



VALORIZACIÓN COCA-COLA EMBONOR MÉTODO POR MÚLTIPLOS

VALORIZACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

ALUMNO: MATÍAS ARENAS BUSTOS
PROFESOR: GABRIELA CLIVIO
SANTIAGO, JUNIO 2024

Contenido

Resumen ejecutivo.....	3
1 Metodología.....	4
1.2.1 Múltiplos de Mercado.....	4
2. Descripción de la empresa y la industria	5
2.1 Antecedentes.	5
2.1.1 Historia.....	6
2.1.2 Principales accionistas.	7
2.1.3 Filiales.....	8
2.2. Descripción de la industria.....	10
2.2.1 Estado actual y actores principales.....	10
2.2.2. Regulación y fiscalización.....	10
3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa	12
4. Estimación costo de capital.....	12
5.1. Análisis crecimiento de la compañía.....	16
5.2. Análisis los costos y márgenes operacionales de la compañía.	18
5.3. Análisis de los resultados no operacionales.....	21
5.4. Análisis de márgenes de la compañía	21
5.5.1 Activos operacionales y no operacionales.....	25
5.5.2 Capital de trabajo neto operativo	26
5.5.3 Inversiones	27
5.5.4 Análisis de crecimiento de la Industria	29
6.1 Ingresos operacionales proyectados.....	30
6.2 Costos operacionales proyectados.....	33
6.3 Resultado no operacional proyectado.	34
6.4 Impuesto corporativo proyectado y Estado de resultados proyectados.....	34
7. Valor por Múltiplos:	35
9. Conclusiones.	37
9. Bibliografía y referencias.....	38

Resumen ejecutivo

La presente tesis aborda la valorización de Coca-Cola Embonor, una de las principales embotelladoras y distribuidoras de productos Coca-Cola en América Latina. En un contexto económico donde la correcta valorización de las empresas a través del análisis es crucial para las decisiones de inversión, este estudio tiene como objetivo proporcionar una valoración precisa de Coca-Cola Embonor utilizando el método por múltiplos.

El problema central de esta investigación es determinar el valor intrínseco de largo plazo de Coca-Cola Embonor, a través del método mencionado en el párrafo anterior.

Método por Múltiplos: Uso de múltiplos de mercado como el EV/EBITDA, EV/EBITDA y EV/Ventas para comparar a Coca-Cola Embonor con empresas similares en la industria, que para efectos de este análisis son las compañías CCU y Coca-Cola Andina

La estimación de los flujos de caja futuros de Coca-Cola Embonor mostró un crecimiento sostenido, con cierta volatilidad basado en su rendimiento histórico y proyecciones de mercado para ambos países donde se encuentra presenta la compañía, como lo es Chile (matriz) y Bolivia (filial).

La valoración mediante múltiplos de mercado mostró una valorización comparable de 1.468, con ciertas variaciones dependiendo del múltiplo utilizado.

Finalmente, según el presente estudio, Coca-Cola Embonor presenta un valor por acción de 1.130 pesos a la fecha de cierre del análisis. Al comparar este valor el resultado obtenido por el método de múltiplos se observa que el mercado está asignando un cierto castigo a la compañía. Este castigo parece ser resultado de la volatilidad económica en las regiones donde la empresa opera, particularmente en Chile.

El análisis sugiere que el mercado está descontando los riesgos asociados con la inestabilidad económica, lo cual ha afectado la valoración de las acciones de Coca-Cola Embonor. A pesar de esto, la valoración intrínseca obtenida mediante los métodos utilizados en este estudio proporciona una base sólida y justificada para considerar que el valor de la empresa puede estar subestimado por el mercado en las condiciones actuales.

1 Metodología.

Existen varios métodos de valoración de empresas, y la elección del método adecuado depende del tipo de empresa, la disponibilidad de información y el propósito de la valoración. Donde los métodos más utilizados es el método de valorización por múltiplos de mercado.

1.2.1 Múltiplos de Mercado

Este método compara la empresa con otras similares que cotizan en el mercado o que se han vendido recientemente. Se utilizan múltiplos como el Precio/Ganancias (P/E), Precio/Ingresos (P/S), Precio/Flujo de Efectivo (P/FCF), entre otros.

El método de valorización por Múltiplos de Mercado, también conocido como el enfoque de comparables, es una técnica utilizada en finanzas y valoración de empresas para determinar el valor de un activo o empresa. Se basa en el principio de que el valor de un activo puede ser estimado al compararlo con el valor de activos similares que se han vendido recientemente en el mercado.

El proceso para utilizar este método implica los siguientes pasos:

Identificación de Compañías Comparables: El primer paso es identificar empresas o activos que sean similares al que se está valorando. Esto implica encontrar compañías en la misma industria, con características financieras y operativas similares.

Selección de Múltiplos: Los múltiplos de mercado son ratios financieros que se utilizan para comparar diferentes empresas. Algunos de los múltiplos más comunes incluyen el Precio/Ganancias (P/E), el Valor de la Empresa/Ingresos (EV/Sales), el Valor de la Empresa/EBITDA (EV/EBITDA), entre otros.

Cálculo de los Múltiplos: Para cada una de las compañías comparables seleccionadas, se calcula el valor del múltiplo seleccionado. Por ejemplo, si estamos utilizando el P/E, se divide el precio de mercado de las acciones entre las ganancias por acción.

Ajustes y Consideraciones: Es importante realizar ajustes si hay diferencias significativas entre la empresa objetivo y las compañías comparables. Esto puede incluir factores como tamaño, ubicación geográfica, rangos.

De igual forma existen otros métodos de valorización, con un menor grado de utilización, que son los siguientes:

3.- Valoración por Activos Netos (VAN)

Este método se basa en el valor contable de los activos de la empresa, restando sus pasivos. Puede ser ajustado para reflejar el valor de mercado de los activos, en lugar de su valor contable.

4.- Valoración por Transacción Comparable:

Este método se basa en el análisis de transacciones recientes de empresas similares para determinar un valor relativo.

5.-Valoración por Multiplicador de Ingresos:

Similar a los múltiplos de mercado, pero se enfoca específicamente en los ingresos de la empresa.

6.-Método de Valoración por Opciones Reales

Este método aplica técnicas de valoración de opciones para evaluar el valor de las oportunidades y flexibilidades estratégicas de una empresa.

7.- Método de Valoración por Suma de Partes (SOP)

En este enfoque, se valora cada unidad de negocio o activo por separado y luego se suma para obtener el valor total de la empresa.

8.-Método de Valoración por Costo

2. Descripción de la empresa y la industria

2.1 Antecedentes.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	EMBONOR-A y EMBONOR-A
Clase de acción	Ambas de carácter preferente.
Derechos de cada clase	<p>Las acciones de clase A tiene derecho a nombrar a 6 directores titulares y sus suplentes respectivos. Adicionalmente posee derecho a voto pleno y sin limitaciones.</p> <p>Las acciones series B poseen derecho a voto limitado, teniendo solo opinión en las siguientes materias: la elección de un director Titular de la Sociedad y su respectivo Suplente.</p>
Rubros y países donde opera	Chile y Bolivia.

Clasificaciones	AA
-----------------	----

Tabla 1

2.1.1 Historia

La historia de Coca-Cola Embonor fue fundada 1962 cuando la compañía nació como Embotelladora Arica, obteniendo la licencia para producir y distribuir productos Coca-Cola en las regiones de Arica e Iquique.

En 1974, se inauguró una nueva planta en Arica, quintuplicando su capacidad de producción. En 1988, se amplió aún más con la apertura de otra planta en Iquique, operada a través de la filial Embotelladora Iquique S.A.

Más de 20 años después, en 1995, Coca-Cola Embonor adquirió las franquicias y activos de embotellado de Embotelladoras Bolivianas Unidas (Embol) en La Paz, Cochabamba y Oruro, lo que triplicó su escala de producción. Además, se llevó a cabo una colocación privada del 25% del patrimonio entre nuevos accionistas, fortaleciendo su posición en el mercado.

En 1997, Coca-Cola Embonor se abrió a la Bolsa de Comercio de Santiago y aumentó su participación en Embol, llegando a controlar el 99.9% de esta empresa.

En 1999, la empresa dio un paso importante al adquirir las operaciones de embotellado de Inchcape plc. en Chile y Perú, obteniendo el 99.9% de Embotelladoras Williamson Balfour S.A., el 64.3% de Embotelladora Latinoamérica S.A. (ELSA) y el 66.1% de Industrial Iquitos S.A. en Perú. Esta adquisición le permitió abastecer productos Coca-Cola en el 90% del mercado peruano.

El año 2.000 marcó un cambio de nombre, pasando a llamarse Coca-Cola Embonor S.A., reflejando su posición como embotelladora oficial de Coca-Cola en la región.

En 2004, la empresa vendió sus operaciones en Perú, centrando su atención en Chile y Bolivia, y utilizando los recursos generados para la reducción de pasivos. En 2005, se produjo una reorganización de operaciones, con la separación de actividades de producción, embotellado y ventas en la filial Embonor S.A., que se enfocó en transporte y logística.

En 2006, The Coca-Cola Company autorizó a Coca-Cola Embonor a producir bebidas no carbonatadas (jugos) y aguas purificadas y saborizadas. Además, la empresa adquirió el 26.4% del capital accionario de Vital Aguas S.A. y firmó un contrato de

abastecimiento de jugos con Vital S.A. Además, comenzó la producción de botellas PET no retornables a través de la filial Embonor Empaques S.A.

A lo largo de los años, Coca-Cola Embonor continuó expandiéndose y diversificando su cartera de productos. En 2011, adquirió una participación importante en VJ S.A., una empresa dedicada a la producción y comercialización de jugos. En 2012, celebró su 50 aniversario y adquirió una participación en Envases CMF S.A. y aumentó su participación en VJ S.A.

La empresa continuó innovando y expandiendo su presencia en el mercado a lo largo de los años, incorporando nuevas marcas y ampliando su objeto social. En 2021, Coca-Cola Embonor amplió su objeto social e incorporó otras actividades a su giro.

Hasta la fecha, Coca-Cola Embonor sigue siendo una parte integral del mercado de bebidas en Chile y Bolivia, adaptándose a las necesidades cambiantes de los consumidores y manteniendo su compromiso con la calidad y la innovación en la industria de bebidas.

2.1.2 Principales accionistas.

La empresa es controlada por la familia Vicuña García – Huidobro, dicho grupo controlador posee el 52,6% de las acciones de la compañía, compuesto por 87,5% de las acciones Serie A y 20,6% de la Serie B.

Adicional a lo anterior destacan los fondos de inversión y otros inversionistas institucionales los cuales tienen en su poder 20% y 12,3% de las acciones totales respectivamente.

Accionistas	Serie A	Serie B	Total
	% de Participación	% de Participación	% de Participación
Grupo Controlador	87,5%	20,6%	52,6%
Fondos de Inversión	0,0%	38,4%	20,0%
AFP y Compañía de Seguros	0,0%	23,7%	12,3%
Corredores de Bolsa	3,3%	8,1%	5,8%
Fondos Mutuos	0,0%	0,9%	0,5%
Otros	9,3%	8,4%	8,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Tabla 2

Accionistas	RUT	Serie A	Serie B
		% de Participación / Serie A	% de Participación / Serie B
Libra Inversiones Limitada	76.122.487-5	80%	21%
Inversiones V. y S. Limitada	78.556.220-8	3%	0%
Inversiones V. y T. Limitada	78.379.210-9	3%	0%
Distribuidora Dinor S.A.	93.860.000-7	1%	0%
Total		88%	21%

Tabla 3

Accionistas Serie A.

Nombre de los Accionistas	Cantidad de Acciones	% de Participación
Libra Inversiones Limitada	196.229.874	80,28%
Inversiones V. y S. Limitada	8.268.305	3,38%
Inversiones Nilahue Limitada	7.700.970	3,15%
Inversiones V. y T. Limitada	7.612.441	3,11%
Rentas Latinsa Limitada	6.761.619	2,77%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	5.259.246	2,15%
Inversiones Cousiño Macul Limitada	5.111.712	2,09%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	2.108.016	0,86%
Distribuidor Dinor S.A.	1.709.042	0,70%
Inversiones Mardos S.A.	1.639.728	0,67%
Asesorías e Inversiones Hohlberg Ltda.	410.854	0,17%
Araque Abdelnur Elena Vilma	256.666	0,11%
Total Mayores Accionistas	243.068.473	99,45%
Otros 113 accionistas	1.352.231	0,55%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	244.420.704	100,00%

Tabla 4

Accionistas Serie B.

Nombre de los Accionistas	Cantidad de Acciones	% de Participación
Libra Inversiones Limitada	54.500.000	20,46%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros No Residentes	33.672.693	12,64%
Pionero Fondo de Inversión	15.065.000	5,65%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	13.616.034	5,11%
Rentas Latinsa Limitada	10.075.655	3,78%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	9.596.429	3,60%
Banco de Chile por Cuenta de Citi Na New York Clie	7.679.138	2,88%
AFP CUPRUM S.A. Para Fondo Pensión A	7.573.922	2,84%
AFP CUPRUM S.A. Para Fondo Pensión C	7.171.574	2,69%
Toesca Small Cap Chile Fondo de Inversión	6.786.917	2,55%
Btg Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	6.209.901	2,33%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	5.413.147	2,03%
Total Mayores Accionistas	177.360.410	66,57%
Otros 149 accionistas	89.072.116	33,43%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	266.432.526	100,00%

Tabla 5

2.1.3 Filiales.

Nombre	Capital suscrito y pagado	Porcentaje de participación	Objeto Social
Embotelladora Iquique S.A.	1.332.906	99,99%	Distribuir y comercializar bebidas.

Embonor S.A.	10.435.771	99,99%	Prestar servicios de administración y manejo de transportes terrestre nacional e internacional.
Embonor Empaques S.A.	21.242	99,99%	Fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases, contenedores; y prestar servicios de embotellamiento.
E-Embonor SpA	10.000	100%	Comercializar y distribuir a través de un canal de e-commerce, todo tipo de productos en general, incluyendo bebidas alcohólicas y analcohólicas.
Embonor Inversiones S.A.	4.946.019	99,99%	Invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general.
Inversora Los Andes S.A.	17.358.195	99,99%	Desarrollar todas las actividades permitidas en la legislación boliviana como sociedad de inversiones.
Embotelladoras bolivianas Unidas S.A.	36.422.711	99,99%	Producción, embotellamiento y comercialización de refrescos y bebidas en general.

Tabla 6

La compañía posee 7 filiales, de las cuales 5 apoyan las operaciones en Chile y 2 gestionan el negocio en Bolivia.

2.2. Descripción de la industria

2.2.1 Estado actual y actores principales.

La empresa se desempeña en la industria de bebidas no alcohólicas y refrescantes tanto en el mercado local como boliviano, dicho mercado está compuesto por diferentes categorías, donde destacan las bebidas gaseosas, aguas y bebidas no carbonatadas. En lo que respecta al mercado chileno, las empresas dominantes son Coca Cola Embonor, Embotelladora Andina y Compañía de cerveceras unidas.

Embotelladora Andina S.A. es una de las principales embotelladoras de bebidas no alcohólicas en América Latina. La empresa opera en varios países de la región, incluyendo Chile, Argentina y Brasil. Andina se dedica principalmente a la producción y distribución de una amplia gama de bebidas, incluyendo marcas de The Coca-Cola Company, así como productos propios y de terceros. La empresa tiene una larga historia y una presencia significativa en la industria de bebidas, contribuyendo a la economía y la oferta de bebidas refrescantes en los mercados en los que opera. Además, Andina suele estar comprometida con prácticas de sostenibilidad y responsabilidad social corporativa. Es importante destacar que Andina distribuye aproximadamente el 60% de los productos de Coca Cola company a nivel nacional, mientras que Coca Colca embonor distribuye el 40% restante.

Por otro lado, CCU opera en Chile, Argentina, Bolivia, Uruguay y Paraguay y realizando exportaciones a más de 80 países. A diferencia de Andina y Coca Cola Embonor, CCU no distribuye ningún producto de Coca Cola Company apostando por marcas propias y asociadas entre las que destacan Bilz y Pap, Kem piña, Canada Dry, Pepsi y muchas otras. A diferencia de las otras dos empresas dominantes del mercado, su gama de productos considera a las bebidas alcohólicas como un eje central de su estrategia.

Categoría	Chile	Bolivia
Gaseosas	64,10%	73,70%
Aguas	40,20%	57,80%
Bebidas no Carbonatadas	40,80%	43,20%

Tabla 7

2.2.2. Regulación y fiscalización

Coca-Cola Embonor S.A. en Chile y Bolivia está sujeta a una serie de regulaciones y normativas legales específicas relacionadas con su actividad empresarial. En Chile, estas regulaciones incluyen:

La Ley N° 20.606 sobre Composición Nutricional de los Alimentos y su Publicidad, que requiere la modificación del etiquetado de productos clasificados como "altos en azúcar". Ley N°20.920 de Responsabilidad Extendida del Productor (Ley REP), que tiene como objetivo reducir la generación de residuos y fomentar su reutilización y reciclaje. Y la ley 21.368 que regula la entrega de plásticos de un solo uso y las botellas plásticas, con el fin de proteger el medio ambiente y reducir la generación de residuos.

Igual de importante son las leyes relacionadas a las bebidas alcohólicas entre las que destacan la ley N°18.455, relacionada a Normas sobre Producción, Elaboración y Comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagres; y la ley N° 19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas.

En el caso de Bolivia, las regulaciones que se aplican a la empresa son las mismas que rigen la actividad empresarial en general, e incluyen el Código de Comercio, la Ley General del Trabajo, el Código de Seguridad Social, entre otras. Las entidades reguladoras en Bolivia incluyen la Autoridad de Fiscalización a Empresas, el Ministerio de Trabajo, el Sistema de Impuestos Nacionales y otras agencias relacionadas.

3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

Valor UF 27.566 28.310 29.070 30.992 35.111 36.089

Cuadro 1: Detalle deuda financiera						
Deuda Financiera Corriente (Miles de UF)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Obligaciones con el Público, porción corto plazo	566	64	41	16	16	29
Créditos corto plazo Chile	-	212	-	-	-	-
Créditos corto plazo Bolivia	147	155	154	644	-	-
Créditos largo plazo Chile, porción corto plazo	30	43	29	22	21	20
Créditos largo plazo Bolivia, porción corto plazo	529	706	803	984	749	775
Pasivos de Cobertura	4	-	10	-	-	-
Total deuda financiera corriente	1.276	1.180	1.037	1.665	786	825
% sobre total	15,7%	12,6%	9,9%	16,2%	8,1%	7,0%
Deuda Fin. No corriente	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Obligaciones con el Público	1.521	1.479	1.459	1.461	1.464	3.879
Créditos denominados en pesos	1.797	2.234	2.590	1.990	2.380	2.326
Créditos bancarios Bolivia	3.511	4.488	5.391	5.177	5.079	4.774
Total deuda fin. no Corriente	6.830	8.200	9.440	8.629	8.923	10.980
% sobre total	84,3%	87,4%	90,1%	83,8%	91,9%	93,0%
Total deuda financiera (B)	8.106	9.381	10.477	10.294	9.709	11.805
Var.%		15,7%	11,7%	-1,7%	-5,7%	21,6%

Cuadro 2: Patrimonio económico						
Ítem/Año	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
N acciones (Miles)	510.853	510.853	510.853	510.853	510.853	510.853
Precio \$CLP	1.675	1.320	911	976	1.315	1.130
Patrimonio económico (Miles de UF)	31.041	23.814	16.003	16.085	19.133	15.995
Patrimonio Contable (Miles de UF)	13.575	13.764	14.446	13.895	13.978	13.952

Cuadro 3 Valor económico						
Ítem/Año	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Patrimonio económico (P) (Miles de UF)	31.041	23.814	16.003	16.085	19.133	15.995
Valor deuda financiera (B) (Miles de UF)	8.106	9.381	10.477	10.294	9.709	11.805
Valor económico (V)	39.147	33.195	26.480	26.379	28.842	27.800

Cuadro 4 Estructura de capital						
Ítem/Año	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Razón endeudamiento (B/V)	0,21	0,28	0,40	0,39	0,34	0,42
Razón Patrimonio a Valor Empresa (P/V)	0,79	0,72	0,60	0,61	0,66	0,58
Razón Deuda a Patrimonio	0,26	0,39	0,65	0,64	0,51	0,74

Tabla 8

4. Estimación costo de capital

Para la aproximación, se calculó un beta patrimonial apalancado, considerando una muestra de 105 datos, con los retornos del IGPA y de Coca-Cola Embonor, entre las fechas 02 de julio del 2021 al 30 de junio de 2023, tomando los viernes o el último día hábil de casa semana, con estos datos el beta apalancado da como resultado 0.52, con un P-Valué menor a 0.05 y un R cuadrado de 0.1 o 10%.

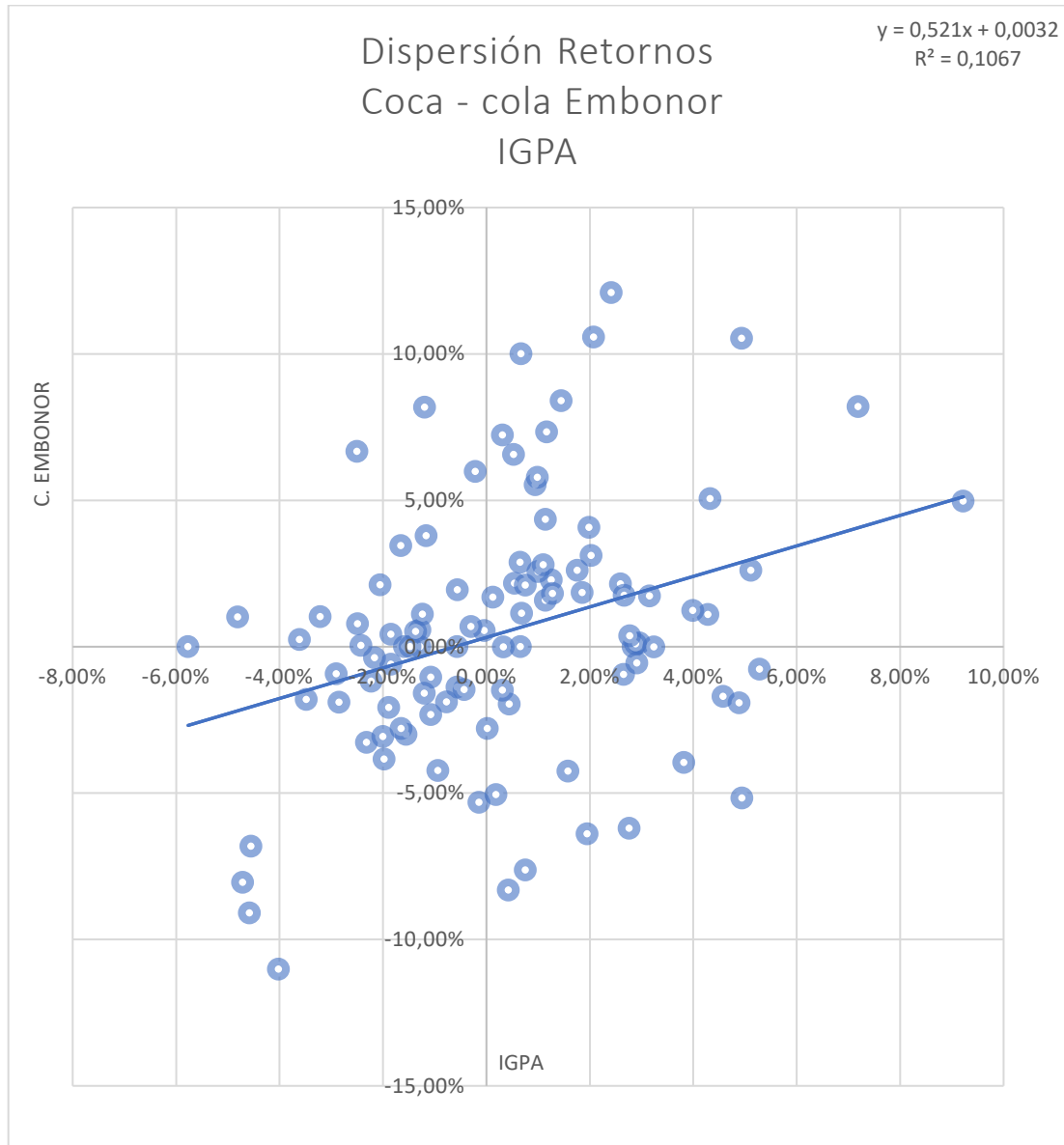


Ilustración 1 Fuente: Propia

Considerando el Beta resultado de la regresión, ajustamos considerando lo expuesto por Blume y tenemos

$$\beta_{Ajustado} = 0,521 \cdot 0,67 + 0,33 = 0,679$$

Luego, debemos desapalancar el beta patrimonial de la acción, utilizando Hamada:

$$\beta = \beta_{Sin\ Deuda} \cdot [1 + (1 - Tc) \cdot B/V] - (1 - Tc) \cdot \beta_{Deuda} \cdot B/V$$

$$\beta_{Sin Deuda} = \frac{(\beta_{Ajustado} + (1 - 27\%) \cdot (\beta_{Deuda} \cdot 0,62))}{(1 + (1 - 27\%) \cdot 0,62)}$$

$$\beta_{Sin Deuda} = 0,5389$$

Bono	G
Nemotécnico	BKOEM-G
Fecha de Emisión	31-05-2023
Valor Nomina	2.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-11-2041
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	3,20%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	37
Periodo de Gracia	-
Clasificación de Riesgo Feller-Rate:	AA
Valor de Mercado	97,1729

Tabla 9

Utilizando la misma ecuación, el beta patrimonial sin deuda calculado (0,44) y la estructura de capital objetivo, puesta en el cuadro de estructura de capital objetivo, planteado anteriormente (0.335), se vuelve a apalancar utilizando Hamada, dando como resultado un beta patrimonial apalancado de 0.6143

Para efectos de la tasa de libre riesgo, se utilizó un bono del banco central (BTU0300144), al 29 de junio del 2023 (fecha de valorización propuesta), del 2% real (en UF).

El costo de la deuda es de 3,56%, considerando el ultimo bono emitido por la compañía, a través del yield to maturity ("YTM"), que corresponde a la tasa de mercado del bono y considerando una prima por riesgo de 6,76% (fuente Carlos Maquieira), se calcula el beta de la deuda utilizando CAPM.

$$K_b = r_f \cdot (E(r_{fm} - r_f) \cdot B_b)$$

$$3,56\% = 2\% \cdot 6,76\% \cdot B_b$$

$$B_b = 0,23$$

Costo Patrimonial (k_p) utilizando CAPM se estima la tasa de costo patrimonial. A este se le suma un premio por liquidez (ya que la empresa tiene una presencia bursátil de 51,67%) de 2,18%, (ver Amihud et al, 2015).

$$\begin{aligned}K_b &= r_f \cdot \beta \cdot (E(r_{fm}) - r_f) + 2,18\% \\K_b &= 2\% \cdot 0,6143 \cdot 6,76\% + 2,18\% \\K_b &= 8,33\%\end{aligned}$$

Finalmente, el costo de capital $K_{(o)}$, se calcula utilizando el costo de capital promedio ponderado (WACC).

$$\begin{aligned}K_{(o)} &= K_{(p)} \cdot P/V + K_{(b)} \cdot (1 - Tc) \cdot B/V \\K_{(o)} &= 8,33\% \cdot 0,66 + 3,56\% \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,34 \\K_{(o)} &= 6,41\% \text{ Tasa real en UF}\end{aligned}$$

5.1. Análisis crecimiento de la compañía.

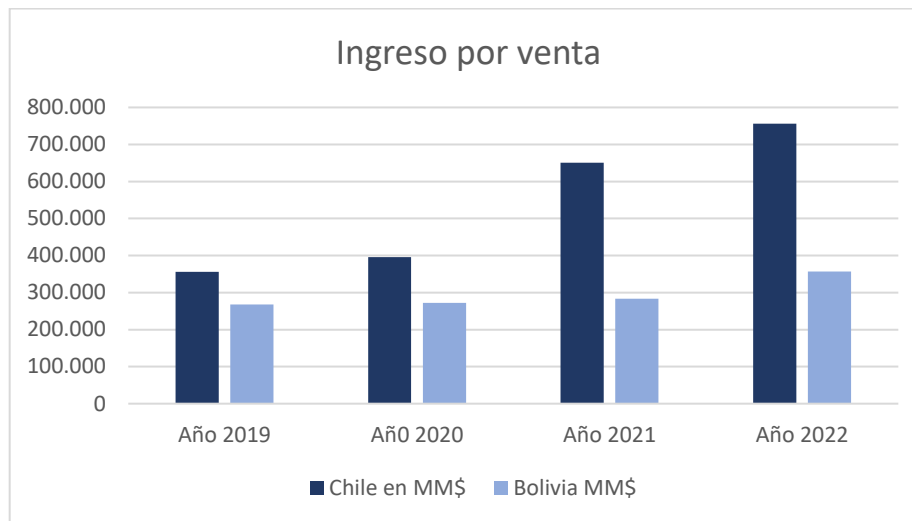


Ilustración 2. Fuente: Elaboración propia.

Embonor posee dos segmentos de operación, Chile y Bolivia. De cara a analizar el crecimiento se observa que hasta el año 2021 había cierta estructura que rondaba el 60%-40% de los ingresos para Chile y Bolivia respectivamente. Sin embargo, en dicho año Chile presenta un crecimiento sustancialmente superior transformando la estructura en un 70%- 30%. Esto se ve explicado por el inicio de las distribuciones de bebidas alcohólicas en el territorio nacional, dicha línea de negocio no se encuentra en el país vecino lo que explicaría por qué se incrementa el gap en los ingresos de ambos países.

Miles de UF (Vta Emb.)	2018	2019	2020	2021	2022
Bebidas Carbonatadas	15.642	16.521	16.538	17.850	18.350
Aguas y Jugos	3.890	4.105	3.877	4.803	5.224
Licores y Cervezas	0	550	1.538	5.957	6.566
Otros Productos	942	864	842	1.552	1.565
Total	20.474	22.040	22.795	30.163	31.705
Var. %		7,6%	3,4%	32,3%	5,1%

Tabla 10. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

Cuando evaluamos el ingreso por producto observamos que claramente el grueso de los ingresos proviene por parte de las bebidas carbonatadas. Es importante destacar que el crecimiento en el apartado de bebidas alcohólicas es sustancialmente superior al de las demás categorías lo cual es esperable dado que se trataba de una nueva línea de negocio, sin embargo, el último parece haber alcanzado un crecimiento más en línea con el resto de los productos. Esto es relevante de cara a la proyección del crecimiento en futuros apartados.

Crec.%	2018	2019	2020	2021	2022
Bebidas Carbonatadas	-	5,6%	0,1%	7,9%	2,8%
Aguas y Jugos	-	5,5%	-5,5%	23,9%	8,8%
Licores y Cervezas	-	-	179,8%	287,4%	10,2%
Otros Productos	-	-8,3%	-2,6%	84,4%	0,8%
Total		7,6%	3,4%	32,3%	5,1%

Tabla 11. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

Al analizar por filial, las cifras de ingresos en volumen de litros, se muestran con crecimientos estables en ambos países, a excepción del año 2021, que se ve un crecimiento de más de 20%, generado por la estabilización de la categoría de licores y cervezas y por un efecto de mayor consumo en Chile, consumo producto de políticas del gobierno. Efectos que aumentaron el consumo per cápita en la operación chilena desde 396 a 457 (medido en botellas vendidas de 8 onzas, ver gráfico siguiente) lo que muestra una variación de más de 50%.

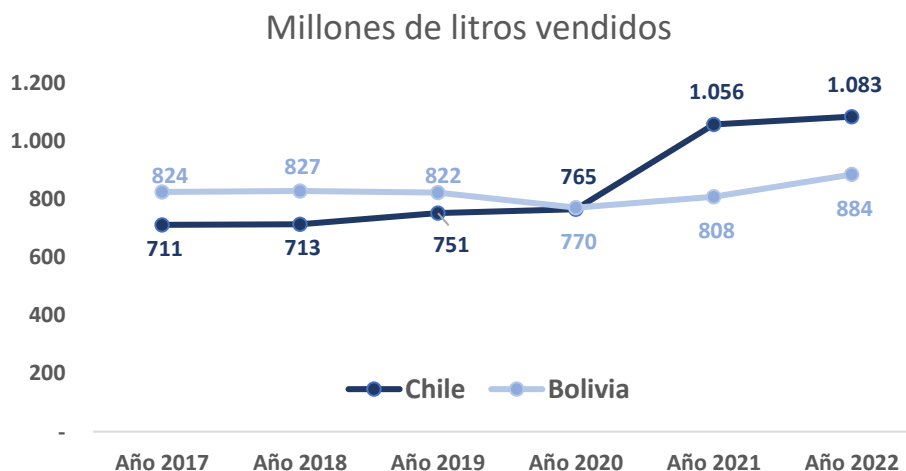


Ilustración 3. Fuente: Elaboración propia.

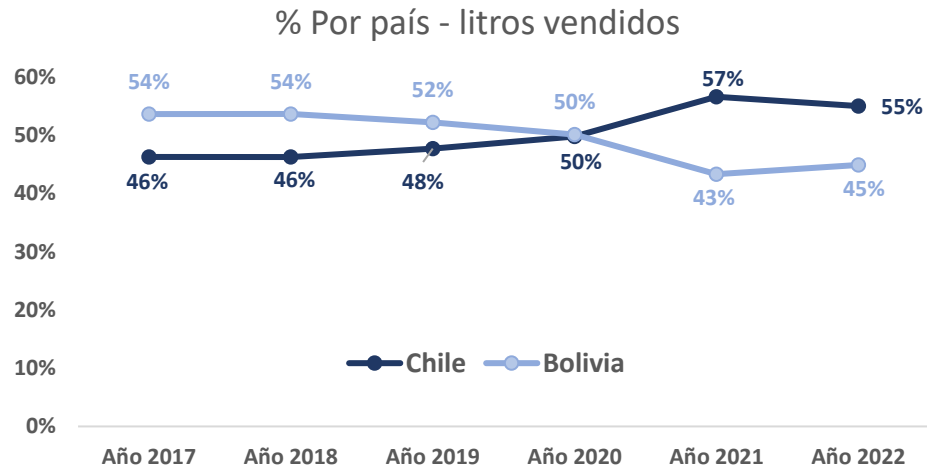


Ilustración 4. Fuente: Elaboración propia.

5.2. Análisis los costos y márgenes operacionales de la compañía.

Los costos y gastos operacionales representan el grueso de los costos de la compañía y como se puede observar, en los últimos años han presentado un crecimiento importante respecto a los primeros años del análisis, sin embargo, el dicho crecimiento se ve explicado principalmente por el aumento en las ventas que ha experimentado la empresa, sobre todo en los años posteriores al 2021.

Costo de venta (Miles de UF)	2018	2019	2020	2021	2022
Materias Primas	7.009	7.325	6.996	7.648	8.362
Costos Adquisición	1.507	1.630	1.667	7.445	8.072
Mano de Obra	1.039	1.153	1.097	1.055	1.090
Depreciación	1.046	980	1.047	986	1.015
Otros	1.179	1.495	2.327	1.227	1.199
Total	11.780	12.583	13.135	18.360	19.739

Costos Distribución (Miles de UF)	2018	2019	2020	2021	2022
Mano de Obra	1.509	1.709	1.706	2.317	1.648
Publicidad	442	746	629	703	691
Mano de Obra	2.068	2.249	2.213	3.346	2.278
Depreciación	300	343	384	409	328
Otros	726	428	765	1.173	1.003
Total	5.045	5.475	5.698	7.949	5.948

Gastos de Administración (M. de UF)	2018	2019	2020	2021	2022
Mano de Obra	616	728	687	745	594
Honorarios, viajes, estadías y similares	357	400	496	584	417
Depreciación	69	60	69	78	54
Otros	94	102	76	101	78
Total	1.136	1.291	1.328	1.508	1.144

Tabla 12. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

Para entender mejor en que costos incurre la compañía para poder realizar sus funciones, resulta útil entender el cómo se desglosan los costos de venta, distribución y administración antes mencionados.

Por el lado de los costos de venta, las materias primas, (la adquisición de estas), mano de obra, depreciación y otros. Como se puede observar el grueso de los gastos está representando por las materias primas, pero a partir de 2021, los costos de adquisición adquieren la misma relevancia en la categoría.

En el caso de los costos de distribución comparten los componentes mencionados en los costos de ventas, pero se añade publicidad siendo este un elemento clave para la categoría.

Finalmente, en los gastos de administración destaca por incluir los honorarios y viáticos asociados, lo cual puede considerarse esperable.

Costo de venta Variación (%)	2018	2019	2020	2021	2022
Materias Primas	-	4,5%	-4,5%	9,3%	9,3%
Costos Adquisición	-	8,1%	2,3%	346,5%	8,4%
Mano de Obra	-	11,0%	-4,8%	-3,9%	3,4%
Depreciación	-	-6,3%	6,9%	-5,9%	3,0%
Otros	-	26,8%	55,7%	-47,3%	-2,2%
Total		6,8%	4,4%	39,8%	7,5%

Costos Distribución Var. %	2018	2019	2020	2021	2022
Mano de Obra	-	13,2%	-0,1%	35,8%	-28,9%
Publicidad	-	68,7%	-15,6%	11,7%	-1,6%
Mano de Obra	-	8,7%	-1,6%	51,2%	-31,9%
Depreciación	-	14,4%	11,8%	6,6%	-19,8%
Otros	-	-41,0%	78,5%	53,4%	-14,5%
Total	-	8,5%	4,1%	39,5%	-25,2%

Gastos de Administración Var. %	2018	2019	2020	2021	2022
Mano de Obra	-	18,3%	-5,8%	8,5%	-20,3%
Honorarios, viajes, estadías y similares	-	12,0%	23,9%	17,8%	-28,6%
Depreciación	-	-12,5%	14,7%	12,6%	-29,9%
Otros	-	8,5%	-25,1%	32,0%	-22,7%
Total	-	13,6%	2,8%	13,6%	-24,2%

Tabla 13. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor

Cuando observamos la variación de cada apartado respecto al año anterior destacan dos puntos relevantes un aumento en la publicidad a partir del año 2019, pero aún más importante es destacar el aumento en costos de adquisición en el año 2021 presentando un aumento de más de un 300%, donde por lo que se pudo investigar en las notas de los resultados financieros, hubo una reclasificación contable que no da detalle suficiente para entregar un análisis más detallado, pero si se puede observar que este incremento reflejo un incremento de más de 3 puntos porcentuales en los costos de la compañía.

Al comparar los costos respecto a los ingresos vemos que en promedio estos representan el 88% de los ingresos operacionales, ahora bien, es importante destacar que el 2021 se podría considerar un outlayer dado que los costos representaron un 92% de los ingresos. Adicionalmente destaca el hecho que gran parte de ese porcentaje corresponde a las materias primas y el costo de adquisición representando más del 50% de los ingresos en la actualidad.

Costo de venta (Sobre Vtas)	2018	2019	2020	2021	2022
Materias Primas	34,23%	33,24%	30,44%	25,35%	26,38%
Costos Adquisición	7,36%	7,39%	7,25%	24,68%	25,46%
Mano de Obra	5,08%	5,23%	4,77%	3,50%	3,44%
Depreciación	5,11%	4,45%	4,56%	3,27%	3,20%
Otros	5,76%	6,78%	10,12%	4,07%	3,78%
Total	57,54%	57,09%	57,14%	60,87%	62,26%

Costos Distribución (Sobre Vtas)	2018	2019	2020	2021	2022
Mano de Obra	7,37%	7,75%	7,42%	7,68%	5,20%
Publicidad	2,16%	3,38%	2,74%	2,33%	2,18%
Mano de Obra	10,10%	10,20%	9,63%	11,09%	7,18%
Depreciación	1,47%	1,56%	1,67%	1,36%	1,04%
Otros	3,54%	1,94%	3,33%	3,89%	3,16%
Total	24,64%	24,84%	24,79%	26,35%	18,76%

Gastos de Administración (Sobre Vtas)	2018	2019	2020	2021	2022
Mano de Obra	3,01%	3,31%	2,99%	2,47%	1,87%
Honorarios, viajes, estadías y similares	1,75%	1,82%	2,16%	1,94%	1,32%
Depreciación	0,34%	0,27%	0,30%	0,26%	0,17%
Otros	0,46%	0,46%	0,33%	0,33%	0,25%
Total	5,55%	5,86%	5,78%	5,00%	3,61%

Tabla 14. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

5.3. Análisis de los resultados no operacionales

RNOP. Miles de UF	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos financieros	38,9	30,5	20,1	20,5	51,0
Costos financieros	-400,8	-470,8	-529,2	-420,6	-454,9
Participación en las ganancias (pérdidas) de	31,8	58,3	84,5	140,2	122,0
Diferencias de cambio	75,8	-4,4	-100,9	57,1	-31,4
Resultados por unidades de reajuste	-84,2	-24,9	-35,1	-85,1	-168,8
Ganancia no operacional	-338,5	-411,3	-560,7	-287,8	-482,1
Ganancia no op.%	-1,65%	-1,87%	-2,44%	-0,95%	-1,52%

Tabla 15. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

Respecto a los resultados no operacionales podemos decir que estos no son relevantes para la compañía y por lo tanto para el análisis representando menos de un 2,5% de los ingresos totales de la empresa en la historia reciente. A pesar de esto es importante destacar que la partida más relevante es la de los costos financieros lo cual podría considerarse esperable.

5.4. Análisis de márgenes de la compañía

Los márgenes de la Compañía se presentan en el cuadro 5 siguiente, y se grafica el margen operacional (o EBIT) (en grafico n°2). Es posible señalar que la Compañía presenta márgenes que se han comportado en forma estable en el tiempo, con

excepción del año 2022, donde se observan márgenes brutos y operacionales levemente más bajos que el promedio de 12,% (años 2018 al 2022), pero a pesar de esto, las series de márgenes se ven lo suficientemente planas en el tiempo, al contrastar con la desviación estándar, en general son valores muy pequeños respecto al promedio, lo que indica “baja volatilidad” en el promedio de EBIT en el periodo analizado (2018 al 2012).

Coca cola Embonor, cifras en miles de uf						
ITEM	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023
Valor UF	27.566	28.310	29.070	30.992	35.111	36.089
Ingresos por Ventas	20.474	22.040	22.986	30.163	31.705	15.738
Ganancia Bruta	8.694	9.457	9.851	11.803	11.966	5.771
%	42,46%	42,91%	42,86%	39,13%	37,74%	36,67%
Ganancia Oper.	2.556	2.680	2.826	3.748	3.612	1.451
%	12,48%	12,16%	12,29%	12,42%	11,39%	9,22%
Utilidad (Pérdida)	1.601	1.663	1.707	2.810	2.485	998
%	7,82%	7,54%	7,43%	9,31%	7,84%	6,34%
EBITDA	3.971	4.063	4.326	5.167	5.057	2.250
%	19,39%	18,44%	18,82%	17,13%	15,95%	14,30%

Tabla 16. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

CCU, cifras en miles de uf					Embotelladora Andina, cifras en miles de uf				
ITEM	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023	ITEM	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023
Valor UF	29.070	30.992	35.111	36.089	Valor UF	29.070	30.992	35.111	36.089
Ingresos por Ventas	63.900	80.173	77.225	36.195	Ingresos por Ventas	58.420	71.527	75.671	36.742
Ganancia Bruta	30.050	38.499	34.078	16.746	Ganancia Bruta	23.246	27.147	29.284	14.356
%	47,03%	48,02%	44,13%	46,27%	%	39,79%	37,95%	38,70%	39,07%
Ganancia Oper.	6.419	10.663	6.591	3.247	Ganancia Oper.	8.242	9.436	9.830	4.707
%	10,04%	13,30%	8,54%	8,97%	%	14,11%	13,19%	12,99%	12,81%
Utilidad (Pérdida)	3.722	7.068	3.859	1.606	Utilidad (Pérdida)	4.235	5.067	3.659	1.510
%	5,82%	8,82%	5,00%	4,44%	%	7,25%	7,08%	4,83%	4,11%
EBITDA	10.196	10.885	10.194	5.057	EBITDA	12.058	12.817	13.230	6.359
%	15,96%	13,58%	13,20%	13,97%	%	20,64%	17,92%	17,48%	17,31%

Tabla 17. Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la Industria comparable, considerando Embotelladora Andina y CCU, al contrastar el margen operacional (EBIT) de Coca Cola Embonor, se observa una estabilidad similar, en rangos promedio de 10% y 13,5% app., con caída en el año 2022, donde se infiere una caída en la industria por efectos macroeconómicos en el mismo año, asociados a alta inflación en Chile y política monetaria restrictiva por parte del Banco Central, incremento en el riesgo País por motivos políticos/económicos.

EBIT. Empresas comparables

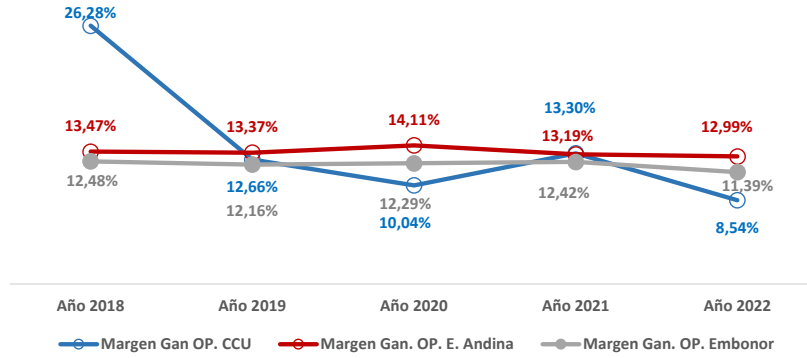


Ilustración 5. Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, al separar la información de márgenes por filial y analizar el margen EBITDA, la distribución queda de la siguiente manera (ver gráficos siguientes):

EBITDA EMBONOR en MMUF

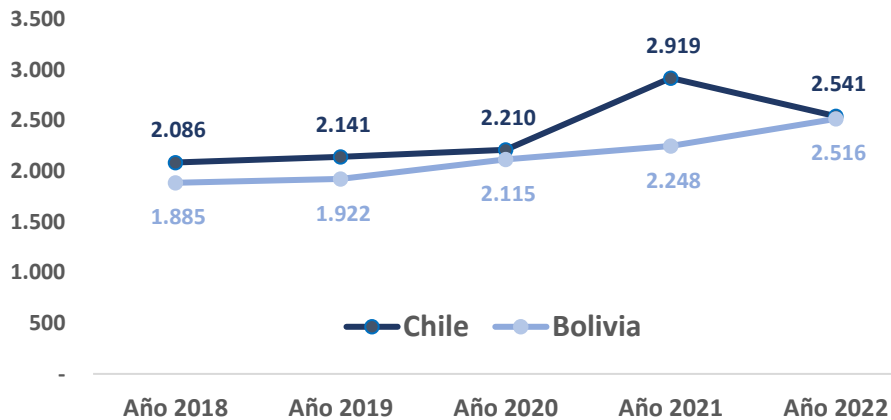


Ilustración 6. Fuente: Elaboración propia.

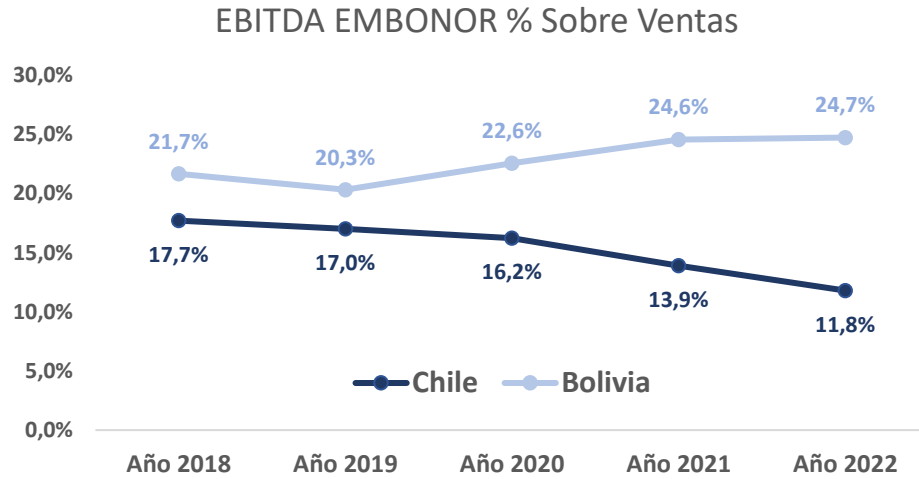


Ilustración 7. Fuente: Elaboración propia.

Como se ve en los gráficos anteriores (numero 6 y 7), el margen ebitda de Bolivia presenta un crecimiento año a año relevante, dado el mayor potencial, producto de la menor competencia en el País y su creciente consumo per cápita. Respecto a Chile, al participar en un mercado con competidores como CCU y Andina, junto a estar en un mercado ya desarrollado en términos de competencia los márgenes tienden a ser más bajos y susceptibles a la economía chilena.

5.5.1 Activos operacionales y no operacionales

En Millones					
Balance en Miles	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023	Clasificación	Comentario
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	61.641	87.653	54.616	Operacional	
Otros activos financieros corrientes	47.448	-	27.994	No Operacional	Depósitos y otros
Otros activos no financieros corrientes	2.814	3.995	5.466	Operacional	Pagos anticipados
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	98.589	119.826	89.159	Operacional	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	579	1.035	4.605	Operacional	
Inventarios corrientes	99.989	119.815	112.871	Operacional	
Activos por impuestos corrientes, corrientes	2.699	10.333	8.074	Operacional	
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificad-	-	-	-	No Operacional	
Activos corrientes totales	313.760	342.657	302.786		
Otros activos financieros no corrientes	17.790	16.877	76.096	No Operacional	Depósitos y otros
Otros activos no financieros no corrientes	620	1.455	1.652	Operacional	Pagos anticipados
Cuentas por cobrar no corrientes	-	-	-	Operacional	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	-	-	-	Operacional	
Inventarios, no corrientes	-	-	-	Operacional	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	55.227	59.462	59.193	Operacional	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	4.520	4.572	4.444	Operacional	
Plusvalía	144.478	144.478	144.478	Operacional	
Propiedades, planta y equipo	452.870	504.158	506.378	Operacional	
Propiedad de inversión	1.399	-	-	Operacional	
Activos por derecho de uso	2.939	3.315	1.681	Operacional	
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	-	Operacional	
Activos por impuestos diferidos	48.258	46.682	46.965	Operacional	
Total de activos no corrientes	728.101	781.000	840.887		
Total de activos	1.041.860	1.123.657	1.143.672		

Tabla 18.

5.5.2 Capital de trabajo neto operativo

Capital de trabajo operativo Neto Millones de CLP						
Activos Corrientes operacionales	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023
Caja	58.779	67.377	61.267	61.641	87.653	54.616
Inventarios	72.854	82.090	72.783	99.989	119.815	112.871
Cuentas por cobrar	50.100	60.284	61.760	98.589	119.826	89.159
CXC Relacionada	574	557	671	579	1.035	4.605
Activos por imptos corrientes	5.141	5.085	4.559	2.699	10.333	8.074
Otros activos no financieros corrientes	1.448	3.163	2.139	2.814	3.995	5.466
Total Activos corrientes Op.	188.896	218.555	203.179	266.312	342.657	274.792
Pasivos corrientes operacionales	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023
Otros pasivos no fin. Corrientes	9.231	7.923	8.416	10.048	10.935	10.788
CXP	113.489	137.732	134.952	204.117	207.870	158.479
CXP Relacionada	7.211	9.890	5.769	7.008	16.988	5.803
Pasivos por imptos corrientes	389	950	2.556	9.082	1.129	1.235
Provisiones por beneficios a los emp.	5.128	6.099	8.645	7.238	9.326	10.292
Total Pasivos corrientes Op.	130.319	156.494	151.694	230.255	236.921	176.305
Capital de trabajo operativo neto (CTON.)	58.576	62.061	51.486	36.057	105.736	98.487
Ingresos Operativos	564.388	623.960	668.221	934.813	1.113.178	1.162.131
RCTON (CTON/Ingresos operativos)	10,38%	9,95%	7,70%	3,86%	9,50%	8,47%

Tabla 19. Fuente: Elaboración propia.

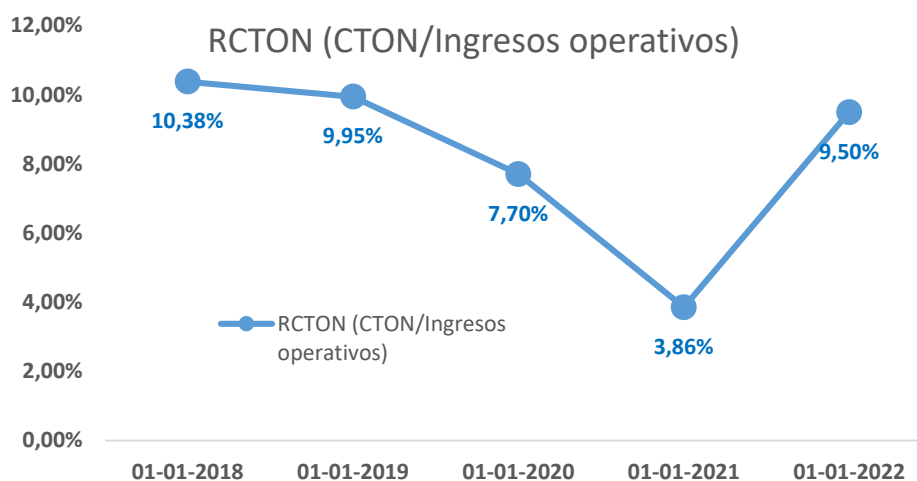


Ilustración 8. Fuente: Elaboración propia.

Con relación al RCTON. (CTON/Ingresos), el % sobre ingresos operacionales ronda en un promedio de 8,28%, con una desviación estándar de 2,67%. Donde general la variación periodo a periodo es baja, con excepción del año 2021, donde los ingresos operacionales crecen en mayor proporción que el CTON.

5.5.3 Inversiones

Al observar los años analizados, se puede inferir que la empresa está en constante inversión en sus activos, principalmente en sus activos fijos, donde en todos los periodos de años cerrados el monto invertido es más alto que la depreciación (ver ratio inversiones sobre depreciación de tabla n°9), desde la memoria emitida en el año 2022 en la CMF los ejecutivos de la empresa comentan que las inversiones de los años 2018 al 2022, están destinados a robustecer la logística y distribución, que involucra nuevas instalaciones y Centros de Distribución. Este plan considera la adquisición de terrenos para el desarrollo de nuevas instalaciones, con el fin de ampliar la capacidad logística, optimizando los costos asociados a estas operaciones. Ambas operaciones (Chile y Bolivia) continúan con el programa de inversiones de mediano plazo destinado a mejoras operacionales en temas de calidad, seguridad y medio ambiente. También se desarrollan proyectos de energía renovable, reutilización de agua en procesos, disminución de consumo de energía en las operaciones, inversiones en iniciativas de sustentabilidad del recurso hídrico como “Water Replenishment”, y programas de acceso al agua en comunidades, entre otros. Bolivia sigue concretando las inversiones en nuevas plantas de tratamiento de aguas residuales. La operación Chile, en conjunto con Embotelladora Andina S.A., trabaja en el proyecto de una planta de tratamiento de resina PET Bottle-to-Bottle, con el fin de obtener resina reciclada de botellas que han sido utilizadas y desechadas por los consumidores. Este tipo de plantas utiliza avanzadas tecnologías en los procesos de limpieza de envases, amigables con el medio ambiente, lo que impacta positivamente en la eliminación de contaminantes post-consumo.

Depreciación de activos (MMCLP)	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	Promedio
Depreciación Activo fijo	39.159	36.656	43.604	41.716	48.348	
Amortización Intangibles	32	28	99	28	31	
Total depreciación y amortización	39.190	36.684	43.703	41.745	48.378	
% sobre Ingresos operacionales	6,94%	5,88%	6,54%	4,47%	4,35%	5,63%

Inversiones en Activos intangibles (MMCLP)	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	Promedio
Inversiones en Activo fijo	50.484	69.270	54.260	53.953	75.310	
Inversiones en Activos intangibles	167	119	-	278	83	
Total inversiones	50.651	69.388	54.260	54.231	75.394	
% sobre Ingresos operacionales	8,97%	11,12%	8,12%	5,80%	6,77%	7,50%

Ratio Inversiones sobre depreciación	1,29	1,89	1,24	1,30	1,56	1,46
---	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Tabla 20. Fuente: Elaboración propia.

EMBONOR: Ratio Inversiones sobre depreciación

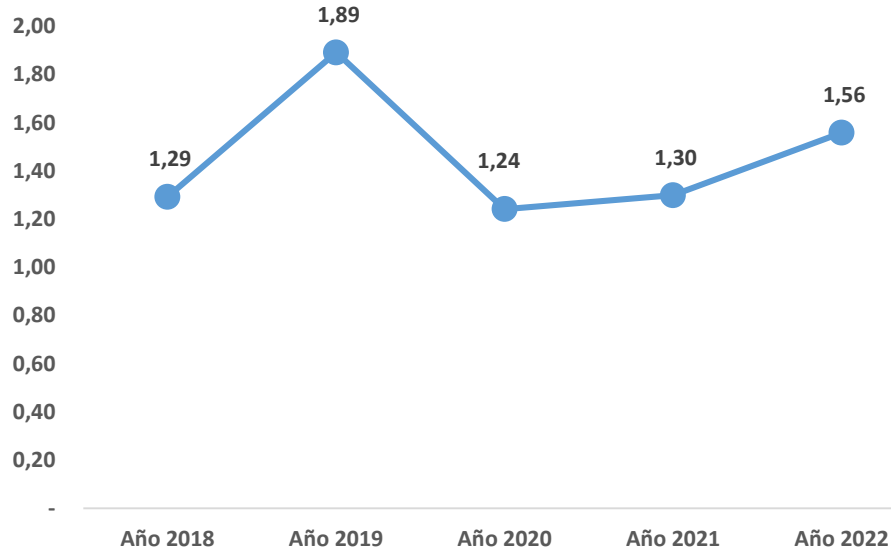


Ilustración 9. Fuente: Elaboración propia.

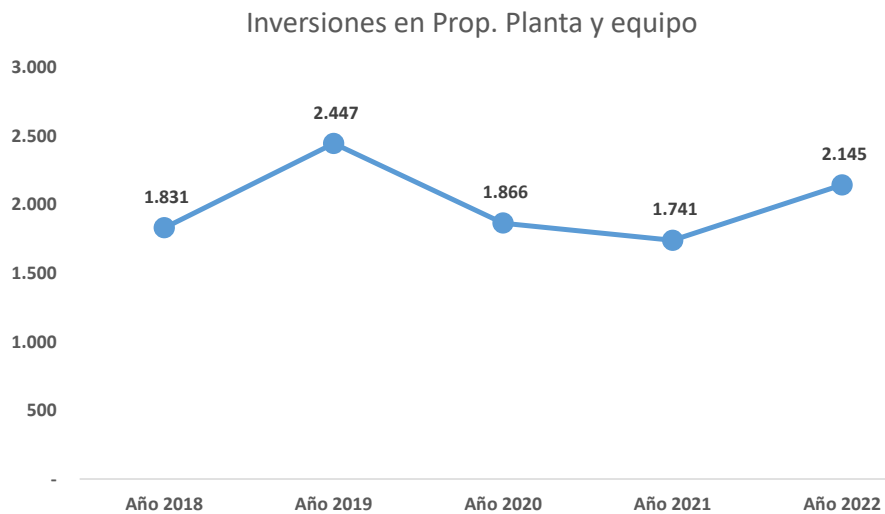


Ilustración 10. Fuente: Elaboración propia.

Como se puede apreciar, en las ilustraciones 7, 8 y cuadro 20. Las inversiones en capex, en general son más altas que el consumo por depreciación, con un promedio de 1,46 veces (Inversión/Depreciación entre los años 2018 y 2022), lo que en cierta medida muestra que Embonor, está en constante búsqueda de mayores eficiencias y crecimientos, como se detalla en párrafos anteriores.

5.5.4 Análisis de crecimiento de la Industria

(*) *Coca-Cola Embonor S.A. tiene como objeto embotellar, comercializar y distribuir bebidas gaseosas y no carbonatadas, además de comercializar y distribuir cervezas, vinos y licores. En la categoría de bebidas no alcohólicas, opera bajo la licencia de The Coca-Cola Company y desarrolla su actividad en Chile a través de Coca-Cola Embonor S.A. y Embotelladora Iquique S.A., y en Bolivia, a través de Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A. (Embol). En el portafolio de bebidas alcohólicas, la Compañía distribuye y comercializa en Chile los productos de las marcas Diageo plc; de Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui Limitada (Capel) y Viña Francisco de Aguirre S.A.; de Cervecería Chile S.A., filial de la multinacional AB InBev; y de Viña Santa Rita (ver detalles en el ítem 6.2). En Chile, el principal competidor del Sistema Coca-Cola en bebidas analcohólicas es CCU S.A., mediante su filial Embotelladoras Chilenas Unidas S.A. (ECUSA). Otros competidores en el mercado nacional son las denominadas “marcas de precio” y las marcas privadas de bebidas gaseosas de empresas del retail. En Bolivia, las principales empresas competidoras son: Cervecería Boliviana Nacional (C.B.N), Bebidas Bolivianas (BBO), PIL ANDINA y La Cascada.*

(*) Fuente memoria 2022 EMBONOR, CMF.

Participación de Mercado de la Empresa en la Industria - Operaciones Chile y Bolivia

Categoría	Chile	Bolivia
Gaseosas	64,10%	73,70%
Aguas	40,20%	57,80%
Bebidas no carbonatadas	40,80%	43,20%

Participación de mercado medido en volumen físico.

Fuente: AC Nielsen. Cifras pueden tener diferencias debido a aproximación de decimales.

Ilustración 11. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

Estadísticas Comerciales Chile 2022

	Bebidas Gaseosas	Aguas	Bebidas no Carbonatadas	Cervezas (ABI)	Pisco (CAPEL)	Whisky (DIAGEO)	Vinos (VSR)
Volumen millones de UC	114,3	24,1	19,9	25,6	1,2	0,7	4,3
% vs. año anterior	-3,6%	5,5%	9,5%	7,9%	-14,4%	0,4%	906,4%
Participación de mercado promedio	64,1%	40,2%	40,8%	28,2%	34,3%	48,6%	21,3%

UC: Cajas Unitarias.

Estadísticas Comerciales Bolivia 2022

	Bebidas Gaseosas	Aguas	Bebidas Energizantes	Isotónicos	Néctares
Volumen millones de UC	122,0	22,4	0,1	4,3	6,8
% vs. año anterior	8,9%	9,9%	16,0%	14,1%	16,5%
Participación de mercado promedio	73,7%	57,8%	15,9%	95,2%	34,9%

UC: Cajas Unitarias.

Cifras pueden tener diferencias debido a aproximación de decimales.

Ilustración 123. Fuente: CMF, Memoria Anual C. Embonor.

% Participación por empresas (medido en MMUF)	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
% CCU	44%	43%	44%	44%	42%
% C. Embonor	14%	15%	16%	17%	17%
% E. Andina	42%	42%	40%	39%	41%
Total % (a nivel mundial)	100%	100%	100%	100%	100%

Crecimiento de la Industria (cifras reales)	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	CAGR
CCU		-0,48%	-0,74%	25,47%	-3,68%	4,79%
C. Embonor		7,65%	4,29%	31,22%	5,11%	10,35%
E. Andina		3,55%	-7,04%	22,44%	5,79%	5,68%
Total Industria comparable		2,33%	-2,65%	25,16%	1,50%	6,02%

Tabla 21. Fuente: Elaboración propia, % de mercado a nivel consolidado.

Se observa gran volatilidad en el promedio de crecimiento de la Industria, el CAGR de la Industria observada es de 6,02%, pero con una volatilidad de 12,6%, principalmente por los años 2020 y 2021, que son años que tienen efectos de la pandemia, principalmente en el 2020 y en el 2021, están los efectos macroeconómicos de la alta liquidez generada por las políticas públicas. Por otro lado, para valorizar los activos, en los cálculos de deterioro en los informes auditados en la CMF, los ejecutivos de la empresa, junto a los auditores (EY), utilizar una tasa de crecimiento del **3%**, según sus planes financieros de los próximos 5 años.

6.1 Ingresos operacionales proyectados

Para proyectar los ingresos se considera el crecimiento de cada unidad de negocio, cabe destacar que existe una disparidad en el crecimiento histórico entre Bolivia y Chile. Mientras que el país vecino ha presentado disparidad en los últimos años en términos de crecimiento, Chile ha presentado un alza sostenida en los últimos 5 años, sin

embargo, es importante destacar como se comentó en secciones anteriores, se observa un crecimiento de los últimos 2 años, que se ve explicado principalmente por la inclusión de una nueva línea de negocio, como lo son las bebidas alcohólicas.

Considerando la información histórica, se tiene que el crecimiento esperado es de 3,8% para el caso de Chile y 3,4% para el país vecino. Para el caso nacional se excluye el crecimiento producto de cervezas del año 2021 dado que se considera un outlier dentro del periodo de análisis por las razones antes comentadas.

Dicho lo anterior, tomar como referencia el crecimiento histórico sería un error por dos motivos, por un lado, la muestra al no ser particularmente extensa y considerando que incluye movimientos anormales debido a la historia reciente del país podría considerarse no representativa y por otro lado no considera el contexto actual y futuro de las economías tanto locales como del país vecino. Por esta razón se tomará como referencia el crecimiento del consumo, tanto en Chile como en Bolivia, en las diferentes categorías, siendo estas aguas, jugos, bebidas carbonatadas y bebidas alcohólicas, siendo esta última exclusiva para Chile, y su relación con el crecimiento del consumo en ambos países.

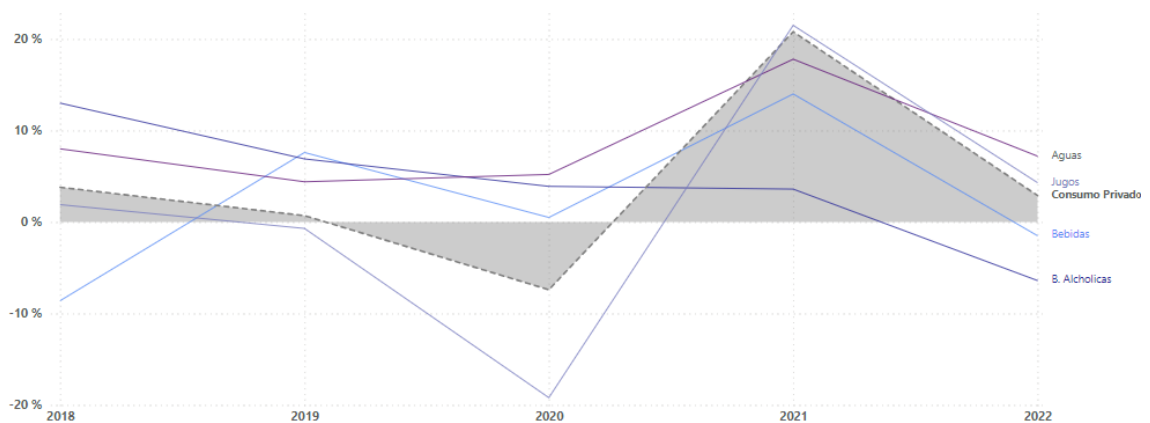


Ilustración 13. Consumo Chile, Elaboración propia.

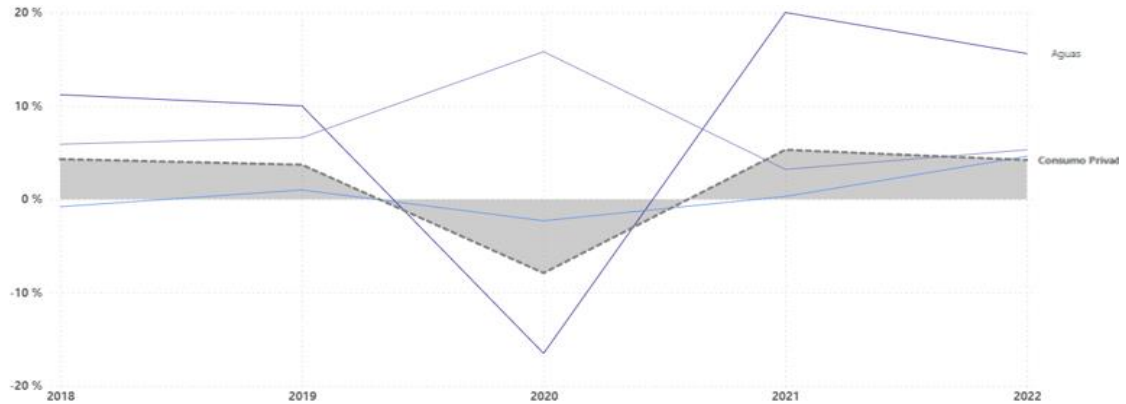


Ilustración 4. Consumo Bolivia, Fuente Elaboración propia.

Considerando la información expuesta en las ilustraciones 10 y once se observa que los múltiplos de relación entre consumo privado y ventas potenciales queda de la siguiente manera.

categoria	Chile	Bolivia
Bebidas	0,58	0,29
aguas	2,05	4,20
jugos	0,38	3,83
bebidas alcohólicas	1,01	

Tabla 22. Elaboración propia

Considerando la estructura de ingreso ara cada país se tiene que el crecimiento estimado para Chile es de 1,56%, esto contemplando un crecimiento del consumo privado estimado de 1,9% a largo plazo según la información expuesta por el Banco Central. Para el caso de Bolivia el crecimiento del país se estima en un 2,9% por lo cual, considerando la estructura de ingresos que tiene la unidad de negocio se esperaría un crecimiento en los ingresos de 3,42% impulsado principalmente por las ventas de aguas y jugos.

categoria	Chile		Bolivia	
	% ingresos	Crecimiento ponderado	% ingresos	Crecimiento ponderado
Bebidas	49,52%	0,54%	75,57%	0,64%
Aguas	13,58%	0,31%	22,61%	2,63%
Licores	30,49%	0,58%	0,00%	0,00%
Otros	6,41%	0,12%	1,82%	0,15%
Total	100,00%	1,56%	100,00%	3,42%

Tabla 23. Fuente: Elaboración propia.

Ventas en Miles UF	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027
Chile	11.777	12.584	13.611	21.009	21.532	21.870	22.212	22.559	22.911	23.269
Bolivia	8.698	9.457	9.375	9.155	10.172	10.331	10.685	11.050	11.428	11.818
Total Ingresos en miles UF	20.474	22.040	22.986	30.163	31.705	32.201	32.896	33.609	34.339	35.087
Var. % Ingresos		7,65%	4,29%	31,22%	5,11%	1,57%	2,16%	2,17%	2,17%	2,18%

%	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027
Chile	58%	57%	59%	70%	68%	68%	68%	67%	67%	66%
Bolivia	42%	43%	41%	30%	32%	32%	32%	33%	33%	34%
% Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 24. Fuente Elaboración propia.

Considerando lo anterior se tiene que el flujo proyectado contempla un crecimiento de los ingresos de un 2,17% para el consolidado de ambos países, esto considerando se espera mantener una proporción de los ingresos 68% para Chile y 32% para Bolivia.

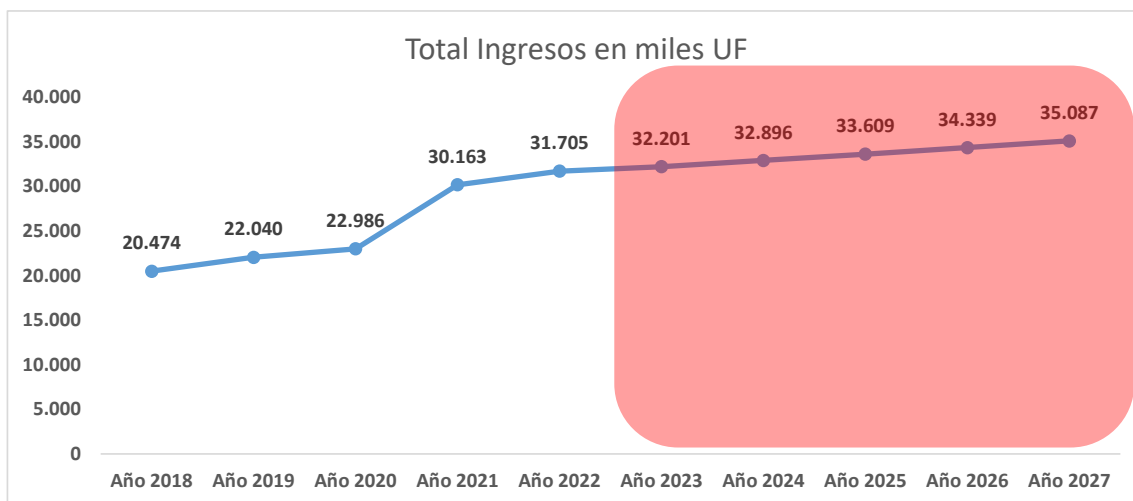


Ilustración 14.

6.2 Costos operacionales proyectados

Costos y gastos operacionales	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027
Costo de ventas	-11.780	-12.583	-13.135	-18.360	-19.739	-20.221	-20.446	-20.837	-21.118	-21.579
Otros ingresos	7	18	18	22	28	23	23	24	24	25
Costos de distribución	-5.045	-5.475	-5.698	-6.739	-7.017	-7.550	-7.713	-7.880	-8.052	-8.227
Gastos de administración	-1.136	-1.291	-1.328	-1.296	-1.331	-1.602	-1.636	-1.672	-1.708	-1.745
Otros gastos, por función	36	-29	-18	-43	-34	-22	-23	-23	-24	-24
Total en Miles de UF	-17.918	-19.360	-20.161	-26.416	-28.093	-29.372	-29.795	-30.389	-30.877	-31.550
% Sobre Ventas	-87,5%	-87,8%	-87,7%	-87,6%	-88,6%	-91,2%	-90,6%	-90,4%	-89,9%	-89,9%

% Sobre Total Costo + GAV	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027
Costo de ventas	66%	65%	65%	70%	70%	69%	69%	69%	68%	68%
Otros ingresos	-0,04%	-0,09%	-0,09%	-0,08%	-0,10%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%
Costos de distribución	28%	28%	28%	26%	25%	26%	26%	26%	26%	26%
Gastos de administración	6%	7%	7%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
Otros gastos, por función	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total %	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 25. Fuente: Elaboración propia.

Para el caso de los costos y gastos operacionales, se mantienen los ratios históricos, con excepción del costo de ventas que pasa de 69% entre los años 2023 y 2024 a 68%, que va en línea con la historia en 2026 y 2027. Esto ya que se plantea una recuperación del margen, pero no en los primeros años de análisis, esto principalmente por los factores macroeconómicos proyectados de ambos países.

6.3 Resultado no operacional proyectado.

Resultado N. Operacional	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027
Ingresos financieros	39	31	20	21	51	65	52	53	54	55
Costos financieros	-401	-471	-529	-421	-455	-562	-574	-587	-599	-612
Part. en las ganancias (pérd.) de asociadas	32	58	84	140	122	105	107	109	112	114
Diferencias de cambio	76	-4	-101	57	-31	1	2	2	2	2
Resultados por unidades de reajuste	-84	-25	-35	-85	-169	-95	-97	-99	-101	-103
Total en Miles de UF	-339	-411	-561	-288	-482	-485	-510	-521	-533	-544
% Sobre Ventas	-1,7%	-1,9%	-2,4%	-1,0%	-1,5%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%

% Sobre Total R. NOP.	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027
Ingresos financieros	-12%	-7%	-4%	-7%	-11%	-13%	-10%	-10%	-10%	-10%
Costos financieros	118%	114%	94%	146%	94%	116%	113%	113%	113%	113%
Part. en las ganancias (pérd.) de asociadas	-9%	-14%	-15%	-49%	-25%	-22%	-21%	-21%	-21%	-21%
Diferencias de cambio	-22%	1%	18%	-20%	7%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultados por unidades de reajuste	25%	6%	6%	30%	35%	19%	19%	19%	19%	19%
% Sobre Total R. NOP.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabla 26. Fuente: Elaboración propia.

Respecto al resultado no operacional, como no es necesario para valorización de la compañía, considerando el método de flujos descontados ni valorización por múltiplos, solo lo proyectamos para efectos de cumplir con los requisitos estándar del AFE. El método utilizado para proyectar es a través de proporción lineal, al igual que los gastos operacionales, asumiendo que todos los ingresos y egresos de este ítem son relativamente recurrentes, y debería tener relación con el tamaño de la operación de la compañía, que para efectos de este estudio es el volumen (PXQ) de ingresos.

6.4 Impuesto corporativo proyectado y Estado de resultados proyectados.

Valor UF	27.566	28.310	29.070	30.992	35.111	36.089	36.089	36.089	36.089	36.089	
Crecimiento de Ingresos %	-	7,6%	4,3%	31,2%	5,1%	-	1,6%	2,2%	2,2%	2,2%	
Valores en miles de UF	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	S1 2023	Año 2023	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027
Ingresos de actividades ordinarias	20.474	22.040	22.986	30.163	31.705	15.738	32.201	32.896	33.609	34.339	35.087
Costo de ventas	-11.780	-12.583	-13.135	-18.360	-19.739	-9.968	-20.221	-20.446	-20.837	-21.118	-21.579
Ganancia bruta	8.694	9.457	9.851	11.803	11.966	5.771	11.980	12.450	12.771	13.220	13.509
Margen Bruto %	42,46%	42,91%	42,86%	39,13%	37,74%	36,67%	37,20%	37,85%	38,00%	38,50%	38,50%
Otros ingresos	7	18	18	22	28	9	23	23	24	24	25
Costos de distribución	-5.045	-5.475	-5.698	-6.739	-7.017	-3.582	-7.550	-7.713	-7.880	-8.052	-8.227
Gastos de administración	-1.136	-1.291	-1.328	-1.296	-1.331	-737	-1.602	-1.636	-1.672	-1.708	-1.745
Otros gastos, por función	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras ganancias (pérdidas)	36	-29	-18	-43	-34	-10	-22	-23	-23	-24	-24
GAV	-6.138	-6.777	-7.025	-8.055	-8.354	-4.320	-9.151	-9.349	-9.551	-9.759	-9.971
GAV %	-29,98%	-30,75%	-30,56%	-26,71%	-26,35%	-27,45%	-28,42%	-28,42%	-28,42%	-28,42%	-28,42%
Ganancia Operacional	2.556	2.680	2.826	3.748	3.612	1.451	2.829	3.101	3.220	3.462	3.537
Ganancia Operacional %	12,48%	12,16%	12,29%	12,42%	11,39%	9,22%	8,79%	9,43%	9,58%	10,08%	10,08%
Ingresos financieros	39	31	20	21	51	65	65	52	53	54	55
Costos financieros	-401	-471	-529	-421	-455	-222	-562	-574	-587	-599	-612
Part. en las ganancias (pérd.) de asociadas	32	58	84	140	122	29	105	107	109	112	114
Diferencias de cambio	76	-4	-101	57	-31	11	1	2	2	2	2
Resultados por unidades de reajuste	-84	-25	-35	-85	-169	-22	-95	-97	-99	-101	-103
Ganancia no operacional	-339	-411	-561	-288	-482	-140	-485	-510	-521	-533	-544
Ganancia no op. %	-1,65%	-1,77%	-2,44%	-0,95%	-1,52%	-0,89%	-1,51%	-1,55%	-1,55%	-1,55%	-1,55%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.217	2.269	2.265	3.460	3.130	1.311	2.344	2.591	2.699	2.929	2.993
Gasto por impuestos a las ganancias	-616	-606	-557	-650	-645	-313	-633	-700	-729	-791	-808
Ganancia (pérdida)	1.601	1.663	1.707	2.810	2.485	998	1.711	1.891	1.970	2.138	2.185
Ganancia (pérdida) %	7,82%	7,54%	7,43%	9,31%	7,84%	6,34%	5,31%	5,75%	5,86%	6,23%	6,23%
EBITDA	3.971	4.063	4.326	5.167	5.057	2.250	4.643	4.754	5.129	5.646	6.007
% EBITDA	19,39%	18,44%	18,82%	17,13%	15,95%	14,30%	14,42%	14,45%	15,26%	16,44%	17,12%

Tabla 2727. Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, la proyección del estado de resultados como se ve en el cuadro muestra un resultado operacional (variable de entrada para estimar los flujos de caja libre), que si bien esta algo por debajo del promedio histórico (como se ve en la proyección), considera la baja del año 2022 y S1 2023.

Respecto del impuesto a la renta, se considera un 27% que es la tasa actual en Chile, por el lado de Bolivia la tasa es de un 25%, hasta la fecha no se encontró registro de tratados para evitar doble tributación, pero en los estados financieros no están (desde fuente oficiales) con apertura por país. Por lo tanto, en ausencia de información, se tomará como supuesto el 27%, que es la tasa donde se condolidada el estado de resultado, y lugar donde se está considerando la valorización.

7. Valor por Múltiplos:

Este método compara la empresa con otras similares que cotizan en el mercado o que se han vendido recientemente. Se utilizan múltiplos como el Precio/Ganancias (P/E), Precio/Ingresos (P/S), Precio/Flujo de Efectivo (P/FCF), entre otros. Lo que permite utilizar las principales razones financieras de sus competidores en la estimación. Para este análisis se consideraron dos empresas de referencia, las cuales compiten de manera directa en algunos de los segmentos donde Coca Cola Embonor, ellas son Embotelladora Andina y Compañía Cervecerías Unidas (CCU), presentes en el negocio de bebidas carbonatadas, jugos y aguas y energéticas e isotónicas. Como se ve en la tabla, CCU y Embonor tienen un gran número de negocios y también a nivel de márgenes como se analizó en el capítulo de empresas comparables.

Líneas de Negocio	Embonor	Andina	CCU
Bebidas carbonatadas	x	x	x
Aguas y jugos	x	x	x
Cervezas	x		x
Vinos y espumantes			x
Energeticos e Isotonicos	x	x	x
Licores			x
Otros	x	x	x

Tabla 2828. Fuente: Elaboración propia.

Valores y múltiplos de CCU:

Años	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023
Precio por acción CLP	6.930	5.665	5.736
Numero de acciones (Miles)	369.503	369.503	369.503
Valor de Patrimonio a mercado (MM\$)	2.560.655	2.093.234	2.119.583
Valor de Patrimonio a mercado (MUF)	82.624	59.618	58.731
Valor deuda bruta:			
Corto MM pesos	101.426	185.879	120.221
Largo MM pesos	458.270	1.175.707	1.232.842
Total deuda bruta en MM pesos	559.696	1.361.586	1.353.063
Total deuda bruta en MUF	18.060	38.779	37.492
Caja + valores negociables	9.339	18.306	17.086
Deuda financiera neta	8.721	20.474	20.406
Valor de activos a mercado (MUF)	100.683	98.397	96.223
Enterprise V Ebitda (Ev/EBITDA)	8,39	7,86	7,82
Enterprise V EBIT (EV/EBIT)	8,57	12,15	12,19
Enterprise V (EV/Ventas)	1,14	1,04	1,09

Tabla 29. Fuente: Elaboración propia.

Antecedentes financieros Embonor.

Años	31-12-2021	31-12-2022	30-06-2023
Precio por acción CLP	976	1.315	1.130
Numero de acciones (Miles)	510.853	510.853	510.853
Valor de Patrimonio a mercado (MM\$)	498.501	671.772	577.264
Valor de Patrimonio a mercado (MUF)	16.085	19.133	15.995
Corto MM pesos	51.602	27.602	29.774
Largo MM pesos	267.424	313.303	396.246
Total deuda bruta en MM pesos	319.026	340.905	426.020
Total deuda bruta en MUF	10.294	9.709	11.805
Caja + valores negociables	2.563	2.977	3.622
Deuda financiera neta	7.731	6.732	8.183
Valor de activos a mercado (MUF)	26.379	28.842	27.800
Enterprise V Ebitda (Ev/EBITDA)	4,61	5,11	5,37
Enterprise V EBIT (EV/EBIT)	6,35	7,16	8,33
Enterprise V (EV/Ventas)	0,79	0,82	0,77

Tabla 30.

Múltiplos	Multiplo Indus.	Indicador	Valor Econ. (MUF)	Deuda Fin.Neta	Valor Pat. (MUF)	Precio CLP
Enterprise V Ebitda (Ev/EBITDA)	6,44	4.501	28.964	8.183	20.782	1.468
Enterprise V EBIT (EV/EBIT)	9,50	2.902	27.576	8.183	19.393	1.370
Enterprise V (EV/Ventas)	0,98	31.477	30.952	8.183	22.769	1.609
Mediana						1.468

Tabla 31.

9. Conclusiones.

A nivel industria, los múltiplos más utilizados para la valorización son EV/EBITDA, EV/EBIT y EV/Ventas, los cuales nos entregan un precio por acción de 1.468, 1.370 y 1.609 pesos respectivamente. Considerando las fluctuaciones de precio vistas en el último tiempo, podemos concluir que el mercado ha castigado el valor de la compañía, lo que sugiere que Coca-Cola Embonor se encuentra subvalorada, presentando opciones de un potencial upside. Al contrastar estos valores con el método de flujos de caja descontados (FCD), que arroja un valor de 1.417 pesos por acción, observamos que el valor promedio obtenido por múltiplos es de 1.468 pesos por acción. Esto refleja una variación de casi 4% entre ambos métodos de valoración. Esta discrepancia indica que, aunque existen diferencias metodológicas en la valorización, ambos enfoques coinciden en que el valor intrínseco de Coca-Cola Embonor es superior al precio actual de mercado. Por lo tanto, la empresa presenta una oportunidad atractiva de inversión debido a su potencial de revalorización una vez que las condiciones de mercado se estabilicen y las percepciones negativas principalmente de la economía chilena se disipen.

9. Bibliografía y referencias.

I.- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002)

II.- Memoria anual integrada Coca Cola Embonor, 2022. Recuperado de https://www.embonor.cl/wp/wp-content/uploads/2021/05/Memoria_Embonor_2022_24-5-23_interactiva.pdf

III.- Memoria anual integrada Compañías Cerveceras Unidas. 2022. Recuperado de <https://www.ccu.cl/publicaciones/memoria-anual-2022/>

IV.- Memoria anual integrada Embotelladora Andina. 2022. Recuperado de <https://www.koandina.com/uploads/Memoria%20Integrada%202022.pdf>