



Valoración Embotelladora Andina S.A.

Mediante Método de Valoración por Múltiplos

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER
EN FINANZAS**

Alumno: Javier Romero Yanine

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Santiago, diciembre 2023

Dedicatoria

A mi familia, especialmente a mi tía Verónica que me ha apoyado siempre incondicionalmente en todas mis decisiones y me ha entregado las herramientas que he necesitado para ser una mejor persona y profesional. Por ser mi ejemplo de sacrificio, perseverancia y resiliencia, y por demostrarme día a día que los límites sólo se superan en la medida de que nos convenzamos de aquello.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. METODOLOGÍA
 - 1.1. Método por Múltiplos
 - 1.1.1. Múltiplos de ganancias
 - 1.1.2. Múltiplos de valor libro
 - 1.1.3. Múltiplos de ventas
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA
 - 2.1. Descripción de la empresa
 - 2.1.1. Historia
 - 2.1.2. Antecedentes
 - 2.1.3. Grupo Controlador y Principales accionistas
 - 2.1.4. Filiales
 - 2.2. Descripción de la industria
 - 2.2.1. Estado actual
 - 2.2.2. Regulación y fiscalización
 - 2.2.3. Riesgos
 - 2.2.4. Empresas comparables
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL
 - 3.1. Deuda financiera
 - 3.2. Patrimonio económico
 - 3.3. Valor económico
 - 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL
 - 4.1. Costo de la deuda
 - 4.2. Beta de la deuda
 - 4.3. Estimación del beta patrimonial
 - 4.4. Beta patrimonial sin deuda
 - 4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo
 - 4.6. Costo patrimonial
 - 4.7. Costo de capital
5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS
 - 5.1. Análisis de las empresas comparables
 - 5.2. Múltiplos de la industria
 - 5.3. Valor de la empresa en base a múltiplos de la industria
6. BIBLIOGRAFÍA
7. ANEXO

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1: Antecedentes Embotelladora Andina

Cuadro 2: Ingresos y EBITDA Embotelladora Andina por país

Cuadro 3: Ingresos por producto

Cuadro 4: Propiedad de la Compañía

Cuadro 5: Doce Principales Accionistas

Cuadro 6: Participación en Filiales

Cuadro 7: Resultados Filiales

Cuadro 8: Participación de Mercado

Cuadro 9: CCU

Cuadro 10: Embonor

Cuadro 11: Deuda Financiera Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 12: Préstamos Bancarios Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 13: Obligaciones con el público Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 14: Patrimonio Económico Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 15: Valor Económico Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 16: Estructura de capital histórica y objetivo Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 17: Betas Históricas Embotelladora Andina-B

Cuadro 18: Múltiplos de CCU S.A.

Cuadro 19: Múltiplos de Embonor S.A.

Cuadro 20: Múltiplos de la Industria

Cuadro 21: Indicadores Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 22: Valoración por múltiplos de Embotelladora Andina S.A.

RESUMEN EJECUTIVO

- Embotelladora Andina S.A., fundada en 1946 en Santiago de Chile es una de las mayores embotelladoras de Coca-Cola en LATAM, con operaciones en Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Forma parte del sistema de embotellamiento de Coca-Cola, una red global de compañías de Coca-Cola bajo franquicia
- La composición accionaria de la compañía se divide en Serie A (preferente) y Serie B (ordinaria), y sus principales controladores son las familias Chadwick Claro, Garcés Silva y Said, quienes manejan en partes iguales la sociedad
- La compañía divide su Mix de productos en *gaseosas*, *agua embotellada*, *Jugos y Otros*, y *Cervezas y Otros Alcoholes*, representando un 70%, 13%, 12% y 5% de sus ingresos al año 2022, respectivamente. Si lo observamos a nivel de segmentos, Chile lidera con un 42%, seguido por Argentina con un 26%, Brasil con 24% y Paraguay con un 8%, al mismo período de estudio
- A partir del Mix previamente definido se establecieron a CCU y Embonor como empresas comparables, dado que poseen una cartera de productos similar (liderando en bebidas no alcohólicas) y porque la mayor parte de su operación se concentra en Chile. Lo anterior es relevante dado que se descartaron compañías tales como Cervecerías AmBev por tener su mercado principal fuera de Chile y por tener un Mix de productos centrado principalmente en bebidas alcohólicas, Viña San Pedro por concentrar su Mix únicamente en bebidas alcohólicas y Femsa por no contar con Chile como su segmento principal
- Embotelladora Andina al 31 de marzo cuenta con un valor económico de MUF 82.224, compuesto por MUF 32.867 en deuda financiera – principalmente en obligaciones con el público –, y por MUF 49.357 en patrimonio económico. Con estos antecedentes se definió una estructura de capital objetivo del 42,47%
- A nivel de costo de capital, se obtuvo través del método del WACC una tasa de descuento del 4,91%
- Finalmente, la valoración por múltiplos arroja precios de \$1.930 a través del múltiplo Price-Earnings Ratio (PER) y de \$2.376 a través del múltiplo Enterprise

Value to EBITDA (EV / EBITDA), un 5,8% bajo y un 15,9% sobre el precio real de mercado a la fecha de valoración, respectivamente

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración. Valoración por Múltiplos.

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), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). 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 económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el método de valoración por 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: "*Precio de la acción*" es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, "*Utilidad de la acción*" es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, "*Valor de la empresa*" es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, "*EBIT*" (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y "*EBITDA*" (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: "*Patrimonio económico*" es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, "*Valor libro del patrimonio*" es el valor contable del patrimonio, "*Valor de la empresa*" es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y "*Valor libro de los activos*" es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.2.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: "*Patrimonio económico*" es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, "*Ventas por acción*" son las ventas divididas por el total de acciones en

circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Historia

Embotelladora Andina es una de las mayores embotelladoras de Coca-Cola en América Latina, con operaciones en cuatro países: Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Forma parte del sistema de embotellamiento de Coca-Cola, que es una red global de compañías independientes que embotellan y distribuyen productos de Coca-Cola bajo franquicia.

Los orígenes de Embotelladora Andina están vinculados a la historia de la industria de bebidas no alcohólicas y, en particular, a la historia de Coca-Cola, que data de finales del siglo XIX. La embotelladora opera en el contexto de esta industria bien establecida y competitiva, donde las estrategias de marketing, la eficiencia de la producción y la distribución, así como la calidad y el sabor del producto, son factores clave para el éxito.

La historia de Embotelladora Andina comienza en 1946 cuando se creó en Santiago de Chile con el objetivo de embotellar y distribuir productos de Coca-Cola en la región. En los años siguientes, Andina experimentó un fuerte crecimiento, tanto orgánico como a través de adquisiciones, que le permitió expandir su presencia geográfica y su portafolio de productos.

Los derechos de distribución que tiene Embotelladora Andina son para producir y/o distribuir productos de la marca Coca-Cola y otras marcas en determinados territorios de Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Estos poseen vida útil indefinida, no se amortizan y se renuevan cada cinco años (dado que históricamente son renovados permanentemente por The Coca-Cola Company).

En 1978, Embotelladora Andina se convirtió en una compañía pública en Chile, y en 1994 comenzó a cotizar en la Bolsa de Comercio de Nueva York. Esto permitió a la compañía acceder a mayor financiamiento para continuar su expansión y diversificación.

Durante las últimas décadas, la compañía ha continuado expandiendo su presencia y diversificando su portafolio de productos. Además de los productos de Coca-Cola, actualmente embotella y distribuye una amplia variedad de bebidas no alcohólicas, incluyendo jugos, aguas minerales y bebidas deportivas.

Además, en un esfuerzo por adaptarse a las cambiantes preferencias de los consumidores y a las tendencias de salud y bienestar, Embotelladora Andina ha estado invirtiendo en nuevos productos y categorías, incluyendo bebidas bajas en azúcar y opciones más saludables.

2.1.2. Antecedentes de la empresa

El cuadro 1 entrega información referente a los nemotécnicos, clases, derechos y mercados donde se transan las acciones de Embotelladora Andina, su clasificación de riesgo, descripción, rubros y países donde opera la compañía.

Cuadro 1: Antecedentes Embotelladora Andina

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	Chile: Andina A; Andina B USA: AKO-A, AKO-B (cada ADR equivale a seis acciones comunes)
Clase de acción	Serie A y Serie B
Derechos de cada clase	La Serie A tiene derecho a elegir 12 de los 14 directores de la Compañía, mientras que la serie B, al tener menos derechos políticos, son compensados con un 10% adicional en los dividendos repartidos
Mercado donde transa sus acciones	Chile - USA
Clasificación de Riesgo	Local: ICR AA+, Fitch Chile AA+ Internacional: S&P BBB, Fitch Ratings BBB+
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Embotelladora Andina SA (Coca-Cola Andina) es una empresa de bebidas con sede en Chile. Su actividad principal es fabricar, embotellar, comercializar y distribuir los productos registrados bajo el nombre de The Coca-Cola Company (TCCC), así como comercializar y distribuir algunas marcas de otras compañías como Monster, Heineken, AB Inbev, Diageo y Capel, entre otras.
Rubros y países donde opera	Los segmentos operativos de la Compañía han sido determinados por las ubicaciones geográficas donde opera y posee licencias para producir, comercializar y distribuir productos: Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. Los cuatro segmentos identificados desarrollan su negocio a través de la producción y venta de refrescos, otras bebidas y envases.

Fuente: Euromonitor

Respecto a los resultados de la compañía, en el cuadro 2 es posible observar que al año 2022 Chile concentró el 42% de los ingresos y el 37% del EBITDA de la compañía, posicionándose como el principal mercado para la marca. Le siguen Argentina y Brasil con resultados bastante similares entre sí en cuanto a ingresos y EBITDA – en el orden de un

25% cada uno –, superando a Paraguay que representa un 8% de los ingresos totales y un 13% del EBITDA de la compañía.

Analizando el mix de productos, en el cuadro 3 se puede apreciar que las gaseosas representan un 70% de las ventas de la compañía (MMUS\$2.129), seguidas por el agua embotellada con un 13% (MMUS\$384), jugos y relacionados con un 12% (MMUS\$367) y finalmente las cervezas y otros alcoholes con un 6% (MMUS\$182).

Cuadro 2: Ingresos y EBITDA Embotelladora Andina por país

Países y rubros donde opera (2022)	Ingresos (MMUS\$)	%	EBITDA (MMUS\$)	%
Chile	1284,5	42%	197,8	37%
Gaseosas	668,0	52%		
Aguas	231,2	18%		
Jugos y Otros	218,4	17%		
Cervezas y Otros Alcoholes	167,0	13%		
Brasil	734,0	24%	128,3	24%
Gaseosas	594,6	81%		
Aguas	51,4	7%		
Jugos y Otros	73,4	10%		
Cervezas y Otros Alcoholes	14,7	2%		
Argentina	795,2	26%	139,0	26%
Gaseosas	668,0	84%		
Aguas	71,6	9%		
Jugos y Otros	55,7	7%		
Cervezas y Otros Alcoholes	0,0	0%		
Paraguay	244,7	8%	69,5	13%
Gaseosas	198,2	81%		
Aguas	29,4	12%		
Jugos y Otros	19,6	8%		
Cervezas y Otros Alcoholes	0,0	0%		
Total	3.058,4	100%	534,7	100%

Fuente: Memoria Anual 2022

Cuadro 3: Ingresos por producto

Producto	Ingresos (MMUS\$)	%
Gaseosas	2.129	70%
Aguas	384	13%
Jugos y Otros	367	12%
Cervezas y Otros Alcoholes	182	6%
Total	3.058,4	100%

Fuente: Memoria Anual 2022

2.1.3. Grupo Controlador y Principales accionistas

La propiedad de Embotelladora Andina se distribuye en acciones de Serie A y Serie B, las que se diferencian principalmente por sus derechos políticos de voto y económicos.

SERIE A

- Derecho a elegir 12 de 14 directores
- Distribución de dividendos

SERIE B

- Derecho a elegir 2 de 14 directores
- Distribución de dividendos, aumentados en un 10%

Los derechos de elección de directores y distribución de dividendos para ambas series vencen el 31 de diciembre de 2130. Una vez cumplido ese plazo, se suprimirán las series, pasando a ser acciones ordinarias en su totalidad.

Cuadro 4: Propiedad de la Compañía

Propiedad de la Compañía						
	Serie A	% Propiedad	Serie B	% Propiedad	Total	% Propiedad
Grupo Controlador	262.428.986	55,45%	85.920.727	18,15%	348.349.713	36,80%
Otros	108.015.682	22,82%	322.271.152	68,09%	430.286.834	45,46%
Coca-Cola (*)	69.348.241	14,65%	0	0,00%	69.348.241	7,33%
AFPs	30.066.330	6,35%	40.402.490	8,54%	70.468.820	7,44%
ADRs	3.430.062	0,72%	24.686.934	5,22%	28.116.996	2,97%
Total	473.289.301	100%	473.281.303	100%	946.570.604	100%

Fuente: Memoria Anual 2022

(*) Único accionista, distinto al Grupo Controlador, que excede el 10% de participación en la propiedad de Andina.

Del cuadro 4, es posible mencionar que al 31 de diciembre de 2022 el grupo controlador posee el 36,8% de las acciones vigentes con derecho a voto, el que está conformado por

las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Said Handal y Said Somavía, quienes manejan en partes iguales a la Sociedad.

Principales Accionistas

Los doce principales accionistas de Embotelladora Andina S.A. están distribuidos de la siguiente forma:

Cuadro 5: Doce Principales Accionistas

Accionista	Acciones Suscritas y Pagadas	
	Total	% propiedad
Inversiones Cabildo Spa	102.438.649	10,82%
Inversiones Sh Seis Limitada	90.654.649	9,58%
Coca-Cola De Chile S. A.	67.938.179	7,18%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	66.642.646	7,04%
Inversiones Nueva Delta S.A.	58.927.056	6,23%
Banco De Chile Por Cuenta De State Street	50.895.676	5,38%
Larrain Vial S.A. Corredora De Bolsa	37.977.275	4,01%
Banco Santander – JP Morgan	36.950.813	3,90%
BTG Pactual Chile S.A Corredores de Bolsa	34.425.950	3,64%
The Bank Of New York Mellon	28.168.854	2,98%
Banco De Chile Por Cuenta De Terceros Ca	25.038.837	2,65%
Banco Santander Chile	29.625.162	3,13%
Total Acciones	629.683.746	66,54%

Fuente: Estados Financieros

Del cuadro 5, es posible observar que los tres principales accionistas controlan más de la cuarta parte de la compañía (27,6%), y entre los doce mayores accionistas alcanzan una cobertura del 66,5% del total de las acciones.

2.1.4. Filiales

Embotelladora Andina S.A. es una compañía multinacional con una serie de filiales que operan en los mercados de Chile, Argentina, Brasil y Paraguay, las que son responsables de la producción, comercialización y distribución de una amplia gama de bebidas.

En el cuadro 6 se puede apreciar que Andina tiene control directo e indirecto (a través de otra sociedad) sobre 17 filiales en los cuatro mercados ya mencionados.

Cuadro 6: Participación en Filiales

Filiales (Incluidas en la consolidación)				
RUT	Nombre de la Sociedad	Directo	Indirecto	Total
96.842.970-1	Andina Bottling Investments S.A.	99,90%	0,09%	99,99%
96.972.760-9	Andina Bottling Investments Dos S.A.	99,90%	0,09%	99,99%
Extranjera	Andina Empaques Argentina S.A.	0,00%	99,98%	99,98%
96.836.750-1	Andina Inversiones Societarias S.A.	99,98%	0,01%	99,99%
76.070.406-7	Embotelladora Andina Chile S.A.	99,99%	0,00%	99,99%
Extranjera	Embotelladora del Atlántico S.A.	0,92%	99,07%	99,99%
96.705.990-0	Envases Central S.A.	59,27%	0,00%	59,27%
Extranjera	Paraguay Refrescos S.A.	0,08%	97,75%	97,83%
76.276.604-3	Red de Transportes Comerciales Ltda.	99,90%	0,09%	99,99%
77.427.659-9	Re-Ciclar S.A.	60,00%	0,00%	60,00%
Extranjera	Rio de Janeiro Refrescos Ltda.	0,00%	99,99%	99,99%
78.536.950-5	Servicios Multivending Ltda.	99,90%	0,09%	99,99%
78.861.790-9	Transportes Andina Refrescos Ltda.	99,90%	0,09%	99,99%
77.526.480-2	Comercializadora Novaverde S.A.	0,00%	99,99%	99,99%
96.928.520-7	Transportes Polar S.A.	99,99%	0,00%	99,99%
76.389.720-6	Vital Aguas S.A.	66,50%	0,00%	66,50%
93.899.000-k	VJ S.A.	15,00%	50,00%	65,00%

Fuente: Memoria Anual 2022

Cuadro 7: Resultados Filiales

País	Activos		Resultado Operacional		Ganancia (Perdida)	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Chile	2.126.643.158	1.726.397.395	19.011.636	25.271.863	211.964.005	218.066.592
Argentina	341.704.784	404.460.800	53.782.379	88.643.430	21.866.185	37.564.692
Brasil	903.369.980	949.137.543	72.479.337	84.531.293	45.603.089	53.521.298
Paraguay	343.269.734	341.611.741	44.766.041	50.579.364	40.788.801	45.554.603
Total	3.714.987.656	3.421.607.479	190.039.393	249.025.950	320.222.080	354.707.185

Fuente: Memoria Anual 2021 y 2022

Desde el cuadro 7 es posible observar que las filiales en Chile son las que reportaron mayores ganancias en 2022, mientras que Argentina y Brasil presentaron los mejores resultados operacionales.

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

Para el año 2023 se espera un crecimiento menor en volumen para el sector en comparación con 2022, en un contexto de disminución de la liquidez en la economía chilena. No obstante, diversas empresas del sector se encuentran ingresando o expandiéndose en la categoría de productos premium, lo que favorece el precio promedio de las compañías. CCU por su parte buscará optimizar sus márgenes a través de un importante crecimiento en volumen y a la continuación de su incursión en el sector de cervezas premium, lo que le permitiría generar economías de escala en un sector altamente competitivo. Al igual que en 2021, Andina y Embonor seguirán beneficiándose de acuerdos de distribución de nuevos productos, en particular gracias al acuerdo con Viña Santa Rita, lo que favorecerá a su precio promedio.

Es importante seguir de cerca las condiciones macroeconómicas y políticas en Chile, Argentina, Brasil y Europa, ya que podrían afectar de manera significativa las operaciones de las diferentes compañías.

Particularmente para el caso de Andina, la principal fuente de su negocio son las bebidas no alcohólicas, las que representan el 94,7% del volumen total de ventas. Andina es el mayor embotellador de bebidas del Sistema Coca-Cola en Chile y Argentina, el tercero más importante de Brasil y el único con presencia en Paraguay. Esta amplitud geográfica le permite diversificar las fuentes de volumen, ingresos y margen EBITDA ajustado consolidado. En el cuadro 8 se puede apreciar que Andina posee un market share consolidado en la región de un 64% para la categoría de bebidas gaseosas, de un 45% para jugos y otros y de un 38% para aguas embotelladas.

Cuadro 8: Participación de Mercado

Participación de Mercado			
Mercado	Gaseosas	Jugos y Otros	Aguas
Argentina	59%	47%	15%
Brasil	63%	52%	29%
Chile	64%	40%	44%
Paraguay	75%	63%	55%
Consolidado	64%	45%	38%

Fuente: Memoria Anual 2022

2.2.2. Regulación y fiscalización

Embotelladora Andina S.A., al estar registrada en los mercados financieros tanto de Chile como de Estados Unidos, se encuentra bajo supervisión de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Comisión de Valores e Intercambio de los Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)).

En cuanto a su funcionamiento, Embotelladora Andina S.A. se rige por las legislaciones nacionales de cada país en las áreas laborales, de salud pública, protección al consumidor, medio ambiente, prohibición de prácticas monopolísticas y competitividad, entre otros. Dichas áreas son supervisadas por las respectivas entidades reguladoras.

En Chile, las plantas y los productos fabricados son objeto de inspección regular por las SEREMI de Salud. Además, la producción de agua mineral está sujeta a reglamentaciones especiales, debiendo ser originada exclusivamente en la fuente y su certificación es responsabilidad del Servicio de Salud Metropolitano del Ambiente.

Por su parte, la legislación brasileña exige que los productores de alimentos y bebidas registren todos sus productos y obtengan una autorización, con una validez de 10 años, del Ministerio de Agricultura y Abastecimiento y del Ministerio de Salud.

En Argentina, se requieren licencias para la producción y distribución de bebidas carbonatadas en el país. Para ello, las empresas deben estar registradas en los registros nacionales de establecimiento y producto alimentario. Las plantas son inspeccionadas por las agencias municipales de salud.

En Paraguay, los productores de alimentos y bebidas deben inscribir sus plantas y productos en el Ministerio de Salud, entidad encargada de supervisar tanto las plantas como los productos en el mercado. En términos de medio ambiente, las industrias deben obtener una licencia otorgada por la Secretaría del Medio Ambiente, que vela por el cumplimiento de estas leyes.

2.2.3. Riesgos

Embotelladora Andina S.A., como cualquier compañía internacional, está sujeta a múltiples riesgos que pueden impactar su rendimiento y operaciones. A continuación, se presentan los principales riesgos a los que existe exposición.

Riesgos regulatorios: Dado que opera en cuatro países, debe cumplir con diversas regulaciones y leyes en cada uno de ellos, por lo que cualquier modificación puede afectar su capacidad para operar de manera efectiva. Revisando antecedentes recientes, el Congreso chileno aprobó la Ley N°20.606 – en vigencia desde 2016 – que regula el etiquetado de los productos de consumo, incluyendo bebidas gaseosas, jugos y aguas embotelladas, cuya implementación ha sido por etapas y con requisitos de etiquetado cada vez más estrictos a partir de 2018 y 2019. Argentina por su parte, y con el mismo fin, en 2021 publicó la “Ley de Nutrición Saludable” (Ley N°27.642), conocida como “Ley de Etiquetado de Alimentos”.

Riesgo de tipo de cambio: como Embotelladora Andina S.A. opera en varios países, está expuesta a fluctuaciones en las tasas de cambio de divisas. Esto podría afectar su rentabilidad, especialmente si la moneda local se deprecia frente al dólar, lo que aumenta los costos de las importaciones y reduce el valor de los ingresos en moneda extranjera. Las materias primas más importantes son el concentrado, que se adquieren de filiales de The Coca-Cola Company, edulcorantes y materiales de empaque. Los costos de materia prima de empaques surgen de la compra de resina y preformas de plástico para botellas plásticas y de la compra de botellas de plástico terminadas, cuyos precios están relacionados con los precios del petróleo crudo y la oferta de resina global. Los precios del concentrado se fijan mediante un acuerdo entre la Sociedad y The Coca-Cola Company. Por otro lado, los precios de las materias primas restantes están impulsados por los

precios de mercado y la disponibilidad local, fluctuaciones en los tipos de cambio e inflación.

Riesgo de tasa de interés: Las variaciones en las tasas de interés pueden afectar los costos de financiamiento de la empresa. Un aumento en las tasas puede incrementar los costos de los préstamos y reducir la rentabilidad, aspecto muy importante debido a que su principal fuente de financiamiento es la deuda pública. Una rebaja en la calificación soberana de la deuda de Chile por parte de las agencias internacionales de calificación crediticia podría tener consecuencias negativas para el país, lo que a la postre podría resultar en un aumento de los costos financieros para Chile o limitar su acceso a los mercados de capitales. Cuando la calificación de la deuda de un país se degrada, se considera que existe un mayor riesgo de incumplimiento de pago. Como resultado, los inversionistas pueden exigir tasas de interés más altas cuando el país busca financiamiento a través de la emisión de bonos o la obtención de préstamos. Esto aumenta los costos financieros para el país, ya que tendrá que pagar más intereses sobre su deuda.

Riesgo de crédito: Si los clientes de Embotelladora Andina S.A. enfrentan dificultades financieras y no pueden pagar a tiempo o en absoluto, esto puede impactar negativamente en los ingresos y la liquidez de la empresa. El riesgo de crédito al cual está expuesta Embotelladora Andina proviene principalmente de las cuentas por cobrar comerciales mantenidas con clientes minoristas, distribuidores mayoristas y cadenas de supermercados de mercados domésticos; y de las inversiones financieras mantenidas con bancos e instituciones financieras, tales como depósitos a plazo, fondos mutuos e instrumentos financieros derivados.

Riesgo de inflación: Una inflación alta puede incrementar los costos de producción, pudiendo reducir los márgenes de beneficio. Además, si la inflación es más alta de lo esperado, puede erosionar el poder de compra de los clientes y reducir la demanda de productos. Para el caso de Argentina, la depreciación de su moneda (ARS) tiene un impacto negativo en los resultados, debido a que los Estados Financieros de las filiales utilizan el ARS como moneda funcional, convirtiéndose a CLP para efectos de consolidación, lo que afecta tanto los resultados como el patrimonio debido al efecto de conversión. Además, la mayoría de los costos de las materias primas en Argentina están

vinculados al precio del USD. Durante el año 2022, se observó una depreciación promedio del ARS frente al USD de aproximadamente el 36,9%, con una depreciación puntual a fin de año del 72,1%. Todos estos factores generaron un efecto de conversión en los ingresos, costos y gastos reportados, además de ejercer presión sobre los costos indexados al USD.

2.2.4. Empresas comparables

Al evaluar empresas comparables, es esencial tener en cuenta varios aspectos para asegurarse de que los parámetros de comparación sean relevantes y proporcionen información significativa. En este caso, se ha considerado a CCU (Compañía de Cervecerías Unidas, y Coca-Cola como empresas comparables debido a similitudes en su mix de productos, presencia territorial y los mercados donde operan.

Mix de productos: CCU y Embonor tienen una cartera de productos similar, ya que se dedican principalmente a la producción y distribución de bebidas no alcohólicas. Estas empresas cuentan con marcas reconocidas a nivel internacional y ofrecen una amplia variedad de productos, que incluyen gaseosas, jugos, aguas, bebidas energéticas y en último lugar bebidas alcohólicas. Esto permite una comparación directa en términos de la diversificación de sus productos y la exposición a diferentes segmentos de mercado.

Presencia territorial: Ambas empresas tienen una presencia geográfica significativa en varios países, siendo Chile su mercado más importante. CCU tiene una fuerte presencia en Chile, Argentina, Uruguay y Colombia mientras que Embonor opera en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. Esta presencia territorial similar les otorga una base de comparación adecuada en términos de los desafíos y oportunidades relacionados con la expansión en diferentes mercados y la gestión de la cadena de suministro a nivel regional.

Mercados de operación: CCU y Embonor operan en mercados similares y enfrentan desafíos y regulaciones relacionadas con la industria de bebidas en América Latina. Estos mercados comparten características comunes, como patrones de consumo, preferencias

de los consumidores y dinámicas competitivas. Al comparar estas empresas, se pueden identificar tendencias y factores clave que afectan a la industria en general, como cambios en los hábitos de consumo, fluctuaciones económicas y regulaciones gubernamentales.

Tamaño y escala: Tanto CCU como Embonor son empresas de gran tamaño en la industria de bebidas en América Latina. Tienen una infraestructura operativa sólida, con una amplia red de distribución, plantas de producción y capacidades logísticas. Esto les permite obtener economías de escala, acceder a recursos estratégicos y enfrentar desafíos similares relacionados con la gestión de operaciones a gran escala.

CCU (Compañía Cervecerías Unidas)

Cuadro 9: CCU

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	CCU
Clase de acción	Chile: Acciones ordinarias US: ADR (1 ADR = 2 acciones ordinarias)
Derechos de cada clase	Las acciones ordinarias y las acciones de serie B de CCU tienen derechos de voto y derechos económicos. Ambas clases de acciones confieren derechos a los accionistas, como el derecho a recibir dividendos y participar en la distribución de activos en caso de liquidación.
Mercado donde transa sus acciones	Chile - US (New York Stock Exchange)
Clasificación de Riesgo	Fitch Chile AA+, ICR Chile AA+
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Compañía productora, embotelladora, vendedora y distribuidora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, con amplia presencia en negocios de cervezas, vinos, pisco, sidra, ron, snacks y en el negocio de las bebidas sin alcohol.
Rubros y países donde opera	CCU produce una amplia gama de productos, tales como cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales, néctares, vino y pisco, entre otros, y concentra operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay.

Fuente: Memoria Anual 2022, Investing.com, Euromonitor

Ingresos 2022: MM\$2.752.262

EBITDA 2022: MM\$380.204

Coca-Cola Embonor

Cuadro 10: Embonor

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	EMBONORB
Clase de acción	Serie A y Serie B
Derechos de cada clase	Las acciones ordinarias de Embonor confieren a los accionistas derechos de voto y derechos económicos, como el derecho a recibir dividendos y participar en la distribución de activos en caso de liquidación. La acción serie A permite la elección de 6 directores y un 5% de dividendo adicional, mientras que la acción serie B permite la elección de 1 director.
Mercado donde transa sus acciones	Chile
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA, ICR Chile AA
Descripción de la empresa (profile)	Coca Cola Embonor SA es una empresa con sede en Chile dedicada al sector de las bebidas. Se dedica a la producción y distribución de bebidas gaseosas sin alcohol en Chile y Bolivia, bajo licencia de The Coca-Cola Company. Su gama de productos también incluye agua embotellada, bebidas energéticas y zumos de frutas. La cartera de marcas de la empresa incluye Coca-Cola, Fanta, Sprite, Nordic Mist, Powerade, Quatro, Aquarius, Fuze Tea, Andina y Kapo, entre otras. Sus clientes incluyen Walmart Chile Comercial Ltda, Super 10 SA, Rendic Hermanos SA y Supermercados Fidalga, entre otros.
Rubros y países donde opera	La empresa opera a través de una serie de filiales, como Embonor SA, Embonor Inversiones SA, Embotelladoras Bolivianas Unidas SA, así como Embonor Empaques SA.

Fuente: Memoria Anual 2022, Investing.com, Euromonitor

Ingresos 2022: MM\$1.113.177

EBITDA 2022: MM\$177.546

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda Financiera

El cuadro 11 desglosa la deuda financiera obtenida desde el balance de Embotelladora Andina S.A., y que se compone principalmente de préstamos bancarios, obligaciones con el público y depósitos en garantía por envases.

Cuadro 11: Deuda Financiera Embotelladora Andina S.A.

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Deuda financiera corriente	2.459	2.537	2.036	1.434	1.327	1.541	10.461	9.329
Préstamos Bancarios	782	1.174	782	51	27	1	20	20
Obligaciones con el público	1.014	752	750	763	643	819	9.705	8.632
Obligaciones por arrendamientos financieros	106	77	56	212	197	264	202	155
Depósitos en garantía por envases	510	517	444	394	417	432	468	454
Obligaciones por contratos de derivados	47	17	5	13	42	24	66	67
Deuda financiera no corriente	27.386	25.217	25.995	26.257	34.049	33.591	25.770	23.538
Préstamos Bancarios	673	487	88	32	138	129	381	376
Obligaciones con el público	26.024	24.189	25.406	25.396	31.610	32.933	21.742	21.044
Obligaciones por arrendamientos financieros	689	540	501	828	528	529	453	400
Depósitos en garantía por envases	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones por contratos de derivados	-	-	-	-	1.774	-	3.195	1.719
Deuda Financiera MUF	29.846	27.754	28.030	27.691	35.376	35.132	36.231	32.867

Fuente: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.

La empresa entre 2016 y 2019 mantuvo un nivel estable de endeudamiento, mientras que a partir del año 2020 registró un aumento significativo de MUF 7.685 (+27,8%) en su

deuda financiera, explicado principalmente por el alza de MUF 6.214 (+24,5%) en obligaciones no corrientes con el público (emisión de bonos USA serie 2050 en enero de 2020).

En el cuadro 12 se observan los préstamos bancarios vigentes de la empresa a diciembre 2022 y marzo 2023, donde un 94,9% corresponden a obligaciones de largo plazo con vencimiento principalmente entre los años 2025 y 2026.

Cuadro 12: Préstamos Bancarios Embotelladora Andina S.A.

Préstamos Bancarios			Corriente (M\$)		No Corriente (M\$)	
Contraparte	Amortización	Tasa Nominal	dic-22	mar-23	dic-22	mar-23
Banco Estado	Semestral	2,00%	28.683	13.111	4.000.000	4.000.000
Scotiabank Chile S.A.	Semestral	9,49%	53.350	74.731	4.500.000	4.500.000
Scotiabank Chile S.A.	Semestral	3,32%	-	13.994	4.866.211	4.741.891
Itaú Corpbanca	Al Vencimiento	0,18%	606.767	614.794	-	-
Total (M\$)			688.800	716.630	13.366.211	13.241.891
Total MUF			20	20	381	372

Fuente: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.

El cuadro 13 expone las obligaciones con el público de la empresa vigentes a diciembre 2019 y marzo 2023, donde si bien es posible observar que el 71% de las obligaciones son de largo plazo, se espera un vencimiento de un bono por 365 millones de dólares para el segundo semestre de 2023.

Cuadro 13: Obligaciones con el público Embotelladora Andina S.A.

Obligaciones con el público			Unidad Reajuste	Monto Nominal	Pago Interés	Tasa de Interés	Corriente (M\$)		No Corriente (M\$)	
Registro	Vencimiento	Serie					dic-22	mar-23	dic-22	mar-23
13-06-2021	01-12-2026	B	UF	1.113.690	Semestral	6,50%	10.513.470	11.279.285	28.795.438	29.176.388
23-08-2010	15-08-2031	C	UF	1.159.091	Semestral	4,00%	5.427.888	5.055.357	38.302.888	36.384.014
20-08-2013	16-08-2034	D	UF	4.000.000	Semestral	3,80%	1.967.995	654.756	140.443.920	142.301.920
02-04-2014	01-03-2035	E	UF	3.000.000	Semestral	3,75%	1.304.513	330.443	105.332.951	106.726.450
10-10-2018	25-09-2039	F	UF	5.700.000	Semestral	2,83%	1.491.144	91.932	200.132.586	202.780.236
01-10-2013	01-10-2023	-	US\$	365.000.000	Semestral	5,00%	316.293.761	288.460.021	-	-
21-01-2020	21-01-2050	-	US\$	300.000.000	Semestral	3,95%	4.479.358	1.795.219	256.758.000	237.123.000
Total (M\$)							341.478.129	307.667.013	769.765.783	754.492.008
Total MUF							9.726	8.648	21.924	21.208

Fuente: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.

3.2. Patrimonio económico

Al 31 de marzo de 2023 el patrimonio económico de Embotelladora Andina S.A. está compuesto por 473.289.301 acciones Serie A y 473.281.303 acciones Serie B, las que en conjunto totalizan un patrimonio efectivo de MUF 49.357.

Cuadro 14: Patrimonio Económico Embotelladora Andina S.A.

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Acciones Serie A								
Número acciones	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301
Precio por acción	2.289,00	2.850,00	2.249,80	1.879,90	1.580,00	1.600,00	1.640,00	1.660,00
Patrimonio M\$	1.083.359.210	1.348.874.508	1.064.806.269	889.736.557	747.797.096	757.262.882	776.194.454	785.660.240
Acciones Serie B								
Número acciones	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303
Precio por acción	2.491,20	3.070,70	2.391,45	1.918,65	1.829,00	1.850,00	2.079,90	2.050,00
Patrimonio M\$	1.179.038.382	1.453.304.897	1.131.828.572	908.061.172	865.631.503	875.570.411	984.377.782	970.226.671
Patrimonio M\$	2.262.397.592	2.802.179.405	2.196.634.841	1.797.797.729	1.613.428.599	1.632.833.292	1.760.572.236	1.755.886.911
Patrimonio MUF	85.866	104.566	79.687	63.504	55.501	52.686	50.143	49.357

Fuentes: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.; Investing.com

El patrimonio económico tuvo un alza de MUF 18.700 (+21,8) al 2017 explicado por el aumento en el precio de su acción, mientras que sufrió fuertes caídas por MUF 24.879 (-23,8%) y MUF 16.183 (-20,3%) en los años 2018 y 2019, respectivamente explicadas por el mismo motivo.

3.3. Valor económico

El cuadro 15 detalla el valor económico de Embotelladora Andina S.A., donde se puede observar que al 31 de marzo de 2023 la deuda financiera y el patrimonio económico totalizan MUF 82.224.

Cuadro 15: Valor Económico Embotelladora Andina S.A.

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Valor deuda financiera (B)	29.846	27.754	28.030	27.691	35.376	35.132	36.231	32.867
Patrimonio económico (E)	85.866	104.566	79.687	63.504	55.501	52.686	50.143	49.357
Valor Económico (V)	115.712	132.320	107.717	91.195	90.877	87.818	86.374	82.224

Fuentes: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.; Investing.com

Observando la serie histórica, el patrimonio económico alcanzó su punto máximo en 2017 con 132.320 MUF explicado por el alza en el precio de las acciones, contrastando con marzo 2023 donde la empresa registró su menor valor económico de los últimos siete años, ocasionado también por una disminución en el precio de sus acciones.

Es importante mencionar que, si bien en el año 2020 la empresa alcanzó su menor nivel de patrimonio económico - nuevamente arrastrada por el mal desempeño de la acción -, el fuerte aumento en la deuda financiera impidió que esto se viera reflejado en el valor económico de la entidad. Pese a lo anterior, el aumento en el nivel de endeudamiento no fue suficiente para paliar el efecto del bajo crecimiento en el precio de las acciones para los años 2021 y 2022, lo que, si bien en moneda local (pesos) se reflejó en un leve aumento del patrimonio económico, ajustando por inflación registramos caídas de 5,1% y 4,8% para ambos años, respectivamente.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

El cuadro 16 detalla la estructura de capital para Embotelladora Andina S.A., promediando en 51,17% para todo el período en estudio.

Cuadro 16: Estructura de capital histórica y objetivo Embotelladora Andina S.A.

En MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	E.C. Histórica Promedio dic16 - mar23	E.C. Histórica Promedio dic21 - mar23	E.C. Objetivo Promedio
B / V	25,79%	20,97%	26,02%	30,36%	38,93%	40,01%	41,95%	39,97%	33,00%	40,64%	29,02%
E / V	74,21%	79,03%	73,98%	69,64%	61,07%	59,99%	58,05%	60,03%	67,00%	59,36%	70,98%
B / E	34,76%	26,54%	35,18%	43,60%	63,74%	66,68%	72,26%	66,58%	51,17%	68,51%	42,47%

Fuentes: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.; Investing.com

Dado que consideramos que el patrimonio económico y la deuda financiera sufrieron importantes sesgos tanto con la contingencia nacional el año 2019 como con la pandemia del COVID-19 a partir del año 2020, estimamos que la estructura de capital objetivo de largo plazo debiese aislar aquellos períodos. Esto lo justificamos sobre la base de que ambos sucesos ocasionaron un aumento sostenido en el nivel de endeudamiento de la compañía, así como una fuerte disminución en el precio de la acción durante dicho período, distorsionando lo que a nuestro juicio habría sucedido sin estos acontecimientos.

Es por lo anterior, que estimamos que la estructura objetivo de capital objetivo para la compañía debiese considerar el promedio entre los años 2016 y 2022, excluyendo los años 2020 y 2021. De esta forma, se alcanza una estructura de capital objetivo por 42,47%.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la Deuda

Para obtener el costo de la deuda de Embotelladora Andina S.A. (se utilizará como referencia el *Yield to Maturity (YTM)* del bono de más largo plazo de la empresa. El YTM representa la tasa de mercado del bono, y por ende refleja el costo de la deuda actual de la compañía.

Así, el bono vigente de mayor plazo de la compañía es el BANDI-F (serie F) emitido el 25 de septiembre de 2018 por 5.700.000 U.F. y con vencimiento el 25 de septiembre de 2039. La YTM de este bono a marzo de 2023 alcanza el 2,90%, según se pudo constatar en la Bolsa de Santiago.

4.2. Beta de la Deuda

Para calcular el Beta de la deuda (utilizaremos el Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$K_b = R_f + \beta_d * PRM$$

Donde:

Kb: Costo de la deuda

Rf: Tasa libre de riesgo

β_d : Beta de la deuda

PRM: Premio por riesgo de Mercado

Para el premio por riesgo de mercado (PRM) de Chile se corresponde a 6,76% (asumiendo un PRM para USA de 5,5% y el CDS de Marzo con un lambda de 1,4)

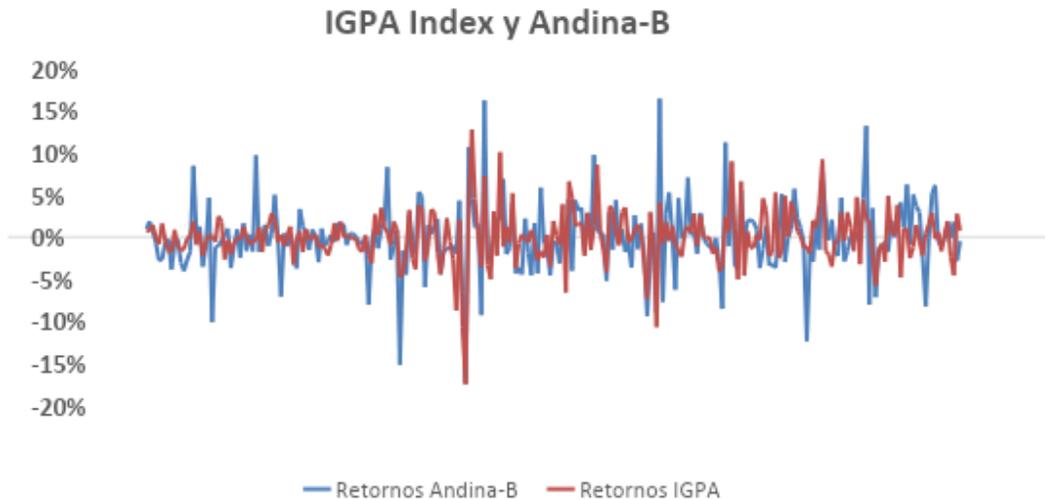
Así también, para la tasa libre de riesgo utilizamos los bonos del banco central en U.F. a 20 años (BCU-20) al 31 de marzo de 2023, transados a una tasa de un 1,69%. Es importante mencionar que consideramos este plazo dado que es una estructura que se asemeja al vencimiento de la deuda de la compañía, que para el caso del bono corresponde a aproximadamente 16 años plazo a partir de marzo 2023.

De esta forma, despejando el Beta de la deuda:

$$2,90\% = 1,69\% + \beta_d * 6,76\% \rightarrow \beta_d = 0,179$$

4.3. Estimación del Beta patrimonial

El Beta patrimonial con deuda de Embotelladora Andina S.A. fue obtenido a través del modelo CAPM, utilizando los retornos semanales del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) y Andina-B - ambos obtenidos de la Bolsa de Santiago, BCS - entre el 29 de marzo de 2018 y el 31 de marzo de 2023, en intervalos de dos años.



Fuente: Investing.com

El modelo utilizado es el siguiente:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde:

$R_{t,i}$ = Retorno de la acción de Andina-B

α = Intercepción de la regresión

β = Beta de la acción (sensibilidad ante los retornos de mercado)

$R_{t,m}$ = Retorno del Mercado (IGPA)

$\varepsilon_{t,i}$ = Término de error

En el cuadro 18 se pueden apreciar los resultados de la regresión, con un Beta acción que ha disminuido consistentemente a partir de marzo 2020, para todos los años con un P-Value igual a 0 que permite concluir que este indicador es significativo para todos los períodos en estudio.

Cuadro 17: Betas Históricas Embotelladora Andina-B

Betas Históricas Embotelladora Andina-B						
	mar-20	mar-21	mar-22	mar-23	Prom. 20-22	Prom. 20-23
Beta Acción	0,86	0,70	0,61	0,58	0,72	0,69
P-Value (95% sig.)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,00	0,00
N°Observaciones	104	104	104	104	104	104
R^2	0,39	0,38	0,25	0,17	33,90%	29,56%
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuentes: Elaboración Propia; Investing.com; bolsadesantiago.com

De esta forma, hemos decidido utilizar un beta calculado a marzo 2023 = 0,58, dado que consideramos que refleja la situación de la empresa en el mercado al momento de la valorización. Además, se ha aplicado un ajuste al beta (Bloomberg adjustment) y como resultado del recalcule el beta final a utilizar sería de **0,72**.

4.4. Beta patrimonial sin deuda

El Beta patrimonial sin deuda de Embotelladora Andina S.A. ($\beta_p^{S/D}$) se calculó desapalancando el Beta obtenido en el inciso 4.3, dado que se encontraba influenciado por el apalancamiento actual de la compañía. Para esto, utilizamos la estructura de capital que considera los retornos de los períodos empleados para su cálculo (diciembre 2021, diciembre 2022 y marzo 2023). Finalmente, utilizamos la fórmula propuesta por Rubinstein (1973):

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

Donde:

$\beta_p^{S/D}$: Beta patrimonial sin deuda

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda (0,72)

B / E: Estructura de capital promedio dic21, dic22 y mar23 (68,51%)

t_c : Tasa de impuesto corporativo histórica (27%)

β_d : Beta de la deuda (0,179)

Reemplazando en la ecuación:

$$0,72 = (\beta_p^{S/D}) * [1 + (1 - 27\%) * 68,51\%] - 0,179 * (1 - 27\%) * 68,51\%$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,541$$

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Ahora, utilizando nuevamente la fórmula de Rubinstein (1973), apalancaremos el beta patrimonial sin deuda calculado en el inciso 4.4 considerando la estructura de capital objetivo de la compañía, quedando de la siguiente manera:

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

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,541 * [1 + (1 - 27\%) * 32,16\%] - 0,179 * (1 - 27\%) * 32,16\%$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,65$$

4.6. Costo patrimonial

Para obtener el costo patrimonial de Embotelladora Andina S.A. utilizamos nuevamente el modelo CAPM:

$$K_p = r_f + PRM * (\beta_p^{C/D})$$

Donde:

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda (0,65)

PRM: Premio por riesgo de mercado (6,76%)

r_f : Tasa libre de riesgo (1,69%)

Reemplazando en la ecuación:

$$K_p = 1,69\% + 6,76\% * 0,65$$

$$K_p = 6,10\%$$

4.7. Costo de capital

Finalmente, el costo de capital promedio ponderado de Embotelladora Andina S.A. se estima utilizando la fórmula del *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*:

$$K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - T_c) * \frac{D}{V}$$

Donde:

P: Patrimonio a Valor de Mercado

D: Deuda Financiera a Valor de Mercado

V: Valor de empresa apalancada (P + D)

t_c : Tasa de impuesto corporativo histórica

Kb: Costo de la deuda

K_p : Costo Patrimonial

Reemplazando en la ecuación:

$$K_0 = 6,10\% * 75,74\% + 2,90\% * (1 - 27\%) * 24,26\%$$

$$K_0 = 4,91\%$$

5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

5.1. Análisis de las empresas comparables

Se seleccionaron como empresas comparables a la Compañía de Cervecerías Unidas (CCU) y Coca Cola Embonor (Embonor), dada la similitud en su Mix de productos con Embotelladora Andina, donde todas participan en los segmentos de gaseosas, aguas, Cervezas y Otros Alcoholes, y Jugos.

5.2. Múltiplos de la industria

A continuación, los cuadros 18 y 19 detallan la evolución de los múltiplos de las empresas comparables entre marzo 2022 y marzo 2023.

Cuadro 18: Múltiplos de CCU S.A.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-22	mar-23	Promedio
De Ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	30,91	36,73	33,82
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	21,10	27,43	24,26
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	28,11	38,54	33,32
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	1,56	1,62	1,59
	Value to Book Ratio (VBR)	1,32	1,33	1,32
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	3,11	3,09	3,10
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	3,53	4,05	3,79

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 19: Múltiplos de Embonor S.A.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-22	mar-23	Promedio
De Ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	6,10	7,30	6,70
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	8,78	8,80	8,79
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	11,44	12,34	11,89
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,46	0,45	0,46
	Value to Book Ratio (VBR)	0,71	0,67	0,69
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,70	0,72	0,71
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,49	1,45	1,47

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, el cuadro 20 expone los múltiplos promedio de la industria para la valorización a marzo 2023, calculados como los promedios de los ratios entre CCU y Embonor:

Cuadro 20: Múltiplos de la Industria

Múltiplos a mar-23	CCU	Embonor	Promedio
Price-Earnings Ratio (PER)	33,82	6,70	20,26
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	24,26	8,79	16,53
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	33,32	11,89	22,61
Price to Book Equity (PBV)	1,59	0,46	1,02
Value to Book Ratio (VBR)	1,32	0,69	1,01
Price to Sales Ratio (PS)	3,10	0,71	1,90
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	3,79	1,47	2,63

Fuente: Elaboración Propia

5.3. Valor de la empresa en base a múltiplos de la industria

A continuación, el cuadro 21 detalla los principales indicadores de Embotelladora Andina S.A. al 31 de marzo de 2023.

Cuadro 21: Indicadores Embotelladora Andina S.A.

Indicador Financiero (M\$)	mar-23
Resultado por acción	0,10
EBITDA	123.090
EBIT	93.956
Valor Libro Patrimonio	934.168
Valor Libro Empresa	2.103.311
Ingresos	701.856
Ingresos por acción	1,48
Patrimonio	970.227
Deuda Financiera Neta	909.875

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, el cuadro 22 expone el precio de la acción estimado de Embotelladora Andina al 31 de marzo de 2023.

Cuadro 22: Valoración por múltiplos de Embotelladora Andina S.A.

Múltiplos	Valor Empresa	Patrimonio	Precio Acción	Desviación	Desv (%)
Price-Earnings Ratio (PER)	-	-	1.930	-120	-5,8%
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	2.034.238	1.124.363	2.376	326	15,9%
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	2.123.928	1.214.053	2.565	515	25,1%
Price to Book Equity (PBV)	-	956.642	2.021	-29	-1,4%
Value to Book Ratio (VBR)	1.856.123	946.248	1.999	-51	-2,5%
Price to Sales Ratio (PS)	-	1.336.616	2.824	774	37,8%
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1.845.876	936.002	1.978	-72	-3,5%

Fuente: Elaboración Propia

De lo anterior es posible mencionar que tras utilizar el promedio de los múltiplos obtenemos precios de la acción que fluctúan entre los \$1.930 y \$2.824. Ahora bien, guiándonos en lo recomendado por el profesor Pablo Fernández, por el tipo de industria lo recomendable es utilizar los múltiplos de *Price-Earnings Ratio* y *Enterprise Value to EBITDA*, el primero presenta una desviación de un -5,8% por debajo del valor real de la

acción al 31 de marzo de 2023 (\$2.050) y el segundo con una variación un 15,9% por sobre el valor a la fecha antes señalada.

6. BIBLIOGRAFÍA

- BCI (2023). Equity Research, Sector bebidas. Disponible en <https://shorturl.at/ekopl>
- CMF (2023). Información Financiera Embotelladora Andina S.A. Disponible en <https://shorturl.at/rsxC7>
- CMF (2023). Memorias Anuales Embotelladora Andina S.A. Disponible en <https://shorturl.at/sJKYZ>
- Investing (2023). Embotelladora Andina S.A. B Stock Price. Disponible en <https://shorturl.at/begK6>
- Investing (2023). Embotelladora Andina S.A. A Stock Price. Disponible en <https://shorturl.at/bcdU5>
- Aswath D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. *Gestión 2000*.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Damodaran (2013). Premium risk. Disponible en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Ayus, A. L., Arrieta, I. E., & Ensuncho, A. M. (2017). Metodología de Cálculo del Beta: Beta de los Activos, Beta Apalancado y Beta Corregido por Cash. *Revista Espacios*, 15.

7. ANEXO

Anexo 1: Estado de Situación Financiera diciembre 2016 – marzo 2023

Pasivos	51.501	48.572	49.002	50.231	55.607	59.522	60.588	53.428
Pasivos corrientes	15.923	15.982	15.231	14.541	13.005	17.087	27.036	22.381
Otros pasivos financieros corrientes	2.459	2.537	2.036	1.221	1.130	1.277	10.259	9.174
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	-	212	197	264	202	155
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9.217	9.610	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960	8.666
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	1.675	1.267	1.662	1.895	1.360	1.810	2.570	2.431
Otras provisiones a corto plazo	26	100	126	73	46	49	45	37
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	411	119	339	239	304	985	416	728
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.353	1.342	1.205	1.356	1.069	1.130	1.378	812
Otros pasivos no financieros corrientes	782	1.008	1.225	936	972	1.008	1.205	378
Pasivos no corrientes	35.578	32.590	33.771	35.690	42.602	42.435	33.552	31.047
Otros pasivos financieros no corrientes	27.386	25.217	25.995	25.428	33.522	33.062	25.317	23.135
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	-	828	528	529	453	400
Cuentas por pagar no corrientes	361	42	27	22	10	8	86	71
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	-	-	-	699	371	373	295	276
Otras provisiones a largo plazo	2.748	2.349	2.139	2.368	1.676	1.803	1.342	1.271
Pasivo por impuestos diferidos	4.767	4.672	5.269	5.986	5.286	5.435	4.722	4.686
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	-	-	1	-	-	-
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	310	309	342	359	469	456	496	461
Otros pasivos no financieros no corrientes	6	-	-	-	739	767	843	747
Patrimonio	31.963	30.347	31.333	34.225	28.605	35.539	25.160	26.259
Capital emitido	10.275	10.103	9.822	9.563	9.313	8.736	7.711	7.610
Ganancias (pérdidas) acumuladas	11.223	12.520	16.768	21.226	22.503	24.785	20.420	22.391
Prima de emisión	-	-	-	-	-	-	-	-
Acciones propias en cartera	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras participaciones en el patrimonio	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras reservas	9.646	6.905	4.021	2.720	-3.912	1.203	-3.772	-4.575
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	31.145	29.529	30.611	33.509	27.904	34.724	24.359	25.426
Participaciones no controladoras	818	818	722	715	701	815	802	832
Patrimonio y pasivos	83.464	78.918	80.335	84.456	84.212	95.061	85.748	79.687

Balance - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Activos	83.464	78.918	80.335	84.456	84.212	95.061	85.748	79.687
Activos corrientes	20.979	18.061	17.470	18.844	27.427	31.976	33.087	28.876
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.361	5.084	4.989	5.566	10.648	9.819	8.307	7.288
Otros activos financieros corrientes	2.283	528	25	12	4.826	6.307	7.492	6.956
Otros activos no financieros corrientes	326	209	216	572	460	475	768	687
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	7.231	7.138	6.316	6.749	6.674	8.566	7.968	6.282
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	220	200	343	383	409	304	429	357
Inventarios corrientes	5.492	4.902	5.489	5.215	4.402	6.174	7.003	6.855
Activos biológicos corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes, corrientes	65	-	92	347	8	330	1.120	451
Activos no corrientes	62.486	60.857	62.865	65.612	56.785	63.085	52.661	50.811
Otros activos financieros no corrientes	3.043	2.771	3.532	3.913	5.573	9.571	2.702	2.823
Otros activos no financieros no corrientes	1.338	1.769	1.269	4.438	3.104	2.286	1.700	1.614
Cuentas por cobrar no corrientes	134	89	46	19	3	4	15	17
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	6	6	3	10	5	3	3	3
Inventarios, no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.930	3.239	3.715	3.528	3.026	2.952	2.630	2.577
Activos intangibles distintos de la plusvalía	25.846	24.751	24.263	23.846	20.795	21.284	19.133	18.333
Plusvalía	3.906	3.493	4.253	4.282	3.382	3.809	3.675	3.442
Propiedades, planta y equipo	25.283	24.619	25.785	24.390	20.097	22.352	22.148	21.395
Activos biológicos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Propiedad de inversión	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos por derecho de uso	-	-	-	1.139	734	763	587	547
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	-	120	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	48	66	60	69	60

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

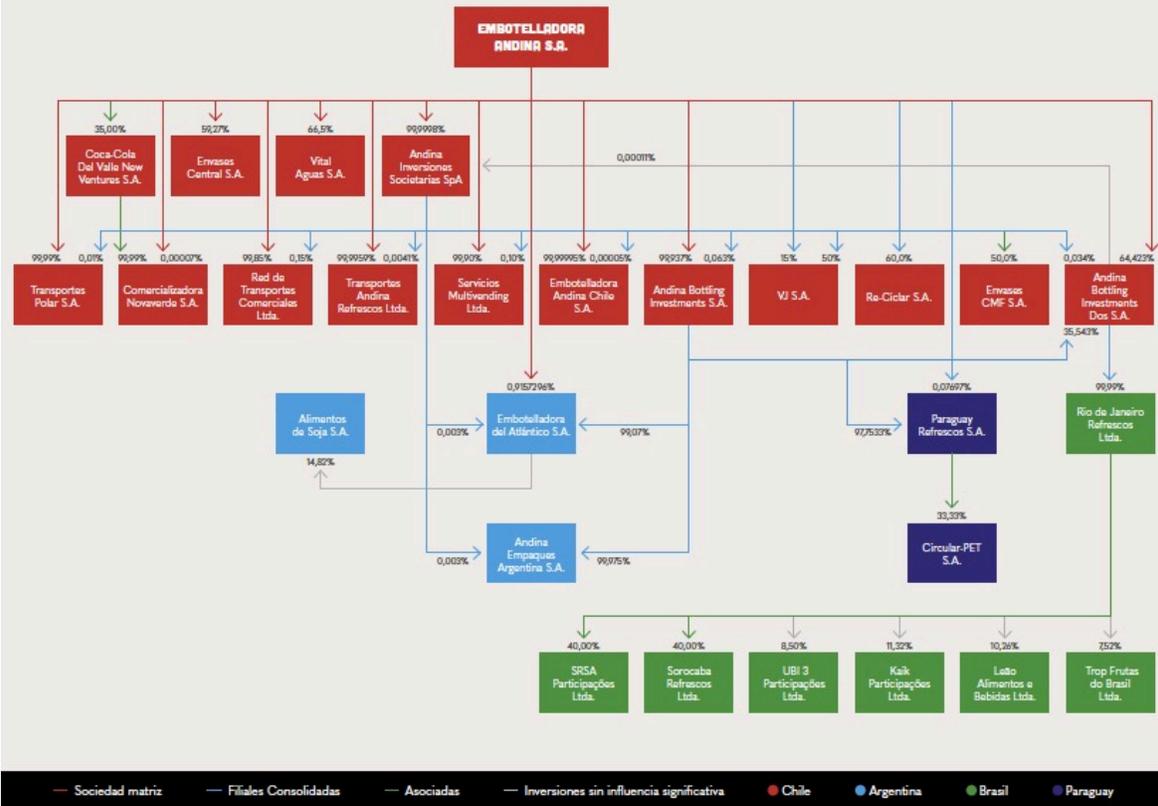
Anexo 2: Estado Resultados Embotelladora Andina S.A. diciembre 2016 – marzo 2023

EERR - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ingresos de actividades ordinarias	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671	19.729
Costo de ventas	(39.241)	(39.892)	(35.117)	(37.031)	(35.173)	(44.379)	(46.387)	(11.954)
Ganancia bruta	28.220	29.101	25.571	25.810	23.246	27.147	29.284	7.775
Otros ingresos	67	21	95	1.446	287	43	71	5
Costos de distribución	(6.971)	(7.199)	(6.014)	(5.899)	(5.247)	(6.452)	(7.220)	(1.863)
Gastos de administración	(13.140)	(12.993)	(11.382)	(11.512)	(9.757)	(11.259)	(12.233)	(3.147)
Otros gastos, por función	(864)	(623)	(583)	(925)	(600)	(491)	(25)	(128)
Otras ganancias (pérdidas)	(129)	(95)	(98)	0	0	-	(712)	(0)
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.184	8.211	7.590	8.921	7.930	8.988	9.164	2.641
Ingresos financieros	367	418	143	1.595	514	251	1.131	327
Costos financieros	(1.950)	(2.061)	(1.996)	(1.632)	(1.884)	(1.710)	(1.696)	(391)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la	(10)	(3)	51	(121)	77	100	40	30
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	(3)	(51)	(53)	(146)	(106)	(178)	(331)	(127)
Resultados por unidades de reajuste	(242)	(140)	(184)	(266)	(407)	(895)	(1.679)	(200)
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5.346	6.374	5.551	8.351	6.124	6.557	6.631	2.280
Gasto por impuestos a las ganancias	(1.852)	(1.933)	(2.016)	(2.161)	(1.889)	(1.490)	(2.972)	(1.012)
Ganancia (pérdida)	3.494	4.441	3.535	6.190	4.235	5.067	3.659	1.268

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Anexo 3: Estructura Societaria Embotelladora Andina S.A.

ESTRUCTURA SOCIETARIA



Fuente: Memoria 2022