



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA Embotelladora  
Andina S.A.  
Mediante Métodos de Flujo de Cajas  
Descontados**

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

**Alumno: Damián Sciaraffia Ureta  
Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva**

**Santiago, Julio 2024**

## Contenidos

1.	Resumen Ejecutivo.....	4
2.	Metodología.....	5
2.1.	Principales métodos de valoración.....	5
2.1.1.	Método de flujos de caja descontados.....	5
3.	Descripción de la empresa e industria.....	8
3.1.	Descripción de la empresa.....	8
3.2.	Antecedentes.....	8
3.3.	Reseña histórica.....	10
3.4.	Principales accionistas.....	11
3.5.	Filiales.....	12
3.6.	Descripción de la industria.....	12
3.7.	Estado actual.....	12
3.8.	Regulación y fiscalización.....	13
3.9.	Empresas comparables.....	14
4.	Financiamiento y estructura de capital de la empresa.....	16
4.1.	Deuda Financiera.....	16
4.2.	Patrimonio Económico.....	17
4.3.	Valor económico de la empresa.....	18
4.4.	Estructura de capital objetivo.....	18
5.	Estimación del Costo de Capital.....	20
5.1.	Costo de la deuda.....	20
5.2.	Beta de la deuda.....	20
5.3.	Estimación del beta patrimonial.....	21
5.4.	Beta patrimonial sin deuda.....	23
5.5.	Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	23
5.6.	Costo patrimonial.....	24
5.7.	Costo de capital.....	24
6.	Análisis del Negocio.....	26
6.1.	Análisis de crecimiento de la empresa e Industria.....	26
6.2.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	29

6.3.	Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	30
6.4.	Análisis de márgenes de la empresa.....	32
6.5.	Análisis de los activos de la empresa.....	34
6.5.1.	Activos operacionales y no operacionales.....	34
6.5.2.	Capital de trabajo operativo neto.....	35
6.5.3.	Inversiones.....	36
7.	Proyección del Estado de Resultados.....	38
7.1.	Ingresos operacionales proyectados.....	38
7.2.	Costos operacionales proyectados.....	41
7.3.	Resultado no operacional proyectado.....	43
7.4.	Impuesto corporativo proyectado.....	44
7.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF.....	44
7.5.1.	Supuestos utilizados.....	46
8.	Proyección de los flujos de caja libre.....	47
8.1.	Inversión en reposición.....	47
8.2.	Nuevas inversiones de capital.....	47
8.3.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto.....	48
8.4.	Valor terminal.....	48
8.5.	Flujos de caja libre proyectados.....	50
9.	Precio de la acción estimado.....	51
9.1.	Valor presente de los flujos de caja libre.....	51
9.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	52
9.3.	Activos prescindibles y otros activos.....	52
9.4.	Valorización económica de la empresa.....	53
9.5.	Análisis de sensibilidad.....	54
	Bibliografía.....	56

## 1. Resumen Ejecutivo

El presente informe consiste en la valoración de Embotelladora Andina S.A. mediante el método de Flujo de Caja Descontados a fecha 30 de Junio de 2021, con información histórica extraída de la Comisión de Mercado Financiero y desde la misma empresa. La moneda de análisis es en Unidades de Fomento (UF), y el análisis mismo fue hecho en su totalidad por el autor.

Embotelladora Andina S.A. es una compañía en la industria alimenticia. Se dedica a la producción, embotellamiento y distribución de productos Coca-Cola, principalmente las bebidas no alcohólicas y en menor medida a las bebidas alcohólicas, con cuatro categorías distintivas: Bebidas Gaseosas, Jugos, Aguas, y Cervezas y otras bebidas alcohólicas. Sus operaciones se extienden por 4 países, en orden de participación de ventas Chile, Argentina, Brasil y Paraguay. Estos son países cuyas economías se vieron afectadas negativamente por la crisis sanitaria COVID-19, por lo que el análisis considera altos períodos de incertidumbre en su evaluación.

El análisis considera también en su sección 3. La descripción de la empresa e industria al momento del análisis, y desde la siguiente sección analiza contablemente a la empresa, según su financiamiento y estructura de capital en la sección 4, la estimación del costo de capital en la sección 5, y un análisis del crecimiento histórico y los activos e inversiones de Andina en la sección 6. A continuación se realizan proyecciones de estados de resultados (sección 7) y flujos de caja libre de la empresa (sección 8) en base a información histórica en conjunto con proyecciones de crecimiento de la industria en la recuperación de la crisis económica global.

Todo esto para finalmente estimar el precio de la acción en la sección 9, que en base al análisis de este informe y bajo los supuestos especificados, concluye que el precio estimado de la acción al 30 de Junio de 2021 era de \$1.811,81 CLP, mientras que el precio de mercado era de \$1.622,00 CLP, por lo que estimamos que la acción está valorada a la baja en un 11,70% bajo el precio estimado.

## 2. Metodología

### 2.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2000). 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 sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

#### 2.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2000; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar

flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula

frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2000).

### 3. Descripción de la empresa e industria

#### 3.1. Descripción de la empresa

Embotelladora Andina S.A es la productora y embotelladora de la marca Coca-Cola en Chile y desde la última década, en otros países de Latinoamérica. Es uno de los tres mayores embotelladores de Sudamérica, parte del grupo Said (perteneciente a la familia Said, cuya actual representante es Salvador Said Somavía), quienes participan además en Parque Arauco, Envases del Pacífico y Scotiabank Chile. Otras familias controladoras son las familias Chadwick Claro y Garcés Silva.

Embotelladora Andina actualmente comercializa en Chile, Paraguay, Brasil y Argentina, y transa tanto en la Bolsa de Santiago bajo los nemotécnicos Andina-A y Andina-B, como en la bolsa de Nueva York bajo los nemotécnicos AKO/A y AKO/B.

#### 3.2. Antecedentes

Estos antecedentes ya descritos se pueden resumir en el cuadro 1.

Cuadro 1. Antecedentes de Embotelladora Andina S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	IPSA: Andina-A. Andina-B NYSE: AKO/A. AKO/B
Clase de acción	Acciones clase A con derecho a voto y acciones clase B sin derecho a voto.
Derechos de cada clase	Andina-A: derecho a voto, y derecho a elegir 12 de los 14 directores. Andina-B: derecho a elegir 2 de los 14 directores.
Mercado donde transa sus acciones	EE.UU. (NYSE) y Chile.

Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Uno de los mayores embotelladores de Coca-Cola en Latinoamérica, con franquicia para producir y comercializar estos productos a través de sus filiales.
Rubros y países donde opera	<p>Andina pertenece al rubro de alimentos y bebidas, y actualmente opera en:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chile a través de Andina y sus filiales.</li> <li>- Argentina a través de Embotelladora del Atlántico S.A.</li> <li>- Brasil, a través de Coca-Cola Andina Brasil.</li> <li>- Paraguay a través de Paraguay Refrescos S.A.</li> </ul>

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Andina, a lo largo de sus filiales, tiene presencia en 4 países, y en sus estados financieros considera 4 rubros distintos: Gaseosas, Aguas, Jugos y otros no alcohólicos, y Cervezas y otros alcohólicos. El Cuadro 2 resume esta información y su relevancia en el EBITDA al 30 de junio de 2021.

Cuadro 2. Países y rubros de Andina.

Países y rubros donde opera	Ingresos (en UF)	%	EBITDA (en UF)	%
<i>Chile</i>	14.540.20	44,96	1.280.35	36,78
	4		5	
Gaseosas	11.050.55	34,17	973.070	27,95
	5			
Agua	1.599.422	4,95	140.839	4,05
Jugos y otros no alcohólicos	1.308.618	4,05	115.232	3,31
Cervezas y otros alcohólicos	581.608	1,80	51.214	1,47
<i>Argentina</i>	6.385.759	19,75	545.797	15,68
Gaseosas	4.853.177	15,01	414.806	11,91
Agua	702.433	2,17	60.308	1,72

Jugos y otros no alcohólicos	574.718	1,78	49.122	1,41
Cervezas y otros alcohólicos	255.430	0,79	21.832	0,63
<i>Brasil</i>	<i>8.943.312</i>	<i>27,65</i>	<i>1.004.66</i>	<i>28,86</i>
			<i>1</i>	
Gaseosas	6.796.917	21,02	763.542	21,93
Agua	983.764	3,04	110.513	3,17
Jugos y otros no alcohólicos	804.898	2,49	90.419	2,60
Cervezas y otros alcohólicos	357.732	1,11	40.186	1,15
<i>Paraguay</i>	<i>2.471.498</i>	<i>7,64</i>	<i>650.639</i>	<i>18,69</i>
Gaseosas	1.903.053	5,88	500.992	14,39
Agua	296.580	0,92	78.077	2,24
Jugos y otros no alcohólicos	222.435	0,69	58.558	1,68
<b>Total</b>	<b>32.340.77</b>	<b>100</b>	<b>3.481.45</b>	<b>100</b>
	<b>3</b>		<b>2</b>	

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Podemos ver que Chile y Brasil son los países que más contribuyen al EBITDA, que el rubro que mayores ingresos aporta es el de las gaseosas, y que las bebidas alcohólicas son el rubro menos importante.

### 3.3. Reseña histórica

En 1946 Embotelladora Andina nace en Chile, con licencia para producir y distribuir los productos Coca-Cola. En los años 60 se inaugura la planta San Joaquín en Santiago, y se adquiere el 45% de Embotelladora Concepción. En 1974 adquiere otro 46% de Embotelladora Concepción, y el año siguiente adquiere el 34% de Embotelladora Talca. Es de esta forma que Andina crece orgánicamente, aumentando su participación en empresas del rubro, y comercializando con otros productos como Agua Mineral (Vital), o bebidas *Ginger Ale* (Schweppes).

Durante los años 90 nace Envases Multipack, empresa dedicada al negocio de empaques, Vital, dedicada al negocio de jugos y aguas minerales en Chile, y se adquiere un porcentaje minoritario de INTI, embotelladora de productos Coca-Cola en Argentina. Se inicia el ingreso al mercado de Brasil por medio de Rio de Janeiro Refrescos y se continúa la expansión por Argentina.

En 1997 se dividen las acciones en Series A y B, se emiten bonos *Yankee Bonds* a 10, 30 y 100 años en Estados Unidos. Desde el año 2000 en adelante, Andina desarrolla su presencia en Latinoamérica por medio de fábricas embotelladoras y productoras de bebidas en Argentina y Brasil, además de expandirse en el mercado chileno.

### 3.4. Principales accionistas

Los 12 principales accionistas acumulan el 62,48% de la propiedad, y corresponden a 4 administradoras de fondos de inversiones, 3 corredores de bolsa, 4 bancos, y Coca-Cola de Chile S.A. que solía tener un 15% de la propiedad el 2019, pero vendió la mitad de su participación quedando en sus valores actuales. Los principales accionistas se resumen en el Cuadro 3.

Cuadro 3. 12 principales accionistas de Embotelladora Andina.

Accionistas	Porcentaje de participación
Inversiones Cabildo SPA	10,82%
Inversiones SH Seis Limitada	9,58%
BanChile Corredores de Bolsa S.A.	7,49%
Coca-Cola de Chile S.A.	7,18%
Inversiones Nueva Delta S.A.	6,23%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	4,09%
Banco de Chile por cuenta de State Street	3,82%
Banco Santander – JP Morgan	3,23%
Banco de Chile por cuenta de terceros CA	3,19%
Inversiones Playa Amarilla SPA	2,66%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	2,11%
The Bank of New York Mellon	2,08%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

El grupo controlador de la empresa se compone de 10 accionistas y socios como se muestra en el Cuadro 4.

Cuadro 4. Grupo Controlador de Embotelladora Andina.

Accionistas	Número de acciones Serie A
Inversiones SH Seis Limitada.	65.489.786
Inversiones Cabildo SpA	65.487.786
Inversiones Nueva Delta S.A.	58.927.056

Inversiones Nueva Delta Dos S.A.	3.574.999
Inversiones Playa Amarilla SpA	16.689.895
Inversiones Playa Negra SpA	637.205
Inversiones Don Alfonso	12.089.074
Inversiones El Campanario Ltda	12.089.074
Inversiones Los Robles Ltda	12.089.074
Inversiones La Niña Dos Ltda	12.089.074

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

### 3.5. Filiales

Andina cuenta con una variedad de filiales para cumplir sus diversas funciones, como son la producción y comercialización de alimentos y bebestibles, la administración de la compañía, la inversión en instrumentos financieros o en otras sociedades, además de permitir la presencia y expansión en otros países. Estas filiales se resumen en el Cuadro 5, además del porcentaje de participación de Andina sobre la filial:

Cuadro 5. Resumen filiales de Embotelladora Andina

Rut	Nombre	Porcentaje de Participación		
		Directo	Indirecto	Total
59.144.140-K	Abisa Corp S.A.	0,00	99,99	99,99
Extranjera	Aconcagua Investing Ltda.	0,70	99,28	99,98
96.842.970-1	Andina Bottling Investments S.A.	99,99	0,09	99,99
96.972.760-9	Andina Bottling Investments Dos S.A.	99,99	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
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
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	Vital Jugos S.A.	15,00	50,00	65,00

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

### 3.6. Descripción de la industria

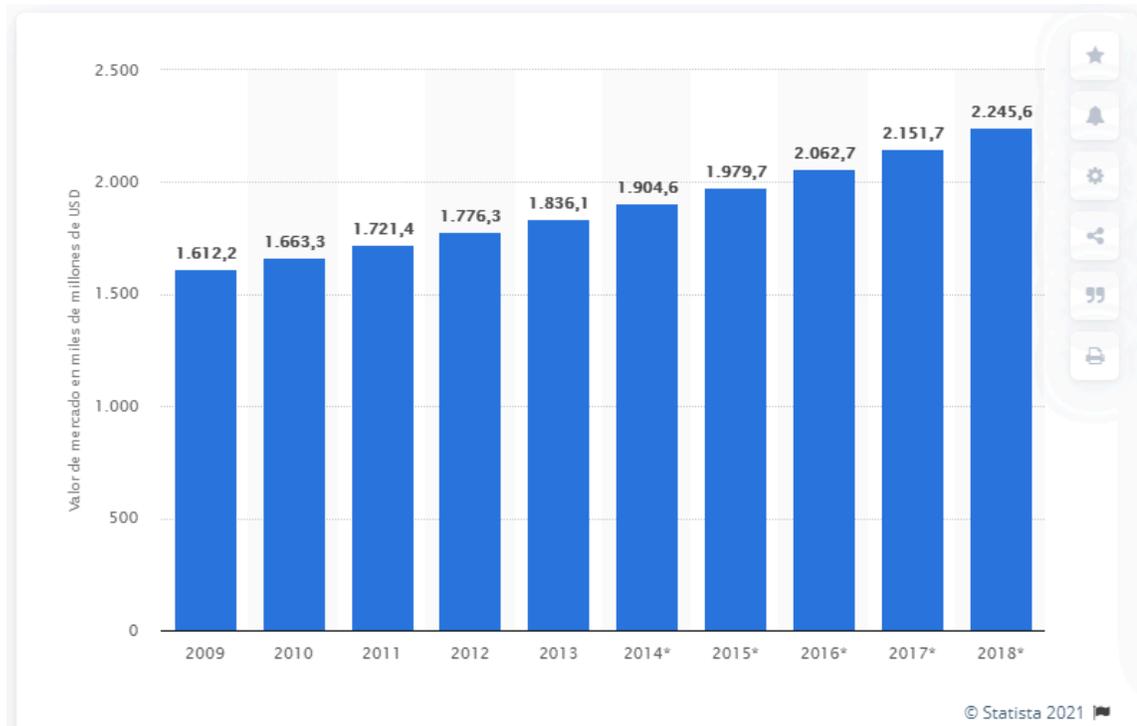
Andina pertenece a la industria de envasado y comercialización de bebestibles y en menor medida, de bebidas alcohólicas, por lo que procederemos a analizar estas industrias:

### 3.7. Estado actual

La industria embotelladora y de bebestibles presentó una baja exposición a la propagación del Covid-19, debido principalmente a que la demanda por consumos básicos tiene una menor volatilidad respecto a otras industrias (según reporte sectorial de ICRChile), lo que quedó evidenciado en las bajas caídas del sector frente a la crisis del estallido social comparados con caídas en torno al 30% en ventas del sector vestuario, electrodomésticos, calzado y muebles.

La industria ha crecido de manera constante a desde el 2008, a un ritmo de alrededor del 3% anual, con el principal determinante del crecimiento siendo el crecimiento mismo de la población, como se puede evidenciar en el gráfico 1 extraído de Statista:

Gráfico 1: Evolución del valor de mercado de la industria mundial de bebestibles.



Fuente: Valor de mercado mundial de bebidas, Statista, 2015.

### 3.8. Regulación y fiscalización

La regulación de Embotelladora andina está regida por la actual Comisión para el Mercado Financiero (CMF), anteriormente la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), quien se encarga de fiscalizar que los mercados financieros funcionen y se desarrollen de manera estable y de acuerdo a la ley.

Al tratarse de productos de consumo básico, la industria también se ve regulada a nivel nacional por el Seremi de Salud y el Ministerio de Salud, bajo diversas normas como las Normas del Reglamento Sanitario de los Alimentos del Decreto N°977 del Ministerio de Salud de 1997, o las Normas del Reglamento de Aguas Minerales contenidas en el Decreto N°106 del Ministerio de Salud de 1997. Así como leyes sobre bebidas alcohólicas o de publicidad de alimentos.

### 3.9. Empresas comparables

Dentro de las empresas comparables podemos encontrar empresas de Latinoamérica y Estados Unidos que sean parte del sector de Alimentos y Bebidas, como estas tres empresas:

Cuadro 6: Antecedentes CCU y Embonor

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 7:

Antecedentes	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Nombre de la Empresa	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Ticker o Nemo-técnico	CCU (Bolsa de Comercio de Santiago), o CCU (
Mercado donde transa sus acciones	Chile y Estados Unidos (NYSE)
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Compañía chilena productora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, con participación en el área de alimentos. Tiene presencia en Chile, Argentina, Colombia, Paraguay y Uruguay. Es la principal cervecera de Chile, la principal embotelladora de agua mineral y néctares, y productora de piscos en la
Rubros y países donde opera	Alimenticio y de bebestibles.
Clasificación de riesgo	Fitch: AA+ ICR: AA+
Antecedentes	Embonor S.A.
Nombre de la Empresa	Embonor S.A.
Ticker o Nemo-técnico	Embonor B
Mercado donde transa sus acciones	Chile
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Es la segunda mayor embotelladora de Coca-Cola en Chile, y actualmente transa también en Bolivia, donde es el mayor embotellador de Coca-Cola.
Rubros y países donde opera	Bebestibles y Cervezas.
Clasificación de riesgo	FellerRate: AA ICR: AA

Antecedentes Compañía de Bebidas de las Américas

Antecedentes	Compañía de Bebidas de las Américas
--------------	-------------------------------------

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Nombre de la Empresa	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Ticker o Nemotécnico	ABEV (NYSE), AMBV3 (BOVESPA)
Mercado donde transa sus acciones	Chile y Estados Unidos (NYSE)
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Empresa dedicada a la producción de bebidas y cervezas, principalmente en el en norte de Latinoamérica, incluyendo Perú, Honduras, Nicaragua y Guatemala.
Rubros y países donde opera	Bebestibles y Cervezas.

Cuadro 8: Ingresos y EBITDA de CCU

Países y rubros donde CCU Opera	Ingresos (UF)	%	EBITDA (UF)	%
Chile	27.569.070	78,78	4.503.411	99,54
Cervezas	23.886.246	68,26	4.335.104	95,82
Vinos	4.078.942	11,66	518.845	11,47
Otros	(396.118)	-1,13	(350.538)	-7,75
Internacionales	7.423.861	21,22	20.969	0,46
<b>Total</b>	<b>34.992.931</b>	<b>100,0</b>	<b>4.524.380</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Vemos que para CCU, los mayores ingresos provienen del sector de las cervezas en territorio nacional. Por lo que es un principal competidor de Embotelladora Andina exclusivamente en este segmento, pero no es un competidor comparable.

## 4. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

### 4.1. Deuda Financiera

La composición de la deuda financiera de los últimos períodos se puede observar en el Cuadro 9. La tabla no considera las obligaciones por derivados tanto corrientes como no corrientes por no tratarse mayoritariamente de pasivos operacionales. De manera similar, los pasivos por arrendamientos no se consideran como componentes de la deuda financiera por no poder distinguir claramente una parte operativa de una parte financiera por no hacerlo público Coca-Cola Andina.

Cuadro 9. Composición de la deuda financiera

En UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q2
Deuda financiera corriente	2.307.038	2.443.297	1.975.263	1.208.260	1.088.083	1.239.794
<i>Obligaciones con bancos</i>	782.219	1.174.335	781.503	50.801	27.488	13.853
<i>Obligaciones con el público</i>	1.014.492	752.153	749.642	763.145	643.440	783.734
<i>Depósitos en garantía por envases</i>	510.327	516.808	444.118	394.314	417.155	442.208
Deuda financiera no corriente	26.697.336	24.676.567	25.494.147	25.428.254	31.747.88	31.446.80
<i>Obligaciones con bancos</i>	673.171	487.256	88.488	32.126	137.597	134.636
<i>Obligaciones con el público</i>	26.024.165	24.189.311	25.405.659	25.396.128	31.610.28	31.312.16
<i>Depósitos en garantía por envases</i>	0	0	0	0	0	0
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>29.004.374</b>	<b>27.119.863</b>	<b>27.469.410</b>	<b>26.636.514</b>	<b>32.835.96</b>	<b>32.686.59</b>

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Vemos que la deuda financiera se está moviendo hacia la deuda no corriente, y que en total ha estado aumentando año tras año. Las obligaciones con bancos han disminuido pero las obligaciones con el público han aumentado. Dado que las obligaciones con el

público componen más del 90% del total de deuda financiera, a continuación, se presentan los bonos vigentes resumidos.

Cuadro 10. Resumen Bonos corporativos Embotelladora Andina.

Serie Bono	Fecha de emisión	Valor Nominal (Moneda)	Fecha de Vencimiento	Tasa interés
B (Reg. 254 CMF)	13.06.2001	1.771.585 (UF)	01.12.2026	6,50%
C (Reg. 641 CMF)	23.08.2010	1.500.000 (UF)	15.08.2031	4,00%
D (Reg. 760 CMF)	20.08.2013	4.000.000 (UF)	16.08.2034	3,80%
E (Reg. 760 CMF)	02.04.2014	3.000.000 (UF)	01.03.2035	3,75%
F (Reg. 912 CMF)	10.10.2018	5.700.000 (UF)	25.09.2039	2,83%
USA 2023	01.10.2013	365.000.000 (US\$)	01.10.2023	5,00%
USA 2050	21.01.2020	300.000.000 (US\$)	21.01.2050	3,95%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Vemos que los Andina tiene 7 bonos vigentes, y dos de ellos con vencimiento en los próximos 5 años, y dos de ellos emitidos en dólares estadounidenses. Estos bonos representan la mayoría de la deuda financiera de la empresa.

## 4.2. Patrimonio Económico

El número de acciones de la empresa no ha cambiado durante los períodos de análisis, manteniéndose fijo en 473.289.301 acciones de la serie A, y 473.281.303 acciones de la serie B, con un total de 946.570.604 acciones. Para calcular el precio de la acción tomamos la acción de la serie B por tener mayor presencia bursátil (considerando que la serie A tiene una presencia nula). Esto nos da un patrimonio económico como el representado en el Cuadro 11:

Cuadro 11. Patrimonio Económico de Andina.

En UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q2
-------	------	------	------	------	------	--------

Número de acciones	946.570.60 4	946.570.60 4	946.570.60 4	946.570.60 4	946.570.60 4	946.570.60 4
Precio de la acción	0,0889	0,0970	0,0825	0,0702	0,0608	0,0572
<b>Total patrimonio económico</b>	<b>84,177,595</b>	<b>91.815.951</b>	<b>78.083.913</b>	<b>66.416.563</b>	<b>57.587.113</b>	<b>54.172.441</b>

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que el valor del patrimonio económico de la empresa ha disminuido año tras año.

### 4.3. Valor económico de la empresa

El valor económico de la empresa consiste en el valor de la deuda financiera sumado al patrimonio económico, y se resume en el Cuadro 12.

Cuadro 12. Valor Económico de la empresa

En UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q2
Valor deuda financiera (B)	29.004.374	27.119.863	27.469.410	26.636.51 4	32.835.96 2	32.686.59 7
Patrimonio económico (P)	84.177.595	91.815.951	78.083.913	66.416.56 3	57.587.113	54.172.44 1
<b>Valor económico de la empresa (V)</b>	<b>113.181.969</b>	<b>118.935.814</b>	<b>105.553.32 4</b>	<b>93.053.07 7</b>	<b>90.423.07 5</b>	<b>86.859.03 7</b>

Fuente: Elaboración Propia.

### 4.4. Estructura de capital objetivo

Así, podemos calcular las razones de deuda a patrimonio de la empresa en el período histórico, las que se resumen en el Cuadro 13, donde T1 es el año 2016, T2 es el 2017, T3 es el 2018, T4 es el 2019, T5 es el 2020, cada uno al 31 de diciembre de cada año, con T6 siendo la primera mitad del año 2021. Para las proyecciones de la estructura de capital objetivo promedio, los períodos T7 a T10 corresponden a los años 2022, 2023, 2024 y 2025

Cuadro 13. Estructura de Capital Objetivo

En %	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q2	E.C. Histórica Promedio T1-T6	E.C. Histórica Promedio T4-T6	E.C. Objetivo Promedio T7-T10
B/V	25.63%	22.80%	26.02%	28.63%	36.31%	37.63%	29.50%	34.19%	14.84%
P/V	74.37%	77.20%	73.98%	71.37%	63.69%	62.37%	70.50%	65.81%	85.16%
B/P	34.46%	29.54%	35.18%	40.11%	57.02%	60.34%	42.77%	52.49%	17.43%

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que la estructura de capital de la empresa es bastante similar entre los años 2016-2019, aunque ya se nota una tendencia a aumentar la proporción de deuda financiera respecto del patrimonio económico. Sin embargo, durante los años de la pandemia del virus Covid-19, del 2020 y la primera mitad del 2021, vemos que esta proporción se dispara, y la estructura de capital pasa de ser de un 34,46% Deuda a Patrimonio, a un 60.34%, lo que se mantiene durante estos dos períodos. Habíamos mencionado en el punto 3. Descripción de la empresa y la industria, que la pandemia no afectó mucho el consumo de bienes básicos, por lo que los valores subyacentes y los ingresos no debieron disminuir mucho, sólo la perspectiva del mercado parece haber disminuido el precio de la acción enormemente.

Según Ignacio Morales Olivi, gerente de Finanzas y Tesorería de CocaCola Andina, la deuda de largo plazo objetivo de la empresa es de \$16,000 UF, por lo que, si se considera un patrimonio económico en torno a las 90,000,000 UF, se obtienen los ratios de estructura de capital objetivos expuestos en el cuadro 13.

## 5. Estimación del Costo de Capital.

Procedemos a calcular el costo de capital de la empresa por medio de la metodología del modelo de mercado y calculando el costo de capital promedio ponderado (*wacc*), para lo cual utilizamos la ecuación de Rubinstein (1973) siguiendo los siguientes pasos:

### 5.1. Costo de la deuda.

Para calcular el costo de la deuda debemos considerar el costo de un bono representativo de más larga duración. En ANDINA, este bono corresponde al emitido el 21 de enero de 2020 en Estados Unidos, en dólares a 30 años, que es el bono de más larga duración con que cuenta la empresa, además de ser el más reciente. Este bono tiene un valor nominal de 300.000.000 dólares, equivalentes a CLP\$ 232,500 millones, con una tasa cupón anual de 3,950% y una estructura Bullet de pagos semestrales.

Así, consideramos que el costo de la deuda es de 3,950%

### 5.2. Beta de la deuda.

Para estimar el Beta de la deuda, y teniendo el costo de la deuda, utilizamos el modelo CAPM expresado en la siguiente ecuación:

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

Donde:  $k_b$  es el costo de la deuda,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $PRM$  es el premio por riesgo de mercado.

Como tasa libre de riesgo vamos a utilizar una tasa en dólares equivalente a la suma entre un bono de la tesorería a 10 años a la fecha del 30 de Junio de 2021, de 1,465%,

sumado a la tasa de Credit Default Swap a la misma fecha, equivalente a 1,0384%, que sumados nos dan una tasa libre de riesgo en dólares equivalente a 2,51%..

El premio por riesgo de mercado para Chile el año 2021 es de 6,2%, equivalente al promedio de la estimación por Default Spread y Credit Default Swap de Damodaran ajustado al premio por riesgo de mercado de Estados Unidos al 30 de Junio de 2021, equivalente a 5,5% estimado por Duff and Phelps, por lo que la ecuación es como sigue:

$$0,0395 = 0,0251 + \beta_d \cdot 0,062$$
$$\frac{0,0395 - 0,0251}{0,062} = \beta_d$$
$$\beta_d = 0,2323$$

El beta de la deuda es de 0,2323.

### 5.3. Estimación del beta patrimonial.

Para estimar el beta patrimonial, o beta de la acción, calculamos los retornos semanales de ANDINA-B entre el 1 de Julio de 2019 al 30 de Junio de 2021. Para poder obtener la sensibilidad de esta acción frente al mercado, utilizamos como base de comparación o *benchmark* el índice IGPA y sus retornos o variaciones en el mismo período. Utilizando el modelo de mercado ( $R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$ ), donde  $R_{t,i}$  corresponde al retorno de ANDINA-B durante el período (104 semanas),  $\alpha$  corresponde a la constante independiente,  $\beta$  es nuestro beta de interés, la constante dependiente que indica la sensibilidad de los retornos de la acción frente a retornos del mercado, y  $R_{t,m}$  corresponde al retorno del mercado, con  $\varepsilon_{t,i}$  siendo la variable de error.

Así, la regresión retorna la información representada en el siguiente cuadro 14:

Cuadro 14: Resultados Regresión precio Acción

	Jun-21
Beta de la acción	0,58
P-value	0,00
Nº observaciones	104
R <sup>2</sup>	0,44
Presencia bursátil	100%

Fuente: Elaboración Propia.

La presencia bursátil de ANDINA-B ha sido del 100% en al menos los últimos 7 año, por lo que el precio sobre el cual se extraen los retornos utilizados en la regresión resulta ser un reflejo robusto de la realidad de la compañía. El Beta durante el período es de 0,58, y resulta significativo con un valor-p de 0,00. El R<sup>2</sup> es de 0,44.

Sin embargo, a nuestro beta aplicaremos el ajuste de Bloomberg, que sigue la siguiente ecuación.

$$\beta_{bloomberg} = \beta_{acción} * 0.66 + 0.33$$

Donde  $\beta_{bloomberg}$  es el beta ajustado para seguir más firmemente cambios en el mercado, y  $\beta_{acción}$  es el beta ya obtenido que no refleja correctamente el futuro de la acción.

Para ANDINA-B, el Beta de Bloomberg es:

$$\begin{aligned}\beta_{bloomberg} &= 0.58 * 0.66 + 0.33 \\ \beta_{bloomberg} &= 0,72\end{aligned}$$

## 5.4. Beta patrimonial sin deuda.

Para calcular el beta patrimonial sin deuda, utilizamos la ecuación de Rubinstein (1973) para desapalancar el Beta Patrimonial para obtener el beta patrimonial sin deuda según la siguiente fórmula:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[ 1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

Donde:  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda,  $\beta_p^{s/d}$  es el beta patrimonial sin deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativo histórica,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital promedio durante los dos últimos años utilizados para estimar el Beta.

Desde el 2018 que la tasa de impuestos corporativos en Chile es de 27%, por lo que esa es la que utilizaremos. Y recordar de la tabla 8 que la estructura de capital histórica es de 46,26%. Así, tenemos la siguiente fórmula:

$$0,72 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,5249] - 0,23 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,5249$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,72 + 0,2323 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,5249}{[1 + (1 - 0,27) \cdot 0,5249]}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,5848$$

El beta patrimonial sin deuda es de 0,59.

## 5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.

Ahora utilizamos la misma fórmula de Rubinstein (1973) con nuestro beta patrimonial sin deuda pero utilizando la estructura de capital objetivo capturada en la tabla 9, de 17,43%.

$$\beta_p^{c/d} = 0,59 \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,1743] - 0,2323 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,1743$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,6297$$

El beta patrimonial con estructura de capital objetivo es de 0,63.

## 5.6. Costo patrimonial.

Para estimar el costo patrimonial, utilizamos el modelo CAPM con el beta patrimonial con la estructura de capital objetivo:

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

Donde:  $k_p$  es el costo patrimonial,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y  $PRM$  es el premio por riesgo de mercado.

$$K_p = 0,0251 + 0,63 \cdot 0,062$$
$$K_p = 0,0641$$

El costo patrimonial es de 6,41%.

## 5.7. Costo de capital.

Finalmente, para estimar el costo de capital ( $wacc$ ), utilizamos la siguiente fórmula:

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

Donde:  $k_0$  es el costo de capital promedio ponderado,  $\frac{P}{V}$  es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo),  $k_p$  es el costo patrimonial,  $k_b$

es el costo de la deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y  $\frac{B}{V}$  es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

Así, tenemos un *wacc* de 5,89%:

$$K_0 = 0,0641 \cdot 0,8516 + 0,0395 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,1484 = 0,0589$$

## 6. Análisis del Negocio.

### 6.1. Análisis de crecimiento de la empresa e Industria.

Embotelladora Andina participa mayoritariamente en el mercado de bebestibles en Latinoamérica, principalmente Chile, Argentina, Paraguay y Brasil. Coca-Cola, la marca que lleva Embotelladora Andina, es la compañía de bebidas más grande de la región, y la más representativa de la industria.

Según la asociación de empaquetamiento y procesamiento (PMMI por sus siglas en inglés), la tasa de crecimiento anual compuesto de la industria a nivel global será de 6% hasta el 2025, y más de la mitad de los productores de bebestibles (56%) aumentará la inversión en bienes de capital en los próximos años. (PMMI, 2021)

El estudio macroeconómico de la OCDE prevé que el PIB mundial crezca en un 5,8% en 2021, y cerca de un 4,5% para 2022 (OCDE, 2021), mientras que el Fondo Monetario Internacional prevé que el 2021 la economía mundial crezca 6,0% y el 2022 lo haga en un 4,9% (FMI, 2021). Para los países relevantes para la empresa, Chile se espera que crezca en un 6,7% el 2021, y un 3,5% el 2022 (OCDE, 2021). Se espera además que el PIB per cápita se recupere a niveles prepandemia hacia finales del 2021.

Para Brasil, se espera que los niveles de PIB per cápita se recuperen a mediados de 2022, y que la economía crezca un 3,7% el 2021 y un 2,6% el 2022 (FMI, 2021).

Argentina se espera tenga una recuperación extremadamente lenta, alcanzando sus niveles prepandemia después del 2025. El FMI espera que crezca un 5,8% el 2021, y un 2,5% el 2022.

Paraguay va a tener una recuperación lenta, esperando alcanzar sus niveles prepandemia hacia el 2023, y se espera crezca un 4,0% tanto el 2021 como el 2022. (FMI, 2021).

En ningún caso las entidades que analizan perspectivas de crecimiento prevén con seguridad más allá del 2022, y aseguran que las economías pueden crecer a ritmos muy variables según cómo evolucione la pandemia.

Históricamente, la empresa ha tenido los siguientes volúmenes de ventas en millones de cajas unitarias, por país y línea de productos:

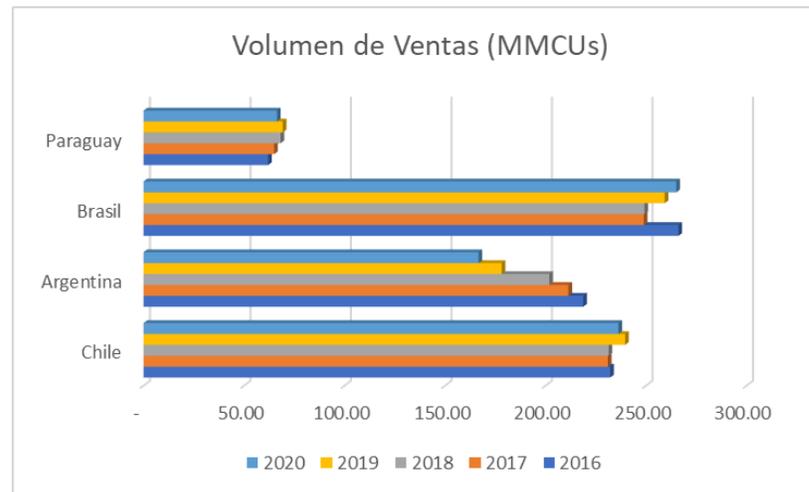
Cuadro 15. Volumen de Ventas (MMCUs)

Volumen de Ventas (MMCUs)					
Países y rubros donde opera	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Chile</b>	232.20	231.00	231.40	239.60	236.30
<b>Gaseosas</b>	161.30	157.70	154.70	158.20	153.80
<b>Agua</b>	36.50	39.00	40.50	44.60	41.10
<b>Jugos y otros no alcohólicos</b>	34.40	34.30	36.00	36.10	33.90
<b>Cervezas y otros alcohólicos</b>	-	-	0.20	0.60	7.50
<b>Argentina</b>	218.80	211.40	201.90	178.20	166.70
<b>Gaseosas</b>	183.20	174.40	167.00	149.70	145.20
<b>Agua</b>	25.90	26.10	232.20	18.50	12.00
<b>Jugos y otros no alcohólicos</b>	9.70	10.90	11.70	10.00	9.50
<b>Cervezas y otros alcohólicos</b>	-	-	-	-	-
<b>Brasil</b>	266.10	248.90	249.20	259.30	265.10
<b>Gaseosas</b>	216.20	201.70	201.50	206.80	205.50
<b>Agua</b>	6.60	6.00	7.70	11.50	17.90
<b>Jugos y otros no alcohólicos</b>	26.40	22.20	24.00	22.30	18.80
<b>Cervezas y otros alcohólicos</b>	16.90	19.00	16.00	18.70	23.00
<b>Paraguay</b>	62.00	65.00	68.20	69.30	66.40
<b>Gaseosas</b>	52.60	54.10	56.10	56.20	55.10
<b>Agua</b>	5.90	6.60	7.00	7.90	6.50
<b>Jugos y otros no alcohólicos</b>	3.50	4.30	5.00	5.20	4.80
<b>Total</b>	779.10	756.30	750.60	746.00	734.50

Fuente: Elaboración Propia.

Es más fácil analizar una posible tendencia en el Gráfico 2.

Gráfico 2. Volumen de Ventas (MMCUs)

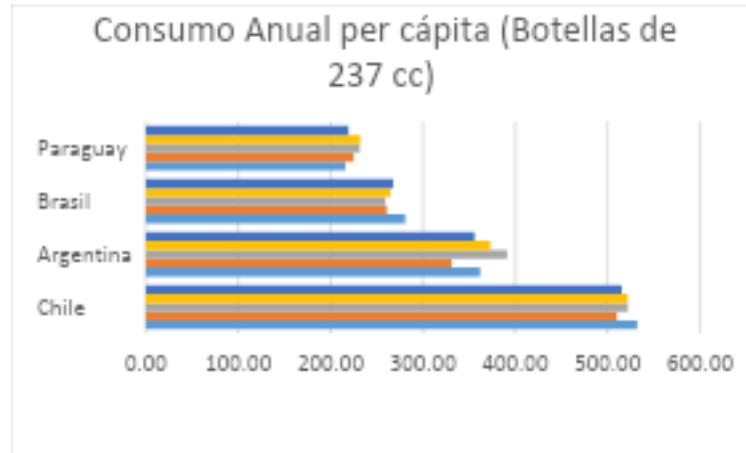


Fuente: Elaboración Propia.

En el Gráfico 2 podemos ver que desde el 2016, el volumen de ventas en Argentina ha caído paulatinamente, mientras que en Chile ha subido sólo en los últimos dos años. Brasil casi ha alcanzado sus niveles del 2016 luego de una caída en el 2017 y 2018, mientras que Paraguay ha aumentado su volumen de ventas paulatinamente, pero con una caída en el 2020.

Podemos observar tendencias similares si analizamos el consumo anual per cápita en el Gráfico 3.

Gráfico 3: Consumo Anual per cápita



Fuente: Elaboración Propia.

La única excepción en este caso es Argentina, que ha mantenido su consumo per cápita (aunque con gran desviación estándar), a pesar de disminuir su volumen de ventas.

En la siguiente tabla podemos ver los ingresos de actividades ordinarias de la empresa desde el 2016:

Cuadro 16: Ingresos primer semestre.

MM\$	30-06-2016	30-06-2017	30-06-2018	30-06-2019	30-06-2020	30-06-2021
Ingresos	835,518	906,679	817,504	840,180	809,296	959,366
		8.52%	-9.84%	2.77%	-3.68%	18.54%

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que en el primer semestre no se puede ver una real tendencia, esto debido a un proceso de reestructuración más conservador que ha seguido la empresa, sumado a fuertes crisis cambiarias en el 2018 en Argentina y Brasil, y a la crisis sanitaria del covid-19.

Cuadro 17: Ingresos año completo

M\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2021
Ingreso	1,777,459,320	1,848,878,619	1,672,915,799	1,779,025,115	1,698,281,237	1,918,731,324
		4.02%	-9.52%	6.34%	-4.54%	12.98%

Fuente: Elaboración Propia.

Para efectos de comparación, se duplicó el ingreso de Junio 2021 para reflejar más o menos el año completo. Pero se puede apreciar de igual manera la falta de una tendencia incluso en el año completo.

## 6.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.

Los costos operacionales constituyen aquellos costos y gastos destinados al funcionamiento ordinario de la empresa y sus actividades. Podemos analizar los costos de venta, los costos de distribución y los gastos de administración.

Cuadro 18: Análisis vertical de los costos de venta.

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021	Promedio
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291	
Costos Ventas	(39,241)	(39,892)	(35,117)	(37,031)	(35,173)	(16,934)	(20,102)	
Análisis Vertical	58.17%	57.82%	57.86%	58.93%	60.21%	60.04%	62.25%	59.33%

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos en el cuadro 18 que los costos de venta pasan a tener un porcentaje cada vez mayor de los ingresos, pasando de ser el 58,17% en el 2016, al 60,21% el 2020 y aún un 62,25% al 30 de Junio de 2021.

Esto se puede deber a alzas en los costos de los insumos, como son el azúcar, los jarabes y el plástico a utilizar. Los productos derivados del petróleo como son el plástico han presentado alzas paulatinas en sus precios durante este período, y el azúcar que constituye el 30% de los costos de las bebidas también ha estado al alza.

Cuadro 19: Análisis vertical de los Costos de distribución.

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Costos de Distribución	(6,971)	(7,199)	(6,014)	(5,899)	(5,247)	(2,677)	(2,766)
Análisis Vertical	-10.33%	-10.43%	-9.91%	-9.39%	-8.98%	-9.49%	-8.57%

Fuente: Elaboración Propia.

Por otro lado, vemos que los costos de distribución han bajado paulatinamente desde el 2016 como porcentaje de las ventas. Es decir, la empresa ha sabido ser más eficiente en la distribución de sus productos.

Cuadro 20: Análisis vertical de los Gastos de Administración.

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Gastos de Adminis	(13,140)	(12,993)	(11,382)	(11,512)	(9,757)	(5,420)	(5,188)
Análisis Vertical	-19.48%	-18.83%	-18.75%	-18.32%	-16.70%	-19.22%	-16.07%

Fuente: Elaboración Propia.

Finalmente, vemos que los gastos de administración también han bajado como porcentaje de las ventas. Esto se debe a la reestructuración de la empresa con miras en la eficiencia y en abaratar costos.

### 6.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa.

Dentro de los costos no operacionales, podemos analizar la cuenta Otros Ingresos, Ingresos Financieros, Costos Financieros, Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste, que son costos que no dependen directamente del tamaño o la eficiencia de las operaciones, pero sí permiten financiarlas.

Cuadro 21: Análisis Vertical de cuenta Otros Ingresos

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Otros Ingresos	67	21	95	1,446	287	67	20
Análisis Vertical	0.10%	0.03%	0.16%	2.30%	0.49%	0.24%	0.06%

Fuente: Elaboración Propia.

La cuenta Otros Ingresos no es significativa, y se compone principalmente por ventas de activos fijos, las que no han sido predominantes en la empresa, y la recuperación de y el reembolso de un crédito pagado en exceso desde 2001 hasta 2017 en Brasil. El 2019 se terminó de rescatar el total del crédito pagado en exceso, por lo que la cuenta se dispara temporalmente.

Cuadro 22: Análisis Vertical de cuenta Ingresos Financieros.

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Ingresos Financieros	367	418	143	1,595	514	301	22
Análisis Vertical	0.54%	0.61%	0.24%	2.54%	0.88%	1.07%	0.07%

Fuente: Elaboración Propia.

La cuenta de ingresos financieros también es muy pequeña como porcentaje de los ingresos y corresponde a parte de la recuperación del crédito en Brasil, como también a intereses financieros, pero no resulta ser significativa.

Cuadro 23: Análisis Vertical de cuenta Costos Financieros.

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Costos Financieros	(1,950)	(2,061)	(1,996)	(1,632)	(1,884)	(819)	(877)
Análisis Vertical	-2.89%	-2.99%	-3.29%	-2.60%	-3.23%	-2.90%	-2.71%

Fuente: Elaboración Propia.

Por otro lado, la cuenta de ingresos financieros sí resulta ser significativa, esto por la gran cantidad de bonos vigentes que la empresa tiene. Vemos que tras la una disminución el 2019, el 2020 vuelve a remontar tras la emisión del último bono al 21 de enero de este año.

Cuadro 24: Análisis Vertical de cuenta Diferencias de Cambio.

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Diferencias Cambio	(3)	(51)	(53)	(146)	(106)	(70)	(273)
Análisis Vertical	0.00%	-0.07%	-0.09%	-0.23%	-0.18%	-0.25%	-0.85%

Fuente: Elaboración Propia.

Las diferencias cambiarias resultan en pérdidas por devaluación del peso argentino y el real brasilero, aún así no resultan ser demasiado grandes como porcentaje de las ventas, pero sí se han disparado desde el 2019, seguramente por la propia devaluación del peso chileno frente al dólar.

Cuadro 25: Análisis Vertical de cuenta Ingreso por Unidades de Reajuste.

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Reajustes	(242)	(140)	(184)	(266)	(407)	(304)	(350)
Análisis Vertical	-0.36%	-0.20%	-0.30%	-0.42%	-0.70%	-1.08%	-1.09%

Fuente: Elaboración Propia.

Finalmente, y relacionado a las partidas por diferencias cambiarias, las unidades de reajuste también son siempre negativas, y crecen en los últimos años debido tanto a la crisis sanitaria como a la devaluación de las monedas locales.

## 6.4. Análisis de márgenes de la empresa.

Al analizar la situación de la empresa, es importante analizar el margen bruto, el margen operacional, el margen EBITDA y el margen neto.

Cuadro 26: Margen Bruto

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Ganancia Br	28,220	29,101	25,571	25,810	23,246	11,268	12,189
Margen Bru	41.83%	42.18%	42.14%	41.07%	39.79%	39.96%	37.75%

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que el margen bruto de la empresa ha disminuido año tras año, esto debido al ya mencionado posible aumento de precio en los insumos, principalmente los derivados del petróleo y el azúcar.

Cuadro 27: Margen operacional

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Utilidad Op	4,415	5,208	4,563	4,475	4,427	1,285	2,643
Margen Op	6.55%	7.55%	7.52%	7.12%	7.58%	4.56%	8.18%

Fuente: Elaboración Propia.

Sin embargo, los márgenes operacionales han ido en aumento, esto explicado por un aumento en la eficiencia operacional de la empresa, lo que ha permitido disminuir los costos y gastos operacionales.

Cuadro 28: Margen EBITDA

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Gastos	(59,351)	(60,084)	(52,512)	(54,442)	(50,177)	(25,031)	(28,056)
EBITDA	8,110	8,908	8,176	8,399	8,242	3,171	4,235
Margen EBI	12.02%	12.91%	13.47%	13.37%	14.11%	11.24%	13.11%

Fuente: Elaboración Propia.

De igual manera, los márgenes EBITDA han ido aumentando en proporción similar, debido a que la depreciación y amortización se ha mantenido constante durante todo el

período, por lo que no ha habido grandes diferencias que impacten el resultado EBITDA.

Cuadro 29: Margen Neto

UF\$	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	30-06-2020	30-06-2021
Ingreso	67,461	68,993	60,688	62,841	58,420	28,202	32,291
Resultado	3,494	4,441	3,535	6,190	4,235	1,710	1,507
Margen Neto	5.18%	6.44%	5.83%	9.85%	7.25%	6.06%	4.67%

Fuente: Elaboración Propia.

Finalmente, el margen neto ha fluctuado año tras año, pero con una tendencia alcista, esto explicado por diferencias en ingresos y costos financieros en la empresa luego de emisiones de bonos y solvencias de deuda.

## 6.5. Análisis de los activos de la empresa.

### 6.5.1. Activos operacionales y no operacionales.

Procederemos a continuación a analizar los activos de la empresa, esto es importante para poder calcular el Capital de Trabajo Operativo Neto más adelante, así, resumiremos los activos en la siguiente tabla:

Cuadro 30: Activos operacionales y No operacionales

Tipo de activos (En UF)	Al 30 Jun 2021	Operacional	No operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	8,249,180		X
Otros activos financieros, corrientes	7,223,993		X
Otros activos no financieros, corrientes	509,382	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	5,403,256	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	433,661		X

Inventarios	5,110,121	X	
Activos por impuestos, corrientes	47,651	X	
Otros activos financieros, no corrientes	5,820,279		X
Otros activos no financieros, no corrientes	2,806,722	X	
Cuentas por cobrar, no corrientes	3,344	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	3,187		X
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	3,047,239		X
Activos intangibles distintos de la plusvalía	20,894,634	X	
Plusvalía	3,553,463	X	
Propiedades, planta y equipo	21,161,784	X	
Activos por impuestos diferidos	88,907	X	
<b>Total</b>	<b>84,356,804</b>		

Fuente: *Elaboración Propia.*

El efectivo es un activo no operacional por ser prescindible y no afectar directamente la operación de la empresa. De manera similar la participación en entidades relacionadas no constituye activos operacionales por no afectar de manera directa a la empresa. La plusvalía y otros intangibles son activos no operacionales por no afectar directamente la operación de la empresa.

Los activos intangibles distintos de la plusvalía, por otro lado, son activos operacionales porque se constituyen de derechos de distribución y sistemas informáticos, que se consideran imprescindibles para la generación de ingresos en la compañía.

### 6.5.2. Capital de trabajo operativo neto.

Procedemos a calcular el capital de trabajo operativo neto CTON, sumando los activos operacionales, restándoles los pasivos operacionales de cuentas por pagar comerciales para obtener el CTON.

Luego, obtenemos el ratio CTON (rCTON) como una razón entre el CTON y los ingresos ordinarios. Para obtener los ingresos operacionales a Junio de 2021, se sumaron además los ingresos ordinarios del segundo semestre de 2020, y nos da un promedio de ratio CTON del 89.86% respecto a las ventas de cada período, entre los años 2017 y 2021.

Cuadro 31: rCTON

En UF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	21-Jun
<b>Activos Operacionales</b>	66,880,479	67,512,513	70,472,571	59,265,618	59,069,882
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7,137,983	6,316,283	6,749,488	6,674,202	5,403,256
Inventarios	4,901,945	5,489,402	5,215,173	4,402,174	5,110,121
Activos por impuestos, corrientes	-	91,855	346,708	7,515	47,651
Cuentas por cobrar, no corrientes	89,404	46,097	18,501	2,541	3,344
Activos intangibles distintos de la plusvalía	24,750,706	24,262,775	23,845,878	20,794,885	20,894,634
Plusvalía	3,492,713	4,252,705	4,281,947	3,382,335	3,553,463
Activos por impuestos diferidos	119,896	-	48,193	66,249	88,907
Otros activos no financieros, no corrientes	1,768,568	1,268,865	4,437,881	3,104,288	2,806,722
Propiedades, planta y equipo	24,619,265	25,784,531	25,528,802	20,831,430	21,161,784
<b>Pasivos operacionales</b>	9,609,603	8,637,875	8,608,303	7,927,182	7,224,126
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9,609,603	8,637,875	8,608,303	7,927,182	7,224,126
<b>CTON</b>	57,270,877	58,874,638	61,864,268	51,338,436	51,845,757
Ingresos operacionales	68,992,796	60,688,114	62,841,006	58,419,744	62,508,949
<b>rCTON (en %)</b>	83.01%	97.01%	98.45%	87.88%	82.94%

Fuente: Elaboración Propia.

### 6.5.3. Inversiones.

La empresa no tiene políticas de inversiones claras y definidas. La primera vez que plantean una perspectiva de inversión es el 2020, donde proponen invertir cerca de USD\$ 170 millones en diversas actividades para el 2021. Sin embargo, el CAPEX de la compañía es como sigue en el Cuadro 32:

Cuadro 32: CAPEX

En UF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Jun-21 <sup>1</sup>
Compras de propiedad, planta y equipo	5,217,401	4,967,251	3,539,393		
Compras de activos intangibles					
<b>Total inversiones</b>	5,217,401	4,967,251	3,539,393	2,020,099	4,189,657
Ingresos operacionales	68,992,796	60,688,114	62,841,006	58,419,744	62,508,949
<i>% inversiones sobre los ingresos</i>	7.56%	8.18%	5.63%	3.46%	6.70%
Depreciación y amortización	3,700,402	3,612,973	3,923,967	3,815,592	1,592,252
<i>% dep. y amor. sobre inversiones</i>	70.92%	72.74%	110.87%	188.88%	38.00%

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que la depreciación y amortización sobrepasan con creces el CAPEX el año 2019 y 2020, esto se debe a una reestructuración de la empresa donde no estaban invirtiendo activamente en costos de capital. Sin embargo, el 2021, luego de la propuesta de inversión del USD\$170 millones, vemos que los niveles de inversiones aumentan (se duplican respecto al período anterior), por lo que los niveles de CAPEX vuelven a niveles por sobre la depreciación y amortización.

## 7. Proyección del Estado de Resultados.

### 7.1. Ingresos operacionales proyectados.

Recordemos de nuestro análisis de la industria en el punto 6.1, que fuentes esperan que la industria de bebestibles a nivel mundial crezca un 6% año a año hasta el 2025. Y que la economía como un todo a nivel mundial crezca un 5,8% para el año 2021 y un 4,5% para el año 2022. Sin embargo, Euromonitor International en su análisis Passport, Soft Drinks market growth expectancy, analiza el crecimiento esperado de la industria de bebestibles no alcohólicos para los años 2021-2025 para Chile, Argentina y Brasil.

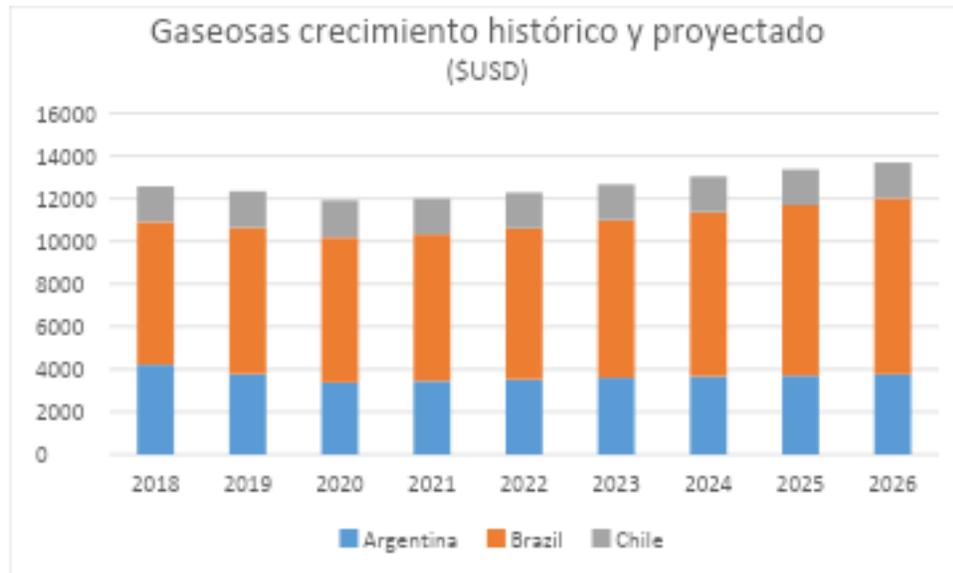
En los siguientes gráficos podemos ver el crecimiento histórico de las industrias de bebestibles de cada país, con la proyección de Euromonitor hasta el año 2026

Gráfico 4: Crecimiento en la industria de *soft drinks*



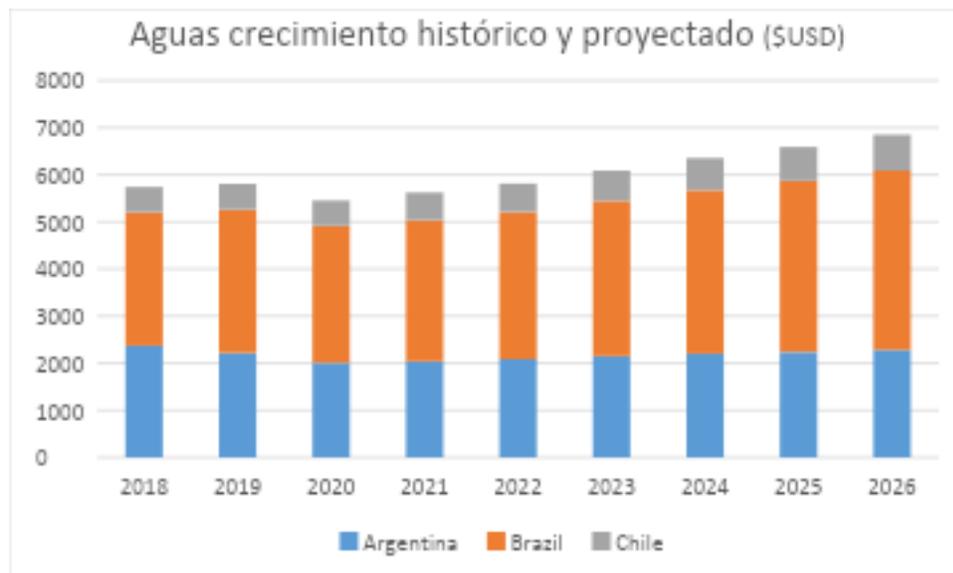
Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 5: Crecimiento en la industria de *gaseosas*



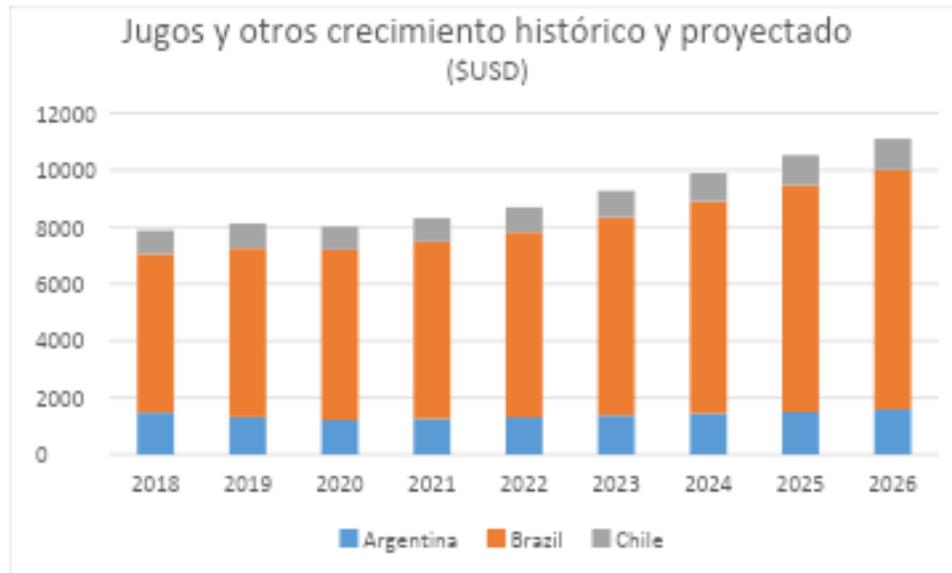
Fuente: *Elaboración Propia*

Gráfico 6: Crecimiento en la industria de *aguas*



Fuente: *Elaboración Propia*.

Gráfico 7: Crecimiento en la industria de *jugos*



Fuente: *Elaboración Propia.*

Así, a nivel local se consideran las proyecciones de crecimiento del estudio de Euromonitor para Chile, Argentina y Brasil, pero en el caso de Paraguay, se considera el promedio de Latinoamérica. Para el año 2026 de todos los países, se considera el crecimiento promedio proyectado para los años 2021-2025. En el caso de las bebidas alcohólicas por representar un segmento pequeño de las ventas, se mantiene constante la venta del último período.

Así, teniendo presente estas tasas, proyectamos los ingresos operacionales para el segundo semestre del 2021 (calculado como la expectativa de crecimiento para el año completo, menos los ingresos durante el primer semestre), y para los años 2022 a 2026 en el Cuadro 33.

Cuadro 33. Ingresos operacionales proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Chile</b>	\$ 9,176.46	\$ 24,823.44	\$ 25,317.43	\$ 25,821.25	\$ 26,335.09	\$ 26,859.16
<b>Argentina</b>	\$ 5,239.75	\$ 12,013.02	\$ 10,495.78	\$ 9,170.16	\$ 8,011.97	\$ 7,000.06
<b>Brasil</b>	\$ 11,774.23	\$ 21,435.75	\$ 20,921.29	\$ 20,419.18	\$ 19,929.12	\$ 19,450.82
<b>Paraguay</b>	\$ 3,158.14	\$ 5,929.89	\$ 6,047.30	\$ 6,167.03	\$ 6,289.14	\$ 6,413.67
<b>Total</b>	\$ 29,348.58	\$ 64,202.10	\$ 62,781.80	\$ 61,577.62	\$ 60,565.32	\$ 59,723.70

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que, si bien Chile y Paraguay crecen establemente, Argentina y Brasil tienen ventas cada vez menores, producto de la lenta recuperación luego de la pandemia sumada a crisis económicas y cambiarias arrastradas desde antes de la pandemia y reflejadas en un consumo cada vez menor entre los años 2016 y 2021.

## 7.2. Costos operacionales proyectados.

A partir del Cuadro 18 vemos que los costos de venta constituyen en promedio el 58,58% de las ventas para los años 2016 a 2021, con algunos países teniendo mayores márgenes brutos que otros. Como ya tenemos nuestro total de proyecciones de ventas, calculamos costos de venta con este porcentaje en el Cuadro 33, donde para cada país se calculó el promedio histórico del margen bruto, y se proyectó en base a ese promedio histórico por sobre las proyecciones de ventas.

Cuadro 34. Costos de venta proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Costos Ventas Chile</b>	\$ (5,510)	\$ (14,906)	\$ (15,203)	\$ (15,505)	\$ (15,814)	\$ (16,128)
<b>Costos Ventas Argentina</b>	\$ (2,813)	\$ (6,449)	\$ (5,634)	\$ (4,923)	\$ (4,301)	\$ (3,758)
<b>Costos Ventas Brasil</b>	\$ (7,448)	\$ (13,560)	\$ (13,235)	\$ (12,917)	\$ (12,607)	\$ (12,305)
<b>Costos Ventas Paraguay</b>	\$ (1,810)	\$ (3,399)	\$ (3,466)	\$ (3,535)	\$ (3,605)	\$ (3,676)
<b>Total Costos</b>	\$ (17,582)	\$ (38,314)	\$ (37,538)	\$ (36,880)	\$ (36,327)	\$ (35,867)

Fuente: Elaboración Propia.

Para los costos de distribución y los gastos de administración y ventas seguimos la misma metodología, donde calculamos el porcentaje respecto de las ventas por país, y promediamos este porcentaje histórico para multiplicarlo por la proyección de ventas futuras. Así obtenemos los resultados de los cuadros 35 y 36.

Cuadro 35. Costos de distribución proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Costos Dist Chile	\$ (879)	\$ (2,378)	\$ (2,426)	\$ (2,474)	\$ (2,523)	\$ (2,573)
Costos Dist Argentina	\$ (788)	\$ (1,806)	\$ (1,578)	\$ (1,379)	\$ (1,205)	\$ (1,053)
Costos Dist Brasil	\$ (789)	\$ (1,436)	\$ (1,401)	\$ (1,368)	\$ (1,335)	\$ (1,303)
Costos Dist Paraguay	\$ (173)	\$ (325)	\$ (332)	\$ (339)	\$ (345)	\$ (352)
<b>Total Costos Dist</b>	\$ (2,629)	\$ (5,946)	\$ (5,737)	\$ (5,559)	\$ (5,408)	\$ (5,281)

Fuente: Elaboración Propia.

Cuadro 36. Gasto de Administración proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Gastos Adm Chile	\$ (1,754)	\$ (4,745)	\$ (4,839)	\$ (4,935)	\$ (5,034)	\$ (5,134)
Gastos Adm Argentina	\$ (1,118)	\$ (2,564)	\$ (2,240)	\$ (1,957)	\$ (1,710)	\$ (1,494)
Gastos Adm Brasil	\$ (1,875)	\$ (3,413)	\$ (3,331)	\$ (3,251)	\$ (3,173)	\$ (3,097)
Gastos Adm Paraguay	\$ (487)	\$ (915)	\$ (933)	\$ (952)	\$ (970)	\$ (990)
<b>Total Gastos Adm</b>	\$ (5,235)	\$ (11,637)	\$ (11,344)	\$ (11,096)	\$ (10,888)	\$ (10,715)

Fuente: Elaboración Propia.

Finalmente tenemos gastos de depreciación y amortización, que en países como Argentina y Paraguay han tenido una volatilidad histórica grande. Sin embargo, en Chile y en Brasil se han mantenido relativamente estables.

Como estos gastos dependen de varios factores externos, resulta muy complicado predecirlos con precisión, por lo que se calculó para cada país la depreciación y amortización como porcentaje de ventas y se proyectó según las proyecciones de ventas hasta el año 2026.

Cuadro 37. Depreciación y Amortización proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Dep y Am Chile	\$ 666	\$ 1,801	\$ 1,837	\$ 1,873	\$ 1,910	\$ 1,948
Dep y Am Argentina	\$ 289	\$ 664	\$ 580	\$ 507	\$ 443	\$ 387
Dep y Am Brasil	\$ 553	\$ 1,007	\$ 983	\$ 959	\$ 936	\$ 914
Dep y Am Paraguay	\$ 222	\$ 417	\$ 425	\$ 434	\$ 442	\$ 451
Dep y Am total	\$ 1,730	\$ 3,888	\$ 3,824	\$ 3,773	\$ 3,731	\$ 3,700

Fuente: Elaboración Propia.

### 7.3. Resultado no operacional proyectado.

Dentro de las cuentas no operacionales consideramos los ingresos y costos financieros como cuentas permanentes, ya que consideramos que son cuentas que constantemente estarán presentes en el funcionamiento de la empresa. Las cuentas no recurrentes son: Otros ingresos, Otros gastos por función, Otras ganancias, Participación en asociadas y Diferencias de cambio. Éstas últimas se proyectarán constantes en el Cuadro 38.

En la tabla 33 vemos las cuentas permanentes, que serán proyectadas como porcentaje de las ventas según el porcentaje promedio histórico de cada cuenta como porcentaje de las ventas.

Cuadro 38. Ingresos y Costos financieros proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Ingresos Financieros	\$ 238.22	\$ 521.12	\$ 509.60	\$ 499.82	\$ 491.60	\$ 484.77
Costos Financieros	\$ (865.94)	\$ (1,894.30)	\$ (1,852.40)	\$ (1,816.87)	\$ (1,787.00)	\$ (1,762.17)

Fuente: Elaboración Propia.

Por otro lado, en el Cuadro 39, se proyectarán constantes desde Diciembre 2020 hasta Diciembre 2026 las cuentas no recurrentes.

Cuadro 39. Resultado No operacional cuentas no recurrentes proyectado.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Otros Ingresos	\$ 267	\$ 287	\$ 287	\$ 287	\$ 287	\$ 287
Otros gastos, por función	\$ (417)	\$ (600)	\$ (600)	\$ (600)	\$ (600)	\$ (600)
Otras (pérdidas) ganancias	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Participación	\$ 43	\$ 77	\$ 77	\$ 77	\$ 77	\$ 77
Diferencias Cambio	\$ 167	\$ (106)	\$ (106)	\$ (106)	\$ (106)	\$ (106)
Reajustes	\$ (56)	\$ (407)	\$ (407)	\$ (407)	\$ (407)	\$ (407)

Fuente: Elaboración Propia.

#### 7.4. Impuesto corporativo proyectado.

La tasa de impuestos en Chile es del 27%, y esta es la tasa que utilizaremos en la proyección. Así, los impuestos corporativos a pagar en el estado de resultados es:

Cuadro 40. Impuestos proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Resultado antes de impuestos	\$ 1,549.68	\$ 2,294.28	\$ 2,246.32	\$ 2,204.10	\$ 2,167.04	\$ 2,134.66
Impuesto a las ganancias	\$ (418.41)	\$ (619.45)	\$ (606.51)	\$ (595.11)	\$ (585.10)	\$ (576.36)

Fuente: Elaboración Propia.

#### 7.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF.

Todo lo anterior se resume en el Cuadro 41 mostrando el estado de resultados proyectados en UF.

Cuadro 41. Estado de Resultados en UF.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Ventas</b>	\$ 29,349	\$ 64,202	\$ 62,782	\$ 61,578	\$ 60,565	\$ 59,724
<b>Costo Ventas</b>	\$ (17,581.80)	\$ (38,314.22)	\$ (37,538.23)	\$ (36,880.15)	\$ (36,326.96)	\$ (35,867.25)
<b>Resultado Bruto</b>	\$ 11,766.78	\$ 25,887.88	\$ 25,243.57	\$ 24,697.47	\$ 24,238.36	\$ 23,856.45
<b>Costos Dist</b>	\$ (2,629)	\$ (5,946)	\$ (5,737)	\$ (5,559)	\$ (5,408)	\$ (5,281)
<b>Gastos Adm</b>	\$ (5,235)	\$ (11,637)	\$ (11,344)	\$ (11,096)	\$ (10,888)	\$ (10,715)
<b>Otros ingresos</b>	\$ 267	\$ 287	\$ 287	\$ 287	\$ 287	\$ 287
<b>Otros gastos por función</b>	\$ (417)	\$ (600)	\$ (600)	\$ (600)	\$ (600)	\$ (600)
<b>Otras ganancias (pérdidas)</b>	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
<b>EBITDA</b>	\$ 3,754	\$ 7,992	\$ 7,850	\$ 7,730	\$ 7,630	\$ 7,548
<b>Depreciación y Amortización</b>	\$ 1,730	\$ 3,888	\$ 3,824	\$ 3,773	\$ 3,731	\$ 3,700
<b>EBIT</b>	\$ 2,023	\$ 4,104	\$ 4,026	\$ 3,958	\$ 3,899	\$ 3,849
<b>Ingresos financieros</b>	\$ 238	\$ 521	\$ 510	\$ 500	\$ 492	\$ 485
<b>Costos financieros</b>	\$ (866)	\$ (1,894)	\$ (1,852)	\$ (1,817)	\$ (1,787)	\$ (1,762)
<b>Participación en asociadas</b>	\$ 43	\$ 77	\$ 77	\$ 77	\$ 77	\$ 77
<b>Diferencias de cambio</b>	\$ 167	\$ (106)	\$ (106)	\$ (106)	\$ (106)	\$ (106)
<b>Resultado por UF</b>	\$ (56)	\$ (407)	\$ (407)	\$ (407)	\$ (407)	\$ (407)
<b>Resultado antes de impuestos</b>	\$ 1,550	\$ 2,294	\$ 2,246	\$ 2,204	\$ 2,167	\$ 2,135
<b>Impuesto a las ganancias</b>	\$ (418)	\$ (619)	\$ (607)	\$ (595)	\$ (585)	\$ (576)
<b>Resultado neto</b>	\$ 1,131	\$ 1,675	\$ 1,640	\$ 1,609	\$ 1,582	\$ 1,558

Fuente: Elaboración Propia.

Podemos visualizar cada una de estas entradas como porcentaje de las ventas en el Cuadro 42.

Cuadro 42. Estado de Resultados proyectado como porcentaje de las ventas.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Ventas</b>	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>Costo Ventas</b>	-59.91%	-59.68%	-59.79%	-59.89%	-59.98%	-60.06%
<b>Resultado Bruto</b>	40.09%	40.32%	40.21%	40.11%	40.02%	39.94%
<b>Costos Dist</b>	-8.96%	-9.26%	-9.14%	-9.03%	-8.93%	-8.84%
<b>Gastos Adm</b>	-17.84%	-18.13%	-18.07%	-18.02%	-17.98%	-17.94%
<b>Otros ingresos</b>	0.91%	0.45%	0.46%	0.47%	0.47%	0.48%
<b>Otros gastos por función</b>	-1.42%	-0.93%	-0.96%	-0.97%	-0.99%	-1.00%
<b>Otras ganancias (pérdidas)</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>EBITDA</b>	12.79%	12.45%	12.50%	12.55%	12.60%	12.64%
<b>Depreciación y Amortización</b>	5.90%	6.06%	6.09%	6.13%	6.16%	6.19%
<b>EBIT</b>	6.89%	6.39%	6.41%	6.43%	6.44%	6.44%
<b>Ingresos financieros</b>	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%
<b>Costos financieros</b>	-2.95%	-2.95%	-2.95%	-2.95%	-2.95%	-2.95%
<b>Participación en asociadas</b>	0.15%	0.12%	0.12%	0.12%	0.13%	0.13%
<b>Diferencias de cambio</b>	0.57%	-0.17%	-0.17%	-0.17%	-0.18%	-0.18%
<b>Resultado por UF</b>	-0.19%	-0.63%	-0.65%	-0.66%	-0.67%	-0.68%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	5.28%	3.57%	3.58%	3.58%	3.58%	3.57%
<b>Impuesto a las ganancias</b>	-1.43%	-0.96%	-0.97%	-0.97%	-0.97%	-0.97%
<b>Resultado neto</b>	3.85%	2.61%	2.61%	2.61%	2.61%	2.61%

Fuente: Elaboración Propia.

### 7.5.1. Supuestos utilizados.

El principal supuesto utilizado para la proyección de las ventas es que las estimaciones de expertos respecto al crecimiento del PIB y de la industria son correctas. A esto se suma el supuesto de que el PIB se relaciona fuertemente con el consumo de bebestibles por tratarse estos de bienes discrecionales.

Otro supuesto es que el consumo crecerá de manera constante a partir del año 2023, esto principalmente por no tener expectativas reales del crecimiento del PIB a partir de este año, por lo que no se tienen puntos de referencia para estimar otras variaciones.

## 8. Proyección de los flujos de caja libre.

Procedemos entonces a proyectar los flujo de caja libre (FCL) de ANDINA.

### 8.1. Inversión en reposición.

ANDINA no ha anunciado públicamente proyecciones de inversión en reposición para los próximos años, por lo que consideramos pertinente mantener los niveles de depreciación y amortización, por ser cuentas destinadas a la mantención y reposición de la propiedad, plantas y equipos.

Cuadro 43. Inversión en reposición proyectada

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Depreciación y Amortización</b>	\$ 1,555	\$ 3,618	\$ 3,714	\$ 3,809	\$ 3,910	\$ 4,016
<b>Inversión en reposición</b>	\$(1,555)	\$(3,618)	\$(3,714)	\$(3,809)	\$(3,910)	\$(4,016)

Fuente: *Elaboración Propia.*

### 8.2. Nuevas inversiones de capital.

Como se ve en el Cuadro 32, las inversiones de capital históricas van desde un 3.46% de las ventas del período para el 2020, a un 8.18% para el 2018. A pesar de ser un spread grande, consideramos que un promedio entre los años 2017-2021 se considera una buena estimación de la relación entre las nuevas inversiones de capital y los ingresos operacionales, debido a que no se tiene información concreta de inversiones futuras, y no se tiene información detallada para los años 2016 y anteriores.

Este promedio es de 6.31% de los ingresos operacionales, y corresponde a los montos expresados en el Cuadro 44, considerando que en el año 2026 no existen gastos en nuevas inversiones.

Cuadro 44. Inversiones de capital (CAPEX) proyectadas.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Ventas</b>	\$ 26,728	\$ 60,134	\$ 61,826	\$ 63,506	\$ 65,266	\$ 67,126
<b>Nuevas inversiones</b>	\$ (1,686)	\$ (3,793)	\$ (3,900)	\$ (4,006)	\$ (4,117)	

Fuente: Elaboración Propia.

### 8.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto.

A partir del rCTON histórico calculado en el punto 5.5.2 (y expresado en la tabla 25), tenemos un rCTON histórico promedio de 89.86%, es decir, los activos operacionales (Deudores comerciales, inventarios, cuentas por cobrar y Propiedad, planta y equipo) restado con las cuentas por pagar comerciales, constituyen en promedio un 89.86% de las ventas.

Así, podemos proyectar a futuro cuál va a ser el CTON en los períodos proyectados, y podremos calcular la diferencia en este CTON, expresada en el Cuadro 45.

Cuadro 45. Diferencia de CTON proyectada.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Ventas</b>	\$ 59,019	\$ 60,134	\$ 61,826	\$ 63,506	\$ 65,266	\$ 67,126
<b>CTON</b>	\$ 53,033	\$ 54,035	\$ 55,556	\$ 57,065	\$ 58,647	\$ 60,317
<b>Dif CTON</b>	\$ 1,002	\$ 1,521	\$ 1,509	\$ 1,582	\$ 1,671	

Fuente: Elaboración Propia.

### 8.4. Valor terminal.

El valor terminal de la empresa corresponde a la proyección implícita que se hace a largo plazo por sobre el período de estimación explícita. En el caso de Embotelladora Andina, una empresa que transa productos de primera necesidad, asumiremos un modelo sin crecimiento, por ser el más utilizado en empresas abiertas y cerradas de

tamaño mediano y grande en mercados emergentes como Chile. Para proyectar el valor terminal también mantendremos la tasa wacc de 5.89%.

La formula del valor terminal sin crecimiento es:

$$VT_n = \frac{FCA_{n+1}}{k_0}$$

Donde  $VT_n$  es el valor terminal en el período n,  $FCA_{n+1}$  es el flujo de caja de los activos después de impuestos también llamado FCL, y  $k_0$  es el costo de capital de la empresa.

En nuestro caso, la tasa de rentabilidad corresponde a la tasa wacc ya calculada en 5.89%, y el flujo de caja del período es de \$5.363 miles de UF. Se aplican estos números a la fórmula y nos da:

$$VT_n = \frac{5.363}{5,89\%}$$
$$VT_n = 91,047.74$$

Así, el valor terminal es de 91,047.74 mil UF

## 8.5. Flujos de caja libre proyectados.

Con todo lo anterior, tenemos los siguientes flujos de caja libre proyectados.

Cuadro 46. Flujo de caja libre proyectados.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
EBIT (después de impuestos)	\$ 1,502	\$ 3,318	\$ 3,406	\$ 3,496	\$ 3,591	\$ 3,689
Depreciación y Amortización	\$ 1,555	\$ 3,618	\$ 3,714	\$ 3,809	\$ 3,910	\$ 4,016
Otros ingresos, por función (des)	\$ (195)	\$ (210)	\$ (210)	\$ (210)	\$ (210)	\$ (210)
Otros gastos, por función (desp)	\$ 304	\$ 438	\$ 438	\$ 438	\$ 438	\$ 438
Otras ganancias (después de im)	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)
Ingresos financieros (después de	\$ (174)	\$ (380)	\$ (372)	\$ (365)	\$ (359)	\$ (354)
Costos financieros (después de	\$ 632	\$ 1,383	\$ 1,352	\$ 1,326	\$ 1,305	\$ 1,286
Diferencias de cambio	\$ (167)	\$ 106	\$ 106	\$ 106	\$ 106	\$ 106
Resultados por unidades de rea	\$ 56	\$ 407	\$ 407	\$ 407	\$ 407	\$ 407
Flujo de caja bruto	\$ 3,514	\$ 8,680	\$ 8,842	\$ 9,008	\$ 9,188	\$ 9,379
Inversión de reposición	\$ (1,555)	\$ (3,618)	\$ (3,714)	\$ (3,809)	\$ (3,910)	\$ (4,016)
Nuevas Inversiones	\$ (1,686)	\$ (3,793)	\$ (3,900)	\$ (4,006)	\$ (4,117)	\$ -
Inversión (liberación) de CTON	\$ (883)	\$ (1,341)	\$ (1,331)	\$ (1,395)	\$ (1,473)	
Flujos de caja libre	\$ (610)	\$ (72)	\$ (103)	\$ (202)	\$ (312)	\$ 5,363
Valor terminal						\$91,047.74

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que si bien los flujos de caja libre no son muy altos durante la proyección, debido a grandes inversiones en capital de trabajo neto y en CAPEX y reposición, al término resultan ser mayores por el crecimiento sostenido de la industria y el supuesto de no reinversión.

## 9. Precio de la acción estimado.

Finalmente, procederemos a estimar el precio de la acción, para lo cual debemos calcular primero el valor presente de los flujos de caja libre.

### 9.1. Valor presente de los flujos de caja libre.

Para poder traer los flujos de caja libre a valor presente, utilizamos la tasa wacc de 5.89% y tenemos los siguientes resultados.

Cuadro 47. Valor presente de los flujos de caja libre.

En miles UF	S2-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>EBIT (después de impuestos)</b>	\$ 1,502	\$ 3,318	\$ 3,406	\$ 3,496	\$ 3,591	\$ 3,689
<b>Depreciación y Amortización</b>	\$ 1,555	\$ 3,618	\$ 3,714	\$ 3,809	\$ 3,910	\$ 4,016
<b>Otros ingresos, por función (después de impuestos)</b>	\$ (195)	\$ (210)	\$ (210)	\$ (210)	\$ (210)	\$ (210)
<b>Otros gastos, por función (después de impuestos)</b>	\$ 304	\$ 438	\$ 438	\$ 438	\$ 438	\$ 438
<b>Otras ganancias (después de impuestos)</b>	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)	\$ (0)
<b>Ingresos financieros (después de impuestos)</b>	\$ (174)	\$ (380)	\$ (372)	\$ (365)	\$ (359)	\$ (354)
<b>Costos financieros (después de impuestos)</b>	\$ 632	\$ 1,383	\$ 1,352	\$ 1,326	\$ 1,305	\$ 1,286
<b>Diferencias de cambio</b>	\$ (167)	\$ 106	\$ 106	\$ 106	\$ 106	\$ 106
<b>Resultados por unidades de real</b>	\$ 56	\$ 407	\$ 407	\$ 407	\$ 407	\$ 407
<b>Flujo de caja bruto</b>	\$ 3,514	\$ 8,680	\$ 8,842	\$ 9,008	\$ 9,188	\$ 9,379
<b>Inversión de reposición</b>	\$ (1,555)	\$ (3,618)	\$ (3,714)	\$ (3,809)	\$ (3,910)	\$ (4,016)
<b>Nuevas Inversiones</b>	\$ (1,686)	\$ (3,793)	\$ (3,900)	\$ (4,006)	\$ (4,117)	\$ -
<b>Inversión (liberación) de CTON</b>	\$ (883)	\$ (1,341)	\$ (1,331)	\$ (1,395)	\$ (1,473)	
<b>Flujos de caja libre</b>	\$ (610)	\$ (72)	\$ (103)	\$ (202)	\$ (312)	\$ 5,363
<b>Valor terminal</b>						\$91,047.74
<b>períodos</b>	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5
<b>tasa wacc</b>	5.89%	5.89%	5.89%	5.89%	5.89%	5.89%
<b>VP de FCL</b>	\$ (593.05)	\$ (66.52)	\$ (89.42)	\$ (165.57)	\$ (241.38)	\$ 70,375.57
<b>Suma de los valores presentes</b>	\$ 69,219.63					

Fuente: Elaboración Propia.

Como debemos traer los valores futuros a mediados del 2021, consideramos períodos de 0,5, 1,5, 2,5, 3,5, 4,5 y 5,5 años. El flujo de caja libre se trae a valor presente según la tasa wacc por el número de períodos.

Así, el valor presente de los flujos de caja libre es de 69.219,63 mil UF.

## 9.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.

Para calcular el déficit o exceso en el CTON, necesitamos calcular el CTON real al 30 de Junio de 2021, y proyectar el CTON al 31 de diciembre de 2021.

Cuadro 48. Exceso o Déficit de CTON

En miles de UF	
CTON real al 30 de junio de 2021	\$ 45,349
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2021	\$ 46,756
Exceso o Déficit de CTON	\$ (1,407)

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que ANDINA tiene un déficit de CTON de 1.407 mil UF al 30 de junio del 2021.

## 9.3. Activos prescindibles y otros activos.

En el punto 5.5.1 distinguimos los activos prescindibles o no operacionales, los que deberemos sumar a nuestros flujos para poder calcular el valor real de la empresa. Estos activos se resumen en la tabla 43.

Cuadro 49. Activos prescindibles al 30 de junio de 2021

En miles de UF	Al 30-06-21
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$ 8,249
Otros activos financieros, corrientes	\$ 7,224
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 434
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	\$ 3
inversiones contabilizadas por método de participación	\$ 3,047
Plusvalía	\$ 3,553
Activos por impuestos diferidos	\$ 89
<b>Total activos prescindibles y otros activos</b>	<b>\$ 22,600</b>

Fuente: Elaboración Propia.

## 9.4. Valorización económica de la empresa.

Para terminar con la valoración económica de la empresa bajos los supuestos expuestos, tenemos que considerar el valor presente del flujo de caja libre, el exceso o déficit del CTON, los activos prescindibles, el monto total de la deuda financiera al 30 de junio del 2021, tras lo cual podemos calcular el patrimonio económico por la fórmula del balance general, y manteniendo el número de acciones como la suma entre las acciones A y B.

Calculado todo lo anterior tenemos un precio de la acción proyectado de 0,06 UF, o lo que es lo mismo, de \$1.811,81CLP, cuando el precio de la acción real a la fecha era de \$1.622,00, por lo que incluso si consideramos un margen de error en la valoración en torno al 7-15% podemos decir que nuestro precio proyectado de 11,70% sobre el precio real se encuentra en el intervalo de confianza del análisis hecho.

Esto se resume el en Cuadro 50.

Cuadro 50. Valorización económica de la empresa.

<b>Al 30 de junio de 2021</b>	
<b>Valor presente FCL (en miles de UF)</b>	\$ 69,220
<b>Exceso (déficit) CTON (en miles de UF)</b>	\$ (1,407)
<b>Activos prescindibles u otros activos (en miles de UF)</b>	\$ 22,600
<b>Valor total de activos (en miles de UF)</b>	\$ 90,412
<b>Deuda financiera (en miles de UF)</b>	\$ 32,687
<b>Patrimonio económico (en miles de UF)</b>	\$ 57,725
<b>Número de acciones</b>	946,570,604
<b>Precio acción proyectado (en UF)</b>	\$ 0.06
<b>Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)</b>	\$ 1,811.81
<b>Precio acción real en CLP</b>	\$ 1,622.00
<b>Diferencia de precios (en %)</b>	11.70%

Fuente: Elaboración Propia.

Por lo que consideramos que la acción está subvalorada, y si los supuestos económicos utilizados en este análisis son cercanos a la realidad, podemos esperar que el precio de la acción suba durante los próximos años.

## 9.5. Análisis de sensibilidad.

Sin embargo, como Embotelladora Andina trata principalmente con bienes de consumo básico, la venta de éstos puede cambiar el valor final de la empresa entera, por lo que basándonos en el análisis ya mencionado de Euromonitor (2021), vamos a sensibilizar el precio de la acción según si las perspectivas de crecimiento son optimistas o negativas (distinguimos dos escenarios mencionados Negativo1 y Negativo2), y también según la razón de endeudamiento objetivo planteada por la empresa, que según el gerente de tesorería corresponde a un 17.43%, pero durante el 2017 fue de 29.54%, durante el 2019 fue de 40.11%, el promedio de los últimos tres años fue de 52.49% y finalmente el 2021 a la fecha de la valoración era de 60.34%. Así que sensibilizamos según estas condiciones y expresamos los distintos precios de la acción posibles en el cuadro 51.

Cuadro 51. Sensibilización según razón de endeudamiento y crecimiento de ventas.

Precio Acción	Perspectiva de crecimiento de las industrias			
	Pesimista2	Pesimista1	Información más reciente	Optimista
17.43%	\$ 1,802.45	\$ 1,807.86	\$ 1,811.81	\$ 1,814.91
29.54%	\$ 1,836.56	\$ 1,842.46	\$ 1,846.83	\$ 1,850.23
40.11%	\$ 1,862.51	\$ 1,868.78	\$ 1,873.48	\$ 1,877.10
52.49%	\$ 1,886.56	\$ 1,893.18	\$ 1,898.18	\$ 1,902.02
60.34%	\$ 1,904.43	\$ 1,911.32	\$ 1,916.53	\$ 1,920.53

Fuente: Elaboración Propia.

Vemos que, bajo los distintos escenarios, el precio de la acción no varía abrumadoramente, manteniéndose entre \$1.802,45 y \$1.920,53 pesos.

Sin embargo, la razón de Deuda es una variable dependiente de los objetivos y las decisiones de la compañía, pero como mencionamos en el primer punto de este

informe, la variable a la que es más susceptible la valoración de empresas por medio de flujos de cajas descontados es justamente el costo de capital (wacc). Por lo que consideramos importante de igual manera considerar una sensibilidad en torno a variaciones en esta tasa de descuento, las que se presentan en el Cuadro 52, con variaciones en intervalos de más o menos 0.5%, manteniendo las perspectivas de crecimiento de la industria definidas por el análisis de Euromonitor:

Cuadro 52: Análisis de Sensibilidad en base a tasa de descuento.

Precio Acción		Perspectiva de crecimiento de las industrias			
		Pesimista2	Pesimista1	Información más reciente	Optimista
Tasa WACC	4.89%	\$ 2,056.26	\$ 2,211.70	\$ 2,378.89	\$ 2,558.73
	5.39%	\$ 1,854.31	\$ 1,958.40	\$ 2,068.34	\$ 2,184.44
	5.89%	\$ 1,802.45	\$ 1,807.86	\$ 1,811.81	\$ 1,814.91
	6.39%	\$ 1,382.14	\$ 1,485.50	\$ 1,596.60	\$ 1,716.01
	6.89%	\$ 1,104.44	\$ 1,249.53	\$ 1,413.68	\$ 1,599.39

Podemos ver que las variaciones en el precio de la acción dependen en mayor medida de la tasa de descuento de lo que dependen de la razón de deuda de la empresa, donde pequeñas variaciones en la tasa de descuento reflejan grandes variaciones en el precio de la acción, teniendo un precio mínimo de \$1,104.44 en un escenario muy pesimista de ventas futuras, sumado a una gran tasa de descuento. Por otro lado, en un escenario optimista de alza de ventas con una menor tasa de descuento, refleja un mayor precio de la acción.

Esto se condice con la importancia de definir correctamente la tasa de descuento de los flujos futuros, que es parte esencial de este informe y cualquier valoración de empresa que utilice éste método.

## Bibliografía.

- ANDINA S.A. (2016). Memoria anual 2016 ANDINA S.A. Disponible en <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- ANDINA S.A. (2017). Memoria anual 2017 ANDINA S.A. Disponible en <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- ANDINA S.A. (2018). Memoria anual 2018 ANDINA S.A. Disponible en <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- ANDINA S.A. (2019). Memoria anual 2019 ANDINA S.A. Disponible en <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- ANDINA S.A. (2020). Memoria anual 2020 ANDINA S.A. Disponible en <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- ANDINA S.A. (2020). Memoria trimestral Junio 2020 ANDINA S.A. Disponible en <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- ANDINA S.A. (2021). Memoria trimestral Junio 2021 ANDINA S.A. Disponible en <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- 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.
- Bonsón, E., Cortijo, V., y Flores, F. (2009). *Análisis de estados financieros*. Pearson Educación.
- Euromonitor (2021). Passport, Soft Drinks market growth expectancy. Disponible en: <https://www.euromonitor.com/soft-drinks>
- Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- IMF (2021). World Economic Outlook October 2021. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- OECD (2021). OECD Economic Outlook. Disponible en: [https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=1095\\_1095664-s4eiomplef&title=Perspectivas-economicas-OCDE-mayo-2021&\\_ga=2.54398248.1068611109.1622559034-1219837180.1614094729](https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=1095_1095664-s4eiomplef&title=Perspectivas-economicas-OCDE-mayo-2021&_ga=2.54398248.1068611109.1622559034-1219837180.1614094729)
- 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.
- PMMI (2021). Tendencias que lideran industria global de bebidas en 2021. Disponible en:  
<https://www.mundopmmi.com/empaque/inteligencia-de-negocios/article/21509349/nuevo-estudio-de-pmmi-sobre-tendencias-en-mercado-mundial-de-bebidas#previous-slide>
- Rubinstein, M. (1973). A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory. *The Journal of Finance*.
- Statista (2015). Valor del mercado mundial de bebidas, 2009-2018. Julio 2015. Disponible en:  
<https://es.statista.com/estadisticas/634680/valor-del-mercado-mundial-de-bebidas-2009-2018/>