ventas de otros productos (energéticas, té helado etc) los cuales pasaron de representar un 1% de los ingresos en 2016 a un 4% en marzo de 2020

Cuadro 24: Ingresos por ubicación geográfica

Ingresos por país (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Chile	11.440	11.668	11.784	12.601	3.785
Bolivia	9.208	8.760	8.698	9.457	2.623
Total Ingresos	20.647	20.428	20.482	22.058	6.407

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

En cuanto a los ingresos por ubicación geográfica se puede observar que la participación en los ingresos de cada país se ha mantenido relativamente estable en aproximadamente un 57% en el caso de Chile y 43% en el de Bolivia.

7.2 Análisis de crecimiento de la industria

Para evaluar el crecimiento de la industria, observaremos la evolución histórica de los ingresos de las empresas comparables, CCU (sólo ventas de su segmento no alcohólicas) y Embotelladora Andina.

Cuadro 25: Evolución de ingresos de la industria

Ingresos de la industria (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-20
CCU (Segmento no alcohólicas)	18.719	19.402	19.943	20.603	6.021
Embotelladora Andina	67.461	68.993	60.688	63.547	17.645
Embonor	20.647	20.428	20.482	22.058	6.407

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados de CCU, Embotelladora Andina y Embonor

Cuadro 26: Crecimiento de ingresos de la industria

Crecimiento ingresos de la industria (%)	2016	2017	2018	2019	Prom.
CCU	11,6%	3,7%	2,8%	3,3%	5,3%
Embotelladora Andina	-7,9%	2,3%	-12,0%	4,7%	-3,2%
Embonor	4,2%	-1,1%	0,3%	7,7%	2,8%
Total	2,6%	1,6%	-3,0%	5,2%	1,6%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados de CCU, Embotelladora Andina y Embonor

Como se observa en los cuadros, el crecimiento de la industria ha sido bajo, cercano a un 1,6% en promedio en los últimos 4 años, sin embargo al dejar fuera del análisis el crecimiento irregular de Embotelladora Andina, que ha sufrido un fuerte impacto a causa de la conversión de cifras al consolidar los resultados de Argentina¹⁴, el promedio resulta en 4,0%.

Como se mencionó en las secciones 2.1.1 y 2.1.2 tanto en Chile como en Bolivia la industria se ha caracterizado por tener un bajo crecimiento en bebidas gaseosas y azucaradas e incluso decrecimiento, en donde los clientes han tendido a inclinarse por productos más naturales o libres de azúcar. Por esta razón es esperable que el crecimiento en las ventas venga de la mano de crecimiento en los segmentos de bebidas energéticas, aguas y jugos, con la introducción de nuevos productos al mercado en vez de crecimientos provenientes de la principal de bebidas gaseosas.

7.3 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Los principales costos de operación de Coca-Cola Embonor S.A. son los que se muestran a continuación:

Cuadro 27: Principales costos y gastos operacionales

Costos y gastos operacionales (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Costos de ventas	(11.712)	(11.900)	(11.780)	(12.583)	(3.564)
Costos de distribución	(4.947)	(4.716)	(5.045)	(5.475)	(1.589)
Gastos de administración	(1.202)	(1.138)	(1.136)	(1.291)	(330)
Total	(17.861)	(17.754)	(17.962)	(19.349)	(5.483)

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Cuadro 28: Principales costos y gastos operacionales como % del total de costos

¹⁴ Memoria andina 2018, P. 13.

Costos y gastos operacionales (%)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Costos de ventas	66%	67%	66%	65%	65%
Costos de distribución	28%	27%	28%	28%	29%
Gastos de administración	7%	6%	6%	7%	6%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Como se observa en los cuadros, el principal costo de operación son los costos de ventas, seguidos por los costos de distribución y por último los gastos de administración. En promedio tienen crecimientos cercanos al 3,0% lo cual es consistente con el aumento de la inflación.

7.3.1 Costos de ventas

Los costos de ventas están compuestos por costo de materias primas, costos de adquisición, mano de obra, depreciación y otros como se muestra a continuación:

Cuadro 29: Apertura costos de ventas

Costos de venta (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Materias Primas	(7.689)	(7.335)	(7.009)	(7.325)	(2.020)
Costos Adquisición	(1.200)	(1.349)	(1.507)	(1.630)	(498)
Mano de Obra	(1.061)	(1.075)	(1.039)	(1.153)	(309)
Depreciación	(942)	(990)	(1.046)	(980)	(270)
Otros	(819)	(1.151)	(1.179)	(1.495)	(467)
Total	(11.712)	(11.900)	(11.780)	(12.583)	(3.564)

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Cuadro 30: Apertura costos de ventas como % de los ingresos

Costos de ventas/ventas	2016	2017	2018	2019	mar-20
Materias Primas	37%	36%	34%	33%	32%
Costos Adquisición	6%	7%	7%	7%	8%
Mano de Obra	5%	5%	5%	5%	5%
Depreciación	5%	5%	5%	4%	4%
Otros	4%	6%	6%	7%	7%
Total	57%	58%	58%	57%	56%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

De la apertura se desprende que el costo más relevante es el de materias primas como azúcar, saborizantes, concentrado y resina PET para los envases, seguido de los costos de adquisición como materiales en bodega y mano de obra. Mostrar un cuadro de costos como porcentaje de los ingresos.

Los costos de ventas representan en promedio un 57% de los ingresos.

7.3.2 Costos de distribución

Los costos de distribución se componen por mano de obra, publicidad, fletes, depreciación y otros como se muestra a continuación:

Cuadro 31: Apertura costos de distribución

Costos de distribución (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Mano Obra	(1.395)	(1.362)	(1.509)	(1.709)	(455)
Publicidad	(550)	(522)	(442)	(746)	(206)
Fletes	(2.020)	(2.012)	(2.068)	(2.249)	(653)
Depreciación	(152)	(170)	(300)	(343)	(102)
Otros	(830)	(650)	(726)	(428)	(173)
Total	(4.947)	(4.716)	(5.045)	(5.475)	(1.589)

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Cuadro 32: Apertura costos de distribución como % de los ingresos

Costos de distribución/ventas	2016	2017	2018	2019	mar-20
Mano Obra	7%	7%	7%	8%	7%
Publicidad	3%	3%	2%	3%	3%
Fletes	10%	10%	10%	10%	10%
Depreciación	1%	1%	1%	2%	2%
Otros	4%	3%	4%	2%	3%
Total	24%	23%	25%	25%	25%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

De la apertura se desprende que los principales costos de distribución son los fletes y mano de obra relacionados a la distribución de productos.

Los costos de distribución representan en promedio un 24% de los ingresos.

7.3.3 Gastos de administración y ventas

Los gastos de administración y ventas están compuestos por mano de obra, honorarios, viajes etc, depreciación y otros, como se muestra a continuación:

Cuadro 33: Apertura gastos de administración y ventas

Gastos de administración (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Mano Obra	(694)	(667)	(616)	(728)	(179)
Honorarios, viajes etc	(363)	(329)	(357)	(400)	(101)
Depreciación	(45)	(47)	(69)	(60)	(17)
Otros	(101)	(95)	(94)	(102)	(34)
Total	(1.202)	(1.138)	(1.136)	(1.291)	(330)

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Cuadro 34: Apertura gastos de administración y ventas como % de ventas

Gastos de administración/ventas	2016	2017	2018	2019	mar-20
Mano Obra	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Honorarios, viajes etc	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Depreciación	0%	0%	0%	0%	0%
Otros	0%	0%	0%	0%	-1%
Total	-6%	-6%	-6%	-6%	-5%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Del cuadro se desprende que el principal gasto de administración es en mano de obra, seguido por los honorarios y viajes. Mostrar en cuadro porcentajes con respecto a las ventas.

Los gastos de administración representan en promedio un 6% de los ingresos.

7.4 Análisis del resultado no operacional de la empresa

Las cuentas no operacionales de Embonor son los ingresos financieros, costos financieros, participación en asociadas, diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste, a continuación se muestra el comportamiento histórico de dichas cuentas:

Cuadro 35: Resultado no operacional

Cuentas no operacionales (MUF)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Ingresos financieros	19	27	39	31	8
Costos financieros	(455)	(418)	(401)	(471)	(139)
Part. En asociadas	84	60	32	58	60
Diferencias de cambio y un. de reajuste	(28)	(68)	(8)	(29)	(53)
Total	(380)	(399)	(339)	(411)	(125)

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Cuadro 36: Resultado no operacional como % de los ingresos

Cuentas no operacionales (%)	2016	2017	2018	2019	mar-20
Ingresos financieros	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Costos financieros	-2,2%	-2,0%	-2,0%	-2,1%	-2,2%
Part. En asociadas	0,4%	0,3%	0,2%	0,3%	0,9%
Diferencias de cambio y un. de reajuste	-0,1%	-0,3%	0,0%	-0,1%	-0,8%
Total	-1,8%	-2,0%	-1,7%	-1,9%	-2,0%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

7.4.1 Ingresos financieros

Los ingresos financieros están compuestos por ingresos por intereses devengados y ganancias o pérdidas por cambios en el valor razonable de activos financieros. Han tenido un crecimiento irregular en el período y representan en promedio un 0,1% de los ingresos totales.

7.4.2 Costos financieros

Los costos financieros están compuestos por el gasto de intereses de la deuda en bonos y lo préstamos bancarios en Chile y Bolivia. Los costos financieros son recurrentes en la medida de que la compañía mantenga su nivel de apalancamiento actual.

Estos costos representan en promedio un 2,1% de las ventas.

7.4.3 Participación en asociadas

Corresponden a las inversiones de la compañía en otras sociedades en las cuales no tiene el control. Han tenido un comportamiento variable y representan aproximadamente un 0,3% de los ingresos.

7.4.4 Diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste

Se originan a través de transacciones y saldos que tiene la compañía en moneda extranjera y unidades reajustables como la UF. Tienen un comportamiento poco uniforme y representan en promedio un 0,1% de los ingresos.

7.5 Análisis de los activos de la empresa

A continuación se presenta el análisis de los activos de la empresa, en donde se clasifican como activos operacionales y no operacionales:

Cuadro 37: Análisis de los activos de la empresa

Tipo de activos (MUF)	Saldo a marzo 2020	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes	2.145	-	X
Otros activos no financieros	160	-	X
Cuentas por cobrar corrientes	1.865	X	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	18	X	-
Inventarios neto	3.160	X	-
Activo por impuestos corrientes	29	-	X
Activos no corrientes mantenidos para la venta	121	-	X
Cuentas por cobrar a relacionadas n.c.	19	X	-
Inversiones en asociadas	1.760	-	X
Plusvalía	5.052	-	X
Activos Intangibles	160	X	-
Inmovilizaciones Materiales (PPE)	14.879	X	-
Propiedades de inversión	49	-	X
Activo por derechos de uso	122	X	-
Activos por impuestos diferidos (neto)	1.223	-	X
Total	30.763	-	-

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

7.5.1 Efectivo y equivalentes

Corresponde al efectivo en caja, depósitos con vencimientos menores a 90 días, cuentas corrientes bancarias, entre otros. Es un activo no operacional porque no genera ingresos de por sí.

7.5.2 Otros activos no financieros

Compuesto por pagos anticipados y otros, no son activos operacionales.

7.5.3 Activo por impuestos corrientes y activos por impuestos diferidos

Son los pagos mensuales provisionales (PPM), provisiones impuesto primera categoría, impuestos por gastos rechazados etc. Los activos por impuestos diferidos surgen de las diferencias temporarias del valor contable de activos y pasivos con respecto a los balances tributarios. Estos activos no son necesarios para la generación de ingresos.

7.5.4 Activos no corrientes mantenidos para la venta

Son activos como propiedades, planta y equipo dispuestos para su venta, son de carácter no operacional.

7.5.5 Inversiones en asociadas y plusvalía

Inversiones en asociadas son inversiones en otras compañías contabilizadas por el método de participación, mientras que plusvalía representa el exceso del costo de adquisición respecto a los valores razonables a la fecha de adquisición. Ambos son de carácter no operacional.

7.5.6 Propiedades de inversión

Son inversiones mantenidas para obtener beneficios económicos a través de arriendos y/o ganancias de capital. Tampoco es un activo operacional.

8. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

8.1 Ingresos operacionales proyectados

Para la proyección de ingresos operacionales la compañía se ha separado por sus tres principales categorías de producto: Bebidas carbonatadas, Aguas y jugos y otros productos, junto con la separación por ubicación geográfica entre Chile y Bolivia.

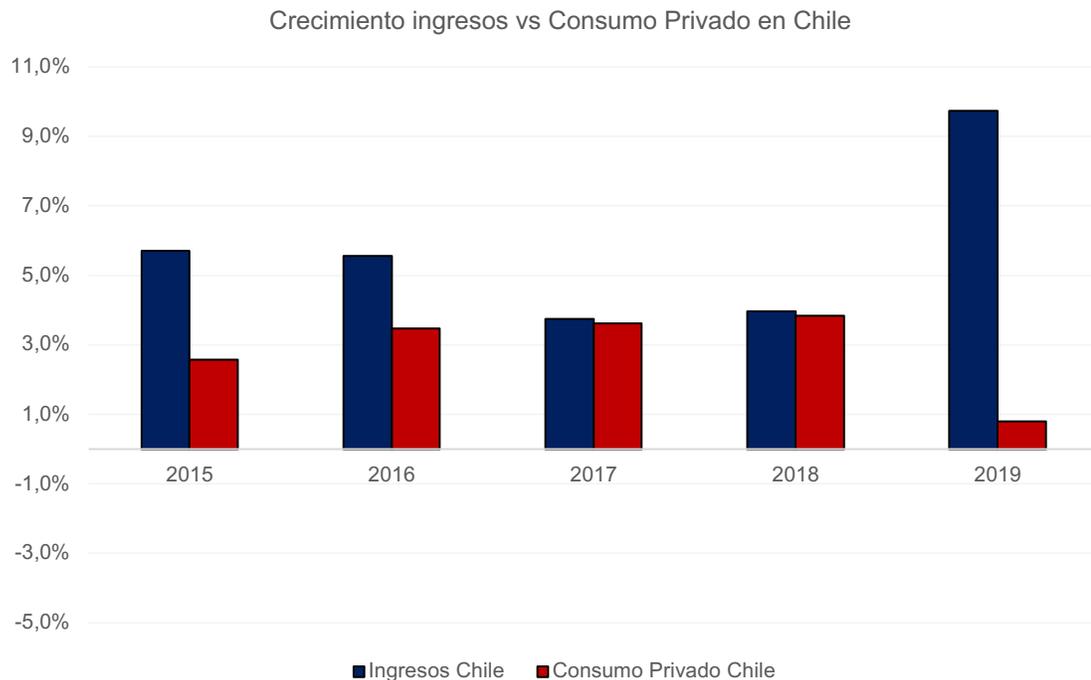
Cuadro 38: Crecimiento ingresos por categoría

Crecimiento Ingresos por categoría (%)	2015	2016	2017	2018	2019	Prom.
Ingresos bebidas carbonatadas	11,7%	6,0%	-2,0%	0,4%	8,5%	4,9%
Ingresos aguas y jugos	20,8%	11,1%	1,2%	4,4%	8,4%	9,2%
Ingresos otros productos	16,1%	13,1%	286,7%	76,8%	54,1%	89,4%
Total Ingresos	13,2%	7,0%	0,6%	3,2%	10,5%	6,9%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Como se observa en el cuadro y también se ha identificado a lo largo del análisis, en los últimos años las categorías de aguas, jugos y otros productos han tenido un crecimiento superior al de las bebidas carbonatadas, las que se encuentran en un mercado más maduro, sin embargo se debe considerar que esta última categoría es mayor generador de ingresos para la compañía.

A continuación se muestra la relación histórica entre 2015 y 2019 entre el crecimiento de los ingresos en Chile y el Consumo Privado.



Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF consolidados y datos del BCCh.

Como se puede observar en el gráfico el crecimiento de los ingresos guarda una relación significativa con el crecimiento del consumo privado. Cabe destacar que en el año 2019 se presenta una distorsión, en donde el incremento de los ingresos fue muy mayor al del consumo, esto viene explicado por un crecimiento en la cobertura de Embonor en ese año¹⁵.

Teniendo lo anterior en cuenta, y considerando que históricamente las ventas de bebidas no alcohólicas han ido de la mano del crecimiento del consumo privado y del PIB del mercado en el que opera, pasamos a la proyección en Chile y Bolivia.

¹⁵ Coca-Cola Embonor, *Memoria Embonor 2019*, P. 56, https://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/sitio/home/la_empresa/editorial/editorial

8.1.1 Ingresos operacionales en Chile

Como se mencionó anteriormente, históricamente el crecimiento en volumen de ventas ha estado ligado a la demanda y consumo del país, en el siguiente cuadro se muestran los crecimientos promedio históricos (CAGR) del volumen de ventas por categoría en Chile, junto con la variación en consumo privado del período:

Cuadro 39: Crecimiento volumen de ventas por categorías en Chile

Crecimiento Ingresos operacionales por categoría (%)	CAGR 2015 - 2019	CAGR C.P. 2015 - 2019	Elasticidad Vol./Consumo
Bebidas carbonatadas	0,5%	2,9%	0,2x
Aguas y jugos	8,2%	2,9%	2,8x
Otros productos	6,3%	2,9%	2,2x

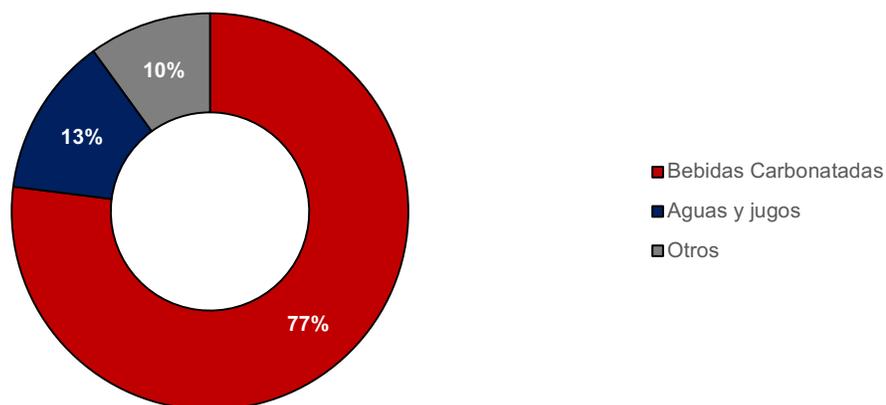
Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Como se observa en el cuadro y también se ha descrito en la sección 2.1, en los últimos años los segmentos con mayor crecimiento en Chile han sido los de aguas y jugos, en donde el crecimiento de bebidas carbonatadas ha sido poco sensible al crecimiento del consumo privado debido a la saturación del mercado, mientras que por su parte los segmentos de aguas, jugos y otros al pertenecer a un mercado en expansión, han sido más sensibles, con elasticidades superiores a 2,0x.

Según la última presentación corporativa de Coca-Cola Embonor S.A.¹⁶ en Chile el volumen de ventas por categoría se descompone de la siguiente manera:

¹⁶<https://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/Sitio/Home/Inversionistas/Comunicacion+Corporativa/>, p. 9.

Volumen ventas por categoría en Chile (%)



Teniendo en cuenta lo anterior, y asumiendo que la participación del consumo privado en el PIB permanece constante, se utiliza la proyección del comité consultivo del PIB tendencial, en el caso de Chile se espera tener un PIB de largo plazo de 1,9%¹⁷. Luego al considerar la participación de cada categoría en los ingresos en Chile y los antecedentes de crecimiento y elasticidades de los últimos años, llegamos a una estimación de crecimiento de largo plazo de 1,3% para Chile, como se muestra en el siguiente cuadro.

Cuadro 40: Crecimiento ingresos proyectado Chile

Crecimiento Ingresos operacionales por categoría (%)	Participación en ventas	Crecimiento promedio	Promedio Ponderado
Ingresos bebidas carbonatadas	77,0%	0,3%	0,2%
Ingresos aguas y jugos	13,0%	5,3%	0,7%
Ingresos otros productos	10,0%	4,1%	0,4%
Total	100,0%	9,7%	1,3%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

¹⁷ DIPRES Gobierno de Chile, Comité consultivo PIB tendencial. <http://www.dipres.gob.cl/598/w3-propertyvalue-23765.html>

Para el corto plazo, en Chile se asumirá una caída de los ingresos (en pesos) de 15% en 2020 y luego Según datos de BCI Equity research, para la industria de bebidas no alcohólicas en Chile se espera una recuperación del nivel de ventas para 2021 de un 9,0% y de 4,0% en 2022 luego una regresión al crecimiento promedio en el mediano y largo plazo¹⁸, lo cual concuerda con la estimación propia de crecimiento de 1,3% en el largo plazo.

8.1.2 Ingresos operacionales en Bolivia

Los crecimientos promedio históricos (CAGR) del volumen de ventas por categoría en Chile, junto con el crecimiento del PIB:

Cuadro 41: Crecimiento volumen de ventas por categorías en Bolivia

Crecimiento Ingresos operacionales por categoría (%)	CAGR 2015 - 2019	CAGR PIB 2015 - 2019	Elasticidad Volumen/PIB
Bebidas carbonatadas	-2,0%	3,7%	-0,5x
Aguas y jugos	9,5%	3,7%	2,6x
Otros productos	21,4%	3,7%	5,8x

(1) En base a participación en volumen total

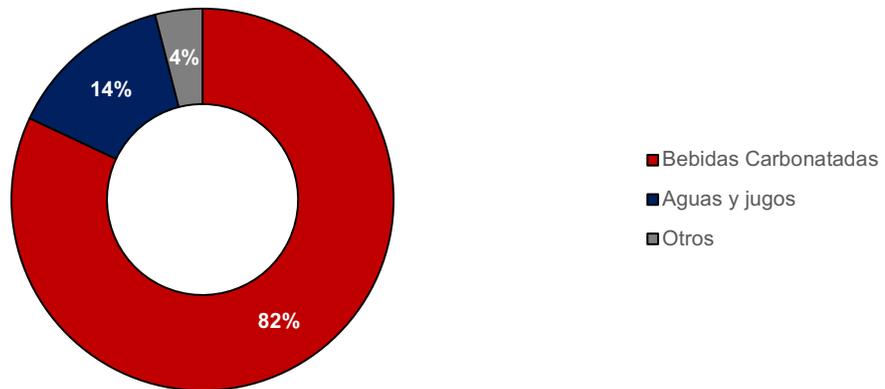
Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Como se observa en el cuadro, en el caso de Bolivia, ocurre lo mismo que en el caso de Chile, en donde los volúmenes de ventas de bebidas carbonatadas han ido manteniéndose con crecimiento muy bajo en incluso decreciendo a por motivo de la consolidación de la industria y la alta competencia, por otro lado, los segmentos de aguas jugos y otros productos tienen un mayor margen de crecimiento por su reciente introducción al mercado Boliviano.

¹⁸ BCI Corredora de bolsa, Equity research Embonor. <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-bebidas/products/embonor>

Según la última presentación corporativa de Coca-Cola Embonor S.A.¹⁹ Bolivia el volumen de ventas por categoría se descompone de la siguiente manera:

Volumen ventas por categoría en Bolivia (%)



Para el caso de Bolivia los ingresos de largo plazo se proyectan en base al crecimiento del PIB. La proyección de PIB de largo plazo de Statista alcanza un 3,7%²⁰. Luego al considerar las elasticidades por categoría en ese país y la participación por categoría de los ingresos, llegamos a una estimación de crecimiento de 0,5% para Bolivia, como se muestra en el siguiente cuadro.

Cuadro 42: Crecimiento ingresos operacionales Bolivia

Crecimiento Ingresos operacionales por categoría (%)	Participación en ventas	Crecimiento promedio	Promedio Ponderado
Ingresos bebidas carbonatadas	82,0%	-2,0%	-1,6%
Ingresos aguas y jugos	14,0%	9,5%	1,3%
Ingresos otros productos	4,0%	21,3%	0,9%
Total	100,0%	28,8%	0,5%

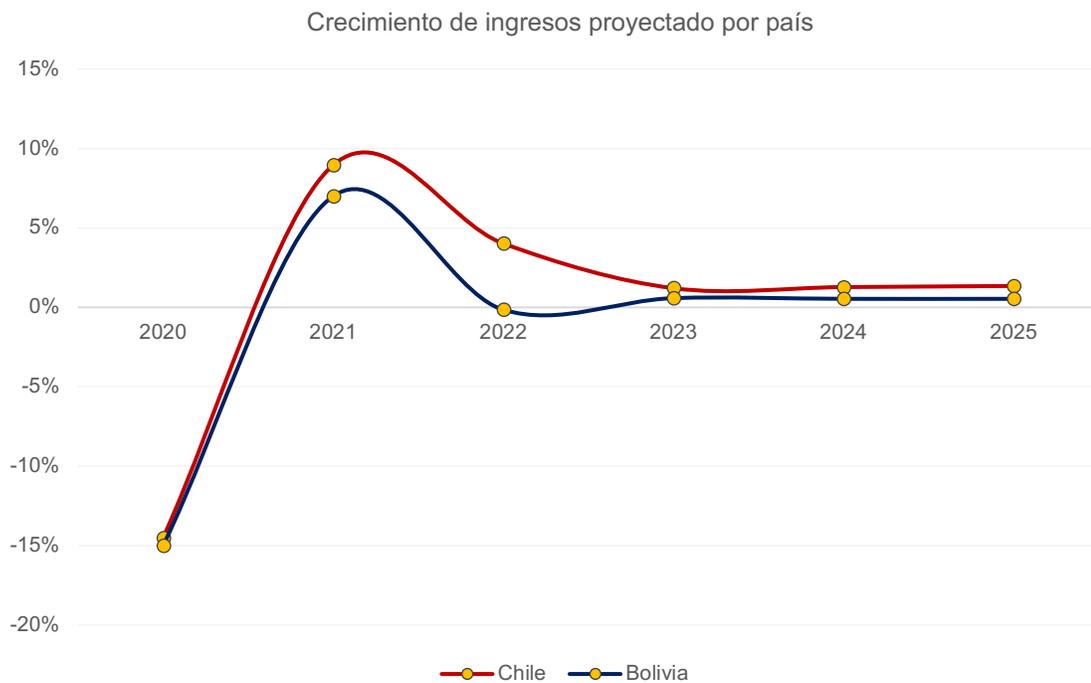
Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

¹⁹<https://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/Sitio/Home/Inversionistas/Comunicacion+Corporativa/>, p. 14.

²⁰ Statista, *Bolivia: Growth rate of the real gross domestic product (GDP) from 2015 to 2025*. <https://www.statista.com/statistics/440113/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-bolivia/>.

Con respecto a los ingresos de corto plazo, se espera una caída del 15% de los ingresos en 2020 y luego según datos de BCI Equity research, para la industria de bebidas no alcohólicas en Bolivia se espera una recuperación del nivel de ventas para 2021 de un 7,0%, una caída de -0,1% en 2022 luego una regresión al crecimiento promedio en el mediano y largo plazo²¹, lo cual concuerda con la estimación de crecimiento de 0,5% en el largo plazo.

Con todo, el crecimiento proyectado se muestra en el gráfico a continuación:



²¹ BCI Corredora de bolsa, Equity research Embonor. <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-bebidas/products/embonor>

8.2 Costos operacionales proyectados

Los costos de ventas, costos de distribución y gastos de administración y ventas siguen un comportamiento estable durante los últimos 5 años, por lo tanto se proyectan como un % de los ingresos.

Cuadro 43: Porcentaje Costos de venta sobre ingresos

Costos ventas/ventas (%)	2015	2016	2017	2018	2019	Prom.
Costo de venta	39,0%	37,2%	35,9%	34,2%	33,2%	35,9%
Costo de distribución	5,5%	5,8%	6,6%	7,4%	7,4%	6,5%
Gasto de Administración	5,5%	5,1%	5,3%	5,1%	5,2%	5,2%
Depreciación	4,2%	4,6%	4,8%	5,1%	4,4%	4,6%
Otros costos	3,5%	4,0%	5,6%	5,8%	6,8%	5,1%
Total costos operacionales	57,7%	56,7%	58,3%	57,5%	57,0%	57,4%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Cuadro 44: Porcentaje Costos de distribución sobre ingresos

Costos de distribución/Ventas (%)	2015	2016	2017	2018	2019	Prom.
Mano de obra	7,0%	6,8%	6,7%	7,4%	7,7%	7,1%
Publicidad	3,0%	2,7%	2,6%	2,2%	3,4%	2,7%
Fletes	9,6%	9,8%	9,9%	10,1%	10,2%	9,9%
Depreciación	0,8%	0,7%	0,8%	1,5%	1,6%	1,1%
Otros costos de distribución	4,0%	4,0%	3,2%	3,5%	1,9%	3,3%
Total costos distribución	24,2%	24,0%	23,1%	24,6%	24,8%	24,1%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Cuadro 45: Porcentaje Gastos Administración sobre ingresos

Gastos administración/Ventas (%)	2015	2016	2017	2018	2019	Prom.
Mano de Obra	3,4%	3,4%	3,3%	3,0%	3,3%	3,3%
Honorarios, viajes, estadías y similares	1,9%	1,8%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%
Depreciación	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Otros	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Total gastos administración	6,0%	5,8%	5,6%	5,5%	5,9%	5,8%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

8.3 Otros resultados no operacionales proyectados

En el caso de otros ingresos y otras ganancias (pérdidas) se proyectan como % de las ventas promedio.

Cuadro 46: Crecimiento otros no operacionales

Monto/Ventas (%)	2015	2016	2017	2018	2019	Prom.
Otros ingresos por función	0,08%	0,08%	0,08%	0,04%	0,08%	0,07%
Otras ganancias y pérdidas	-0,10%	-0,07%	0,09%	0,18%	-0,13%	-0,01%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

A continuación se muestra el resumen de la proyección y luego los supuestos utilizados para cada resultado:

Cuadro 47: Crecimiento Resultado no operacional

Resultado no operacional (MUF)	Proyección
Ingresos financieros	31
Costos financieros	(471)
Participación en asociadas	53
Diferencias de cambio y unidades de reajuste	(34)

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

8.3.1 Ingresos financieros

Los ingresos financieros corresponden a inversiones y depósitos a plazo, han sido proyectados de manera constante ya que se asume que se mantendrán en los próximos años, se considera el resultado a diciembre 2019.

8.3.2 Costos financieros

Los costos financieros se han proyectado constantes al nivel de diciembre 2019 se asume que continuarán al igual que los ingresos financieros.

8.3.3 Participación en asociadas

Estos ingresos son recurrentes por la participación de la sociedad en otras inversiones, se asume el promedio de 2015 a 2019.

8.3.4 Diferencias de cambio y unidades de reajuste

Las diferencias de cambio y unidades de reajuste son una cuenta recurrente y se proyectan constantes utilizando el promedio de diciembre 2017 a diciembre 2019, dado que las obligaciones bancarias no tienen corrección monetaria de 2017 en adelante, por lo tanto el resultado se sobreestimaría al considerar los años 2015 y 2016.

8.4 Impuesto corporativo proyectado

La tasa de impuesto corporativa se asume como un 27% correspondiente a la tasa de impuesto corporativo en Chile.²²

8.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF

A continuación se presenta el estado de resultados proyectado en miles de UF:

²² Servicio de Impuestos Internos (SII).

Cuadro 48: Proyección Estado de Resultados

EERR Proyectado (MUF)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e - perpetuo
Ingresos operacionales	18.250	19.157	19.015	18.635	18.266	17.912
Costo de ventas	(10.490)	(11.012)	(10.930)	(10.712)	(10.500)	(10.296)
Margen Bruto	7.760	8.145	8.085	7.923	7.767	7.616
Otros Ingresos por función	13	14	13	13	13	13
Costos de distribución	(4.409)	(4.629)	(4.594)	(4.503)	(4.413)	(4.328)
Gastos de administración	(1.052)	(1.105)	(1.097)	(1.075)	(1.053)	(1.033)
Otras ganancias (pérdidas)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Resultado Operacional	2.309	2.424	2.406	2.358	2.311	2.266
Ingresos financieros	30	29	28	27	26	26
Costos financieros	(457)	(444)	(431)	(418)	(406)	(394)
Participación en asociadas	52	50	49	47	46	45
Diferencias de cambio y resultados por un. de reajuste	(33)	(32)	(31)	(30)	(29)	(29)
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	1.900	2.027	2.021	1.984	1.948	1.914
Gasto por impuesto a las ganancias	(208)	(227)	(228)	(224)	(221)	(217)
Resultado neto	1.692	1.800	1.793	1.760	1.727	1.696

Fuente: Elaboración Propia

8.5.1 Supuestos utilizados

Cuadro 49: Resumen supuestos utilizados

Cuenta	Supuesto
Ingresos operacionales	CLP + 1,0%
Costo de ventas	57,4% de los ingresos
Margen Bruto	-
Otros Ingresos por función	0,07% de los ingresos
Costos de distribución	24,1% de los ingresos
Gastos de administración	5,8% de los ingresos
Otras ganancias (pérdidas)	-0,01% de los ingresos
Resultado Operacional	-
Ingresos financieros	Constante
Costos financieros	Constante
Participación en asociadas	Promedio 2015 - 2019
Diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste	Promedio 2017 - 2019
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	-
Gasto por impuesto a las ganancias	Tasa del 27%
Resultado neto	-

Fuente: Elaboración Propia

8.6 Estado de resultados proyectado porcentual

Cuadro 50: Proyección Estado de Resultados como % de los ingresos

EERR Proyectado (%)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e - perpetuo
Ingresos operacionales	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de ventas	-57,4%	-57,4%	-57,4%	-57,4%	-57,4%	-57,4%
Margen Bruto	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%
Otros Ingresos por función	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
Costos de distribución	-24,1%	-24,1%	-24,1%	-24,1%	-24,1%	-24,1%
Gastos de administración	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,8%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
Resultado Operacional	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Ingresos financieros	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Costos financieros	-2,5%	-2,3%	-2,3%	-2,2%	-2,2%	-2,2%
Participación en asociadas	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	10,4%	10,6%	10,6%	10,6%	10,7%	10,7%
Gasto por impuesto a las ganancias	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Resultado neto	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa en la proyección el margen bruto se mantiene constante, junto con el resultado operacional, luego las cuentas no operacionales se mantienen en niveles constantes, lo que termina en un resultado neto de entre 9,3% y 9,5% de los ingresos.

9. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

A partir de los Estados de resultados proyectados, se realizan los ajustes correspondientes a aquellas partidas que no corresponden a movimientos de efectivo, sino que son más bien movimientos contables.

9.1 Depreciación y amortización

La depreciación ha sido proyectada como porcentaje por sobre el monto de Propiedades planta y equipo que mantiene la compañía, la cual ha tenido un promedio de aproximadamente 10,9% entre 2016 y 2019. De la misma manera, la amortización ha sido proyectada como porcentaje por sobre el monto de activo intangible, que entre los años 2016 y 2019 ha sido en promedio 1,6%.

Cuadro 51: Depreciación y amortización como % del activo fijo

Monto/Activo fijo	2016	2017	2018	2019	Promedio
Depreciación (% de PPE)	11,01%	11,39%	11,37%	9,75%	10,88%
Amortización (% de Intangible)	4,38%	0,65%	0,74%	0,65%	1,61%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

9.2 Inversión en reposición

La inversión en reposición, es aquella que permite mantener la capacidad generadora de flujo de los activos fijos, ha sido estimada como el porcentaje promedio de la depreciación y amortización total entre 2016 y 2019, como se muestra a continuación:

Cuadro 52: Inversión en reposición histórica

Monto (MUF)	2016	2017	2018	2019	Promedio
Compras PPE	1.712	2.073	2.977	2.646	2.352
Compra Intangible	0	135	6	4	36
Depreciación y amortización	1.141	1.208	1.416	1.384	1.287
Inversión en reposición (%)	150%	183%	211%	191%	184%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Como se observa en el cuadro, el porcentaje histórico ha sido mayor a 100% en todos los años, por lo tanto para nuestra estimación se considera un 100% de la depreciación y amortización.

9.3 Inversión en capital físico

La inversión en capital físico o CAPEX de la compañía es aquella que permite aumentar el activo fijo con el fin de generar nueva capacidad productiva. De acuerdo a Relaciones Inversionistas de la compañía, Embonor tiene un plan de inversiones de aproximadamente MMCLP 55.000 para 2020 y de MMCLP 40.000 en 2021 que incluye entre otras cosas la inversión en reposición y mejora de eficiencias. Para los años siguientes no se estiman inversiones adicionales ya que la compañía cuenta con capacidad suficiente sostener su nivel de ventas.

Cuadro 53: Estimación inversión en capital físico

Monto (MUF)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e - perpetuo
Activo Fijo	16.086	17.951	17.951	17.951	17.951	17.951
Compra de Activo Fijo	(1.897)	(1.865)	(1.260)	(1.237)	(1.215)	(1.194)
Depreciación y Amortización	1.053	1.267	1.260	1.237	1.215	1.194
CAPEX	(844)	(598)	-	-	-	-

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

9.4 Inversión (liberación) de capital de trabajo

Para estimar la inversión en capital de trabajo, es necesario estimar el RCTON, que corresponde a la relación entre el capital de trabajo operativo neto (CTON) y las ventas.

La inversión en capital de trabajo corresponde al diferencial entre cuentas por cobrar y cuentas por pagar operativas. Cuentas por cobrar operativas corresponden a Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar (corrientes) e inventarios. Por el lado de los pasivos tenemos Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar y pasivos por impuestos corrientes. El RCTON se estimará como la tasa promedio entre 2016 y 2018, ya que 2019 fue un año anormal no representativo.

Cuadro 54: Capital de trabajo histórico

Monto (MUF)	2016	2017	2018	2019	Prom. 2016 - 2018
Activo Corriente					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	2.018	2.360	1.817	2.129	
Inventarios	1.866	2.008	2.643	2.900	
Total Activo Corriente	3.883	4.368	4.460	5.029	
Pasivo Corriente					
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2.776	3.367	4.117	4.865	
Pasivos por impuestos corrientes	74	40	14	34	
Total Pasivo Corriente	2.850	3.407	4.131	4.899	
CTON	1.033	961	329	130	
Ventas	20.647	20.428	20.482	22.058	
RCTON	5,0%	4,7%	1,6%	0,6%	3,8%

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Una vez calculado el RCTON, se procede a calcular la inversión en capital de trabajo en base a la variación anual en ventas.

Cuadro 55: Estimación inversión en capital de trabajo

Monto (MUF)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e - perpetuo
Ventas	18.250	19.157	19.015	18.635	18.266	17.912
CTON	688	723	717	703	689	676
Inversión en KT	(34)	5	14	14	13	-

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

9.5 Proyección de los flujos de caja libre

Para la proyección del flujo de caja libre, se consideran las cuentas del estado de resultados ya proyectadas a las cuales se les realizan ajustes por la cuentas que no corresponden a flujos de caja, además como la valoración es al 31 de marzo de 2020, a la proyección de 2020 se le restan los flujos reales ya reportados por la compañía en sus Estados financieros. La proyección se muestra a continuación:

Cuadro 56: Proyección de los flujos de caja libre

Proyección Flujo de Caja Libre (MUF)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos operacionales	11.849	19.157	19.015	18.635	18.266	17.912
Costo de ventas	(6.926)	(11.012)	(10.930)	(10.712)	(10.500)	(10.296)
Margen Bruto	4.923	8.145	8.085	7.923	7.767	7.616
Otros Ingresos por función	7	14	13	13	13	13
Costos de distribución	(2.820)	(4.629)	(4.594)	(4.503)	(4.413)	(4.328)
Gastos de administración	(722)	(1.105)	(1.097)	(1.075)	(1.053)	(1.033)
Otras ganancias (pérdidas)	3	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Resultado Operacional	1.390	2.424	2.406	2.358	2.311	2.266
Ingresos financieros	22	29	28	27	26	26
Costos financieros	(318)	(444)	(431)	(418)	(406)	(394)
Participación en asociadas	(8)	50	49	47	46	45
Diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste	20	(32)	(31)	(30)	(29)	(29)
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	1.106	2.027	2.021	1.984	1.948	1.914
Gasto por impuesto a las ganancias	(214)	(227)	(228)	(224)	(221)	(217)
Resultado neto	892	1.800	1.793	1.760	1.727	1.696

Ajustes Flujo de Caja Bruto	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Depreciación y amortización	1.053	1.267	1.260	1.237	1.215	1.194
Otros Ingresos por función (después de impuesto)	5	10	10	10	9	9
Otras ganancias (después de impuesto)	2	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Ingresos financieros (después de impuesto)	16	21	20	20	19	19
Costos financieros (después de impuesto)	(232)	(324)	(315)	(305)	(296)	(288)
Participación en asociadas (después de impuesto)	(6)	37	36	35	34	33
Diferencias de cambio (después de impuesto)	15	(23)	(23)	(22)	(21)	(21)
Flujo de Caja Bruto	1.746	2.785	2.780	2.732	2.685	2.641
Ajustes Flujo de Caja Bruto	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Inversión en reposición	(1.053)	(1.267)	(1.260)	(1.237)	(1.215)	(1.194)
Inversión en capital físico	(844)	(598)	-	-	-	-
Inversión en capital de trabajo	(34)	5	14	14	13	-
Flujo de Caja Libre	(186)	926	1.535	1.509	1.484	1.447

Fuente: Elaboración Propia

9.6 Valor terminal

El valor terminal de la compañía es estimado como una perpetuidad a partir del flujo de caja libre del año 2025 en donde se asumirá que no hay oportunidades de crecimiento y por lo tanto no habrá inversión en capital físico ni inversión en capital de trabajo. El cálculo se muestra a continuación:

$$Valor\ Terminal = \frac{1.447}{7,36\%} = 19.664$$

Así el valor terminal de la empresa asciende a MUF 19.664.

10. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

10.1 Valor presente de los flujos de caja libre

A continuación se presenta el cálculo del valor presente de los flujos de caja libre:

Cuadro 57: Valor presente flujos de caja libre

Valor presente flujos de caja libre (MUF)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Flujo de caja libre estimado	(186)	926	1.535	1.509	1.484	1.447
Valor Terminal	-	-	-	-	-	19.664
Valor Presente (@ 7,36%)	(173)	804	1.240	1.136	1.040	13.788
Valor activos operacionales	17.834					

Fuente: Elaboración Propia

10.2 Déficit (Exceso) de capital de trabajo

El exceso o déficit de capital de trabajo es calculado al comparar nuestra estimación para 2020 con el capital de trabajo de Embonor a la fecha de valoración (31 de marzo de 2020), como se muestra a continuación:

Cuadro 58: Exceso (déficit) de capital de trabajo

Monto (MUF)	Estimación 2020	Real mar - 2020	Exceso (déficit)
Capital de trabajo	688	539	(150)

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

Con esto nos queda un déficit de capital de trabajo de MUF 150.

10.3 Activos prescindibles

Los activos prescindibles son aquellos que no son necesarios para la operación de la empresa, tales como activos financieros e inversiones en relacionadas, a continuación se muestra los activos clasificados como prescindibles y su valor a marzo de 2020:

Cuadro 59: Activos prescindibles

Monto (MUF)	mar-20
Efectivo y equivalentes	2.145
Otros activos financieros no corrientes	-
Otros activos no financieros no corrientes	32
Inversiones en asociadas y plusvalía	6.812
Activos mantenidos para la venta	121
Propiedad de inversión	49
Total activos prescindibles	9.160

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Consolidados

10.4 Deuda financiera

Como se mostró en la sección 4.1, cuadro 14, la deuda financiera de Embonor al 30 de marzo de 2020 es de MUF 9.637.

10.5 Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

Cuadro 60: Valoración económica del precio de la acción

Valoración económica (al 31/03/20)	Cifras
Valor presente FCL (MUF)	17.834
Exceso (déficit) de CTON (MUF)	(150)
Activos prescindibles (MUF)	9.160
Valor total de activos (MUF)	26.844
Deuda financiera (MUF)	9.637
Interés Minoritario (MUF)	0,5
Patrimonio económico (MUF)	17.207
Número de acciones Serie A	244.420.704
Número de acciones Serie B	266.432.526
Número Total de acciones	510.853.230
Precio acción proyectado (UF)	0,034
Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)	963
Precio acción real en CLP	930
Diferencia de precios (%)	4%

Fuente: Elaboración Propia

Con los cálculos anteriores obtenemos un patrimonio económico de MUF 17.207 a marzo de 2020, al dividirlo por el número de acciones nos da un precio de la acción de CLP 963, que equivale a un 4% más que el precio de mercado observado a marzo de 2020.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.com

Como se muestra en la figura, el precio obtenido para Embonor-B es levemente superior a los precios observados en la realidad, sin embargo hay que tener en cuenta que el precio observado captura los efectos de 2 fenómenos: En primer lugar se observa una importante caída en el precio de la acción a raíz de los disturbios sociales ocurridos en octubre en Chile, los cuales mantenían el precio en un rango bajo, luego en segundo lugar se observa el impacto de la pandemia COVID-19 que comienza a mostrar sus efectos en febrero de 2020, lo que termina por arrastrar a la acción a mínimos de más

de 4 años en marzo del 2020. Finalmente después de marzo se observa una recuperación de la acción a pesar de que el número de contagios y restricciones para combatir la pandemia seguían aumentando lo que sugiere que efectivamente los niveles alcanzados en la fecha de valoración son excepcionalmente bajos.

10.6 Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad es una herramienta fundamental para determinar el efecto de las variables o supuestos clave que se han usado en la valoración en el precio de la acción. Esto nos permitirá evaluar cómo se comportaría la estimación del precio de la acción ante distintos escenarios, y que tan sensible es ante cambios en variables más relevantes.

En el caso de la valoración de Embonor, las variables más relevantes son el crecimiento de ingresos y la tasa de descuento seleccionada, el análisis se muestra en el siguiente cuadro:

Cuadro 61: Análisis de sensibilidad

Tasa de descuento/Crecimiento de ingresos									
	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
4,36%	1.637	1.677	1.717	1.758	1.799	1.841	1.883	1.925	1.968
5,36%	1.309	1.340	1.371	1.403	1.435	1.467	1.500	1.533	1.566
6,36%	1.085	1.110	1.135	1.160	1.186	1.212	1.238	1.265	1.292
7,36%	921	942	963	984	1.005	1.027	1.048	1.070	1.092
8,36%	797	815	832	850	868	886	904	922	941
9,36%	700	715	730	745	760	776	791	807	823
10,36%	621	634	647	660	673	687	700	714	727
11,36%	557	568	579	591	602	614	626	637	649
12,36%	503	513	522	533	543	553	563	574	584

Fuente: Elaboración Propia

En la primera columna se observan los distintos escenarios de tasa de descuento en incrementos de 1,0%, al comparar el efecto de estos incrementos en el precio estimado

de la acción, podemos ver que una disminución en la tasa de descuento tiene un efecto exponencial en el precio de la acción estimado, en donde al pasar de la tasa base de 7,36% a 6,36% el precio estimado incrementa en 172, y de 6,36% a 5,36% incrementa en 237. Lo contrario sucede al aumentar la tasa de descuentos en donde el precio estimado disminuye pero cada vez en menor medida.

Luego tenemos la sensibilidad de la tasa de crecimiento de los ingresos, la que está en la primera fila de la columna en incrementos de 1%. En este caso el crecimiento de ingresos afecta de una forma casi lineal en el precio de la acción, en donde cada 1% adicional aumenta el precio en aproximadamente CLP 21 o 2,1% del precio.

Finalmente podemos concluir que el supuesto más relevante en la estimación es la tasa de descuento, la cual tiene un efecto exponencial en el precio de la acción, por lo tanto tiene sentido tener en consideración los distintos escenarios de tasa de descuento para tener un rango probable de precios.

11. CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo hemos analizado en detalle a la empresa Coca-Cola Embonor S.A. recopilando sus principales características, historia, industria en la que opera, competidores, principales cifras operacionales, no operacionales, situación financiera y evolución histórica. Esta información nos permitió hacer una proyección de flujos de caja a futuro y determinar la tasa de descuento adecuada para estos flujos. Luego mediante el método de flujos de caja descontados llegamos a una estimación del valor del patrimonio de la empresa y por último el precio de la acción.

El precio de la acción estimado a marzo de 2020 es de CLP 963, lo que ubica a la estimación en un 4% por sobre el precio real observado a la fecha de CLP 930.

Cabe destacar que la estimación se ha realizado en un contexto sin precedentes a causa tanto de los disturbios sociales de Octubre de 2019 en nuestro País, y de la pandemia del virus COVID-19 a nivel mundial, los cuales han provocado altos niveles de pesimismo, alta volatilidad en los mercados y rápidos cambios en las expectativas de crecimiento y empleo en todo el mundo.

Por último considerando que a la fecha de la estimación la acción de Embonor se encontraba en mínimos de más de 4 años y que en retrospectiva el precio de la acción presenta indicios de recuperación a pesar de continuar con la incertidumbre a causa del COVID-19, podemos concluir que la estimación es razonable.

12. ANEXOS

12.1 Estadísticas regresión retornos Embonor – IGPA

12.1.1 Regresión 2017

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,358841314
Coefficiente de determinación R ²	0,128767088
R ² ajustado	0,120225589
Error típico	0,031704316
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,015153312	0,015153312	15,075467	0,000183559
Residuos	102	0,102526694	0,001005164		
Total	103	0,117680005			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,005231075	0,003142321	1,664717022	0,09903822	-0,001001703	0,011463853	-0,001001703	0,011463853
Variable X 1	0,807570998	0,207991375	3,882713872	0,00018356	0,395021091	1,220120904	0,395021091	1,220120904

12.1.2 Regresión 2018

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,337255409
Coefficiente de determinación R ²	0,113741211
R ² ajustado	0,105052399
Error típico	0,02850074
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,010633341	0,010633341	13,09053703	0,000463639
Residuos	102	0,082853804	0,000812292		
Total	103	0,093487145			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,002287194	0,002855466	0,800987996	0,425000467	-0,003376609	0,007950996	-0,003376609	0,007950996
Variable X 1	0,585225052	0,161749958	3,618084718	0,000463639	0,264394777	0,906055327	0,264394777	0,906055327

12.1.3 Regresión 2019

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,395237614
Coefficiente de determinación R ²	0,156212772
R ² ajustado	0,148020663
Error típico	0,024647947
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,011584634	0,011584634	19,06868811	3,00993E-05
Residuos	103	0,062574695	0,000607521		
Total	104	0,07415933			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,000209719	0,002410568	0,08700001	0,930840415	-0,004571073	0,004990512	-0,004571073	0,004990512
Variable X 1	0,596350312	0,136565514	4,366770902	3,00993E-05	0,325504825	0,8671958	0,325504825	0,8671958

12.1.4 Regresión 2020

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,636952349
Coefficiente de determinación R ²	0,405708294
R ² ajustado	0,399938472
Error típico	0,024283829
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,041465392	0,041465392	70,31556037	2,78919E-13
Residuos	103	0,060739548	0,000589704		
Total	104	0,102204941			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,001975126	0,002385009	-0,828142021	0,409504853	-0,006705228	0,002754976	-0,006705228	0,002754976
Variable X 1	0,64905328	0,077402436	8,385437399	2,78919E-13	0,495543804	0,802562756	0,495543804	0,802562756

13. REFERENCIAS

- Amihud et al. (2015). *"The Illiquidity Premium: International Evidence"*. (2015).
- Aswath Damodaran. *"Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset"*. Second Edition (2002).
- Aswath Damodaran. *"Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount"* (2005).
- BCI Equity research Embonor
<https://www.bci.cl/equityresearch/sector-bebidas/products/embonor>
- CCU Investor relations
<https://ccuinvestor.com/es/Bienvenidos-inversores>
- Coca-Cola Andina Inversionistas
<http://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- Coca-Cola Embonor S.A. Inversionistas
<https://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/sitio/home/#>
- Comisión para el Mercado Financiero (CMF), información financiera y de accionista de Embonor
<http://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93281000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAAWeAAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- DIPRES, Gobierno de Chile
<http://www.dipres.gob.cl/598/w3-channel.html>
- Fernández, Pablo. *"Valoración de Empresas"*, Tercera edición (2005)

- *ICR Chile informe anual de clasificación*
<https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/coca-cola-embonor-s-a>
- *Informativo diario Banco Central de Chile (Bcch)*
<https://si3.bcentral.cl/informativodiario/secure/main.aspx>
- *Investing.com acciones EMBONOR-B*
<https://es.investing.com/equities/embonor-b>
- *Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas*
- Maquieira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, (2010).
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicada* (1era edición.).
- *Statista.com crecimiento PIB Bolivia*
<https://www.statista.com/statistics/440113/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-bolivia/>
- *World Bank información económica Bolivia*
<https://data.worldbank.org/country/bolivia>
- *World Bank información económica Chile*
<https://data.worldbank.org/country/chile>