



VALORIZACIÓN COCA COLA EMBONOR S.A Mediante Método de Múltiplos

**VALORIZACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumna: María José Pardo
Profesor Guía: Arturo Rodríguez
Santiago, Junio 2018**

Dedicado a mi Familia y agradecimientos a mis amigos y seres queridos en especial a la Fraternidad de Magister en Finanzas Weekend 2016; Pablo Basoalto, Juan Morales, Katherine Reyes, Javier Rojas y Diego Saavedra, gracias por su apoyo, amistad y esfuerzo entregado durante nuestros días de estudio y camaradería.

TABLA DE CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	4
1. METODOLOGÍA	5
1.1 Principales Métodos de Valorización.....	5
1.2 Modelo de descuento de dividendos	5
1.3 Método de Flujos de Caja Descontados.....	6
1.4 Método de múltiplos	8
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	11
2.1 Tipo de Operación	11
2.2 Filiales	12
2.3 Doce mayores accionistas	13
2.4 Descripción de empresas competidoras	16
3.1 Industria.....	20
3.2 Valores para la Industria	20
3.3 Indicadores para la empresa.....	21
3.4 Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria.....	22
4. CONCLUSIONES	23
5. BIBLIOGRAFIA.....	24
6. ANEXOS.....	25
6.1 Múltiplos Comparables bajo información terminal de Bloomberg	25

RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento consiste en determinar el Valor económico de Coca Embonor S.A al 30 de Junio 2017, mediante el método de valorización de Múltiplos.

Coca Cola Embonor S.A fundada a partir de la Embotelladora Arica S.A en el año 1962 en Chile, cuyo propósito es elaborar y distribuir productos de bebidas carbonatadas bajo la licencia The Coca Cola Company (TCCC), expandiéndose a contar del año 1995 en Bolivia, adquiriendo las franquicias y activos de (EMBOL).

El método de múltiplos consistirá en estimar el valor económico a través de la comparación de ratios de la empresa entre sus competidores, bajo indicadores relacionados de: utilidad, ingresos, EBITDA, EBIT, Patrimonio, Deuda Financiera, entre otros. Para este caso, se utilizarán los indicadores de las empresas comparables de los últimos dos años 2016-2017, considerando el resultado de sus actividades de carácter anual.

Bajo la valorización de múltiplos, se obtienen estimaciones entre 992 - \$1.849 CLP por acción, rango aceptable de valor de la acción, no evidenciándose que la acción se encuentre sobre o sub valorada.

1. METODOLOGÍA

1.1 Principales Métodos de Valorización

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, existen diversos grupos de métodos de valoración en la literatura, basados en el balance de la empresa, en cuentas de resultado, métodos mixtos, o en base a descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Más adelante se evidenciará que los resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

Más adelante se revisarán estos dos últimos métodos de valoración; método múltiplos y de flujos de caja descontados, siendo este último cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos, y por ello como un activo financiero.

1.2 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que se reciben de las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que se espera obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando de una empresa se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar como:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p \quad \text{donde:}$$

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277

DPA: Dividendo por acción

K_p : Rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo³.

1.3 Método de Flujos de Caja Descontados

El método de Flujo 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.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías⁴.

En esta metodología, 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, se determinan los flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado "*valor terminal*" o "*perpetuidad*" (período

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

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

implícito de proyección). Por lo tanto, este método será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

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

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una *tasa de descuento adecuada* para cada tipo de flujo de fondos, siendo este punto el más importante 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, 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, se denomina *costo de capital* (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_d) 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 “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC, corresponde a la tasa que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

1.4 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe mencionar que existirá una gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son:

- i) identificar activos comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja; obteniendo el valor de mercado de estos.
- ii) convertir los valores de mercado en valores estandarizados.

Lo anterior permitirá obtener múltiplos, comparando el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias, lo que podría afectar el múltiplo de la empresa.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados como⁵ por ejemplo:

- i) Múltiplos de Ganancias:
 - Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
 - Valor/EBIT
 - Valor/EBITDA
 - Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparando este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor es menor, entonces las empresas estarán subvaloradas, en cambio contrario sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y así concluir cuales están subvalorados o sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo y tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a las altas tasas de interés o bien por el alto nivel de riesgo del patrimonio.

- ii) Múltiplos de Valor Libro:
 - Precio acción/valor libro de la acción (PV)
 - Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
 - Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

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

- iii) Múltiplos de Ventas:
 - Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
 - Value/Sales
- iv) Múltiplo de Variables de industria Específica:
 - Precio /kwh
 - Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Razón Social	Coca Cola Embonor S.A.
Rut	93.281.000 - K
Nemotécnico	EMBONOR-B
Industria	Bebidas no alcohólicas y Refrescantes: Bebidas gaseosas, aguas y bebidas no carbonatadas
Regulación	Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS)

2.1 Tipo de Operación

Coca Cola Embonor S.A nace a partir de la Embotelladora Arica S.A en el año 1962, con el fin de elaborar y distribuir productos de bebidas analcohólicas bajo la licencia The Coca Cola Company (TCCC) en las ciudades de Arica e Iquique (Embotelladora Iquique S.A). A contar del año 1995, la compañía adquiere las franquicias y activos de embotellado de Embotelladoras Bolivianas Unidas (EMBOL).

En Chile, la compañía mantiene concesión para la franquicia exclusiva en las regiones XV (Arica y Parinacota), I (Tarapacá), V (Valparaíso) exceptuando la provincia de San Antonio, VI (Libertador Bernardo O'Higgins) excluyendo la provincia de Cachapoal, VII (Maule), VIII (Bío-Bío), IX (Araucanía), XIV (Los Ríos) y X (Los Lagos). Para esto, la empresa cuenta con 5 plantas embotelladoras en el país y 23 centros de distribución.

En Bolivia a través de la filial Embol S.A, la compañía concentra la mayor parte de las ventas de productos Coca-Cola, manteniendo gran parte de la participación de mercado abarcando las provincias de La Paz, Cochabamba, Santa Cruz, Sucre, Tarija, Oruro y Potosí. Contando con 4 plantas embotelladoras en el país y 8 centros de distribución.

2.2 Filiales

País	Nombre Legal	Tipo de Empresa	Rut	% Participación (directo e indirecto)	Inversión / Total Activos Individuales Sociedad Matriz
Chile	Embotelladora Iquique S.A.	Sociedad Anónima Cerrada	96.517.310-2	99,99%	1,71%
	Embonor S.A.		96.891.720-K	99,99%	7,97%
	Embonor Empaques S.A.		96.972.720-K	99,99%	4,78%
	Embonor Inversiones S.A.		76.080.395-2	99,99%	18,15%
Bolivia	Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A.		1007039026	99,99%	14,02%
	Inversora Los Andes S.A.		1017769022	99,99%	5,47%

Filiales en Chile

Embotelladora Iquique S.A: El objetivo social es fabricar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas. La relación comercial de Coca -Cola Embonor S.A, es comprar y vender bebidas no alcohólicas a Embotelladora Iquique S.A. El porcentaje de participación de la matriz en el capital de la filial es de 99,9% directa e indirecta y la inversión representa un 1,71 % en el Activo de la matriz.

Embonor S.A: El objetivo social es prestar servicios de administración y manejo de transportes terrestre nacional e internacional. La relación comercial de Embonor S.A. es prestar servicios de distribución y logística a Coca-Cola Embonor S.A. El porcentaje de participación de la matriz en el capital de la filial es de 99,9% directa e indirecta y la inversión representa un 7,97 % en el Activo de la matriz.

Embonor Empaques S.A: El objetivo social es fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores; y prestar servicios de embotellamiento. La relación comercial de Embonor Empaques S.A, es prestar servicios de soplado de botellas a Coca-Cola Embonor S.A. El porcentaje de participación de la matriz en el capital de la filial es de 99,9% directa e indirecta y la inversión representa un 4,78% en el Activo de la matriz.

Embonor Inversiones S.A: El objetivo social es invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general. No existió relación comercial entre Embonor Inversiones S.A junto a Coca – Cola Embonor S.A durante el año 2016⁶. El porcentaje de participación de

⁶ Antecedente en Memoria Anual 2016

la matriz en el capital de la filial es de 99,9% directa e indirecta y la inversión representa un 18,15% en el Activo de la matriz.

Filiales en Bolivia

Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A: El objetivo social es la producción, embotellamiento y comercialización de refrescos y bebidas en general. No existió relación comercial entre Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A junto a Coca – Cola Embonor S.A durante el año 2016⁷. El porcentaje de participación de la matriz en el capital de la filial es de 99,9% directa e indirecta y la inversión representa un 14,02% en el Activo de la matriz.

Inversora Los Andes S.A: El objetivo social es desarrollar todas las actividades permitidas en la legislación boliviana como Sociedad de Inversiones. No existió relación comercial entre Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A junto a Coca – Cola Embonor S.A durante el año 2016⁷. El porcentaje de participación de la matriz en el capital de la filial es de 99,9% directa e indirecta y la inversión representa un 5,47% en el Activo de la matriz.

2.3 Doce mayores accionistas

Coca-Cola Embonor S.A es controlada por la Familia Vicuña García – Huidobro, quienes poseen el 50,63% del total de las acciones, en donde existen emitidas, suscritas y pagadas un total de 510.853.230 acciones repartidas en dos series preferentes A y B. que se diferencian por sus derechos de votos y económicos. Al 30 de Junio 2017, existían 290 accionistas⁷.

Las acciones de la Serie A, tienen derecho de elegir a 6 directores titulares de la Sociedad con sus respectivos Suplentes. El total de acciones de la serie A corresponden a 244.420.704, que equivalen a 47,85% del total de acciones.

Por el lado, de la serie B existen un total de acciones de 266.432.526, que equivalen a 52,15% del total de acciones, teniendo las siguientes características:

⁷ EEFF Junio 2017

- a) Acciones con derecho a solicitar convocatoria a Junta Ordinaria o Extraordinaria de Accionistas cuando se requiera, siempre y cuando representen al menos un 5% de las acciones emitidas de la Serie B.
- b) Derecho a todos los dividendos aumentados en un 5% respecto de los que reciben los tenedores de la Serie A.
- c) Derecho a elegir un director titular y su respectivo Suplente.
- d) Derecho a requerir convocatoria a Sesión Extraordinaria de Directorio cuando así lo solicite el director electo por los accionistas de la Serie B.

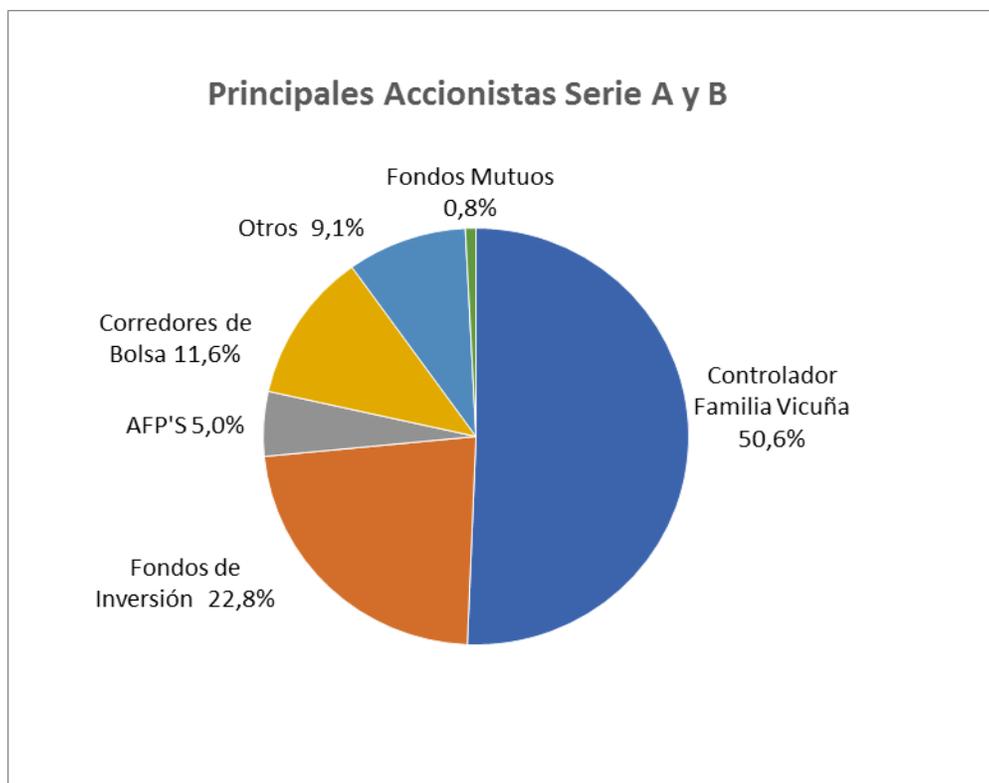
Los 12 mayores accionistas a Junio del 2017 del total de acciones y por tipo de Serie corresponde:

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Total de acciones		Serie A		Serie B	
	Número de acciones suscritas y/o pagadas	% de propiedad	Número de acciones suscritas y/o pagadas	% de propiedad	Número de acciones suscritas y/o pagadas	% de propiedad
LIBRA INVERSIONES LIMITADA	243.199.574	47,61%	188.699.574	77,20%	54.500.000	20,46%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	33.196.000	6,50%	8.879.000	3,63%	24.317.000	9,13%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	30.248.451	5,92%	1	0,00%	30.248.450	11,35%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	23.295.510	4,56%	4.090.339	1,67%	19.205.171	7,21%
RENTAS LATINSA LIMITADA	16.837.274	3,30%	6.761.619	2,77%	10.075.655	3,78%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	16.055.656	3,14%	0	0,00%	16.055.656	6,03%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	13.969.418	2,73%	0	0,00%	13.969.418	5,24%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION (CTA.NUEVA)	9.343.811	1,83%	0	0,00%	9.343.811	3,51%
INVERSIONES NILAHUE LIMITADA	7.700.970	1,51%	7.700.970	3,15%	0	0,00%
INVERSIONES MARDOS SA	7.395.548	1,45%	1.655.548	0,68%	5.740.000	2,15%
INV V Y S LTDA	7.120.849	1,39%	7.120.849	2,91%	0	0,00%
INV V Y T LTDA	6.612.441	1,29%	6.612.441	2,71%	0	0,00%
OTROS ACCIONISTAS	95.877.728	18,77%	12.900.363	5,28%	82.977.365	31,14%
TOTAL ACCIONISTAS	510.853.230	100,00%	244.420.704	100,00%	183.455.161	100,00%

Fuente: SVS – Información General: 12 mayores accionistas al período 06/2017

De lo anterior se tiene que los principales accionistas de Serie A y B, se encuentran conformados principalmente por el Controlador que corresponde a la Familia Vicuña⁸, por Fondos de Inversión, Corredores de Bolsa y AFP's, como se resume en el siguiente gráfico:

⁸ Sociedades que conforman el Grupo Controlador: Libra Inversiones Limitada, Inversiones y Rentas Huapi S.A, Inversiones V.S Ltda., Inversiones V. y T. Ltda., Distribuidora Dinor S.A. Hernán Vicuña y Compañía Ltda.



Fuente: Presentación Corporativa Coca Cola Embonor Junio 2017

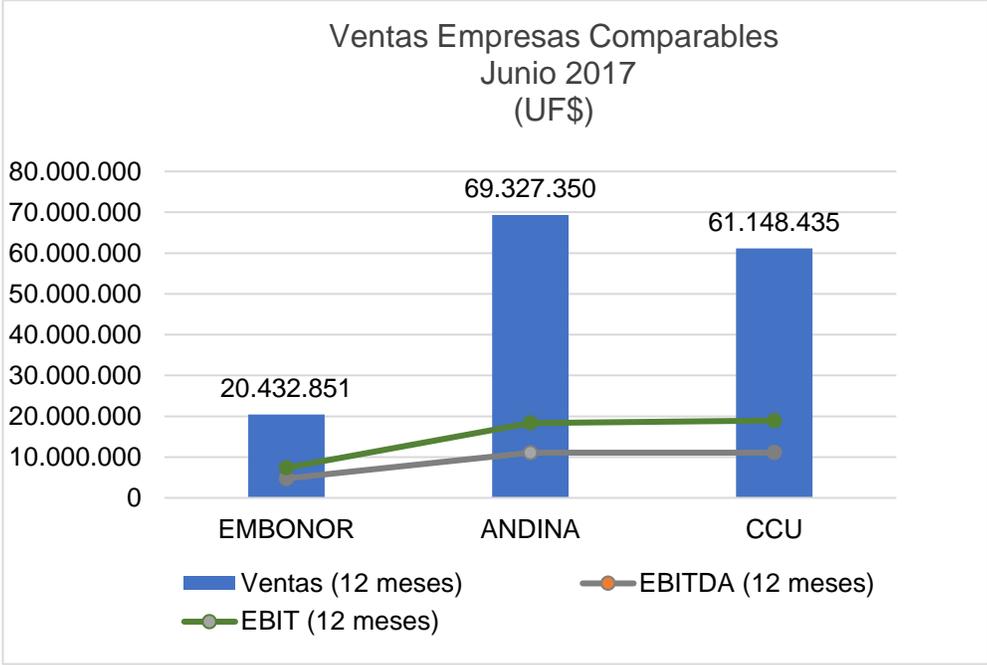
2.4 Descripción de empresas competidoras

El mercado de las bebidas analcohólicas se caracteriza por presentar un crecimiento continuo, bajo los formatos de empaque de Plástico no retornable, Plástico Retornable, Vidrio y Dispenser, latas y otros.

Coca Cola Embonor S.A es una embotelladora de bebidas refrescantes que comercializa principalmente bebidas no alcohólicas como gaseosas, aguas y jugos, bajo la licencia The Coca - Cola Company (TCCC) en Chile y Bolivia. En el mercado nacional Coca Cola Embonor S.A presenta principalmente a dos competidores:

- Embotelladora Andina S.A.
- Compañía Cervecerías Unidas S.A.

Respecto a la participación de las ventas en el mercado chileno, Embotelladora Andina es la que presenta una mayor participación alcanzando un total de ventas acumulado en 12 meses a Junio 2017 de UF\$ 69.327.350, seguido por CCU con un total de UF\$61.148.435, sin embargo esta última cuenta con la producción de bebidas alcohólicas como cervezas y licores que hacen incrementar sus ventas.



Fuente: Elaboración Propia en base a información de los EEEF Publicado en Bloomberg a Junio 2017

Embotelladora Andina S.A.

Embotelladora Andina es uno de los tres mayores embotelladores de Coca-Cola en América Latina, atendiendo territorios franquiciados con casi 52,2 millones de habitantes, en los que entregó más de 4.400 millones de litros de bebidas gaseosas, jugos y aguas embotelladas en 2016. Coca-Cola Andina tiene la franquicia para producir y comercializar los productos Coca-Cola en ciertos territorios de Argentina, Brasil, Chile y en todo el territorio de Paraguay. La Sociedad es controlada en partes iguales por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía. La propuesta de generación de valor de la Compañía es ser líder en el mercado de bebidas analcohólicas, desarrollando una relación de

excelencia con los consumidores de sus productos, así como con sus trabajadores, clientes, proveedores, la comunidad en que opera y con su socio estratégico Coca-Cola.⁹

Nombre de la Empresa	Embotelladora Andina
Ticker o Nemotécnico	ANDINA-A ANDINA-B
Clase de Acción	Tiene acciones repartidas en dos series preferentes, A y B.
Derechos de cada Clase	<ul style="list-style-type: none"> - Derechos Serie A: Elegir 12 de los 14 directores. - Derechos Serie B: Recibir todos los dividendos que por acción distribuya la Compañía. Las preferencias de las acciones Serie A y Serie B durarán por el plazo que vence el día 31 de diciembre de 2130. Vencido este plazo, las series A y B quedarán eliminadas, dejando una sola acción ordinaria.
Mercado donde Transa sus acciones	<ul style="list-style-type: none"> - Bolsa de Comercio de Santiago de Chile - Bolsa Electrónica de Chile
Sector e Industria	Bebidas
Negocios en que se encuentra	Venta de Bebidas no alcohólicas, alcohólicas.
	EBITDA Junio 2017 (12 meses): UF\$ 11.067.583

Compañía de Cervecerías Unidad S.A.

CCU es una empresa diversificada de bebestibles, con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. CCU es el mayor cervecero chileno, productor de aguas, néctares y bebidas gaseosas en Chile, productor de pisco. Es el segundo cervecero en Argentina, y participa en la industria de cerveza, aguas y bebidas en Uruguay, Paraguay y Bolivia, y en la industria de cerveza en Colombia. Es uno de los mayores productores de vino en Chile, y el segundo mayor exportador de vinos chilenos. Los principales contratos de licencia, distribución y/o joint ventures de la Compañía incluyen Heineken Brouwerijen B.V., Anheuser-Busch Incorporated, PepsiCo Inc., Seven-up International, Schweppes Holdings Limited, Société des Produits Nestlé S.A., Pernod Ricard Chile S.A., Watt's S.A., y Coors Brewing Company.¹⁰

⁹ Memoria Anual Embotelladora Andina 2016, descripción de la Sociedad pág. 18

¹⁰ Información Corporativa página web <https://ccuinvestor.com/>

Nombre de la Empresa	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Ticker o Nemotécnico	CCU
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes sin preferencias
Mercado donde Transa sus acciones	- Bolsa de Comercio de Santiago de Chile.
	- Bolsa Electrónica de Chile.
	- Bolsa de Corredores de Valparaíso.
Sector e Industria	Bebidas
Negocios en que se encuentra	Venta de Bebidas no alcohólicas, alcohólicas.
	EBITDA Junio del 2017 (12 meses): UF \$11.074.009

3. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

3.1 Industria

Utilizando el método de Múltiplos, se valorizará la Compañía Coca Cola Embonor, donde se asume que el valor de un activo es derivado del precio de otro activo comparable, lo que permite utilizar las principales razones financieras de sus competidos en la estimación. Para este análisis se consideraron dos empresas de referencia, las cuales compiten de manera directa en algunos de los segmentos donde Coca Cola Embonor, ellas son Embotelladora Andina y Compañía Cervecerías Unidas (CCU), presentes en el negocio de bebidas carbonatadas, jugos y aguas y energéticas e isotónicos.

A continuación se encuentra un detalle de las líneas de negocios en las cuales participan la industria de Embotelladoras:

LÍNEAS DE NEGOCIO	COCA COLA EMBONOR	EMBOTELLADORA ANDINA	COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS
Bebidas carbonatadas	X	X	X
Aguas y jugos	X	X	X
Cervezas			X
Vinos y Espumantes			X
Energéticos e Isotónicos	X	X	X
Licores			X
Otros	X	X	

3.2 Valores para la Industria

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	ANDINA		CCU	
		jun-16	jun-17	jun-16	jun-17
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	27,39	25,40	26,05	26,23
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	9,78	10,39	11,02	11,65
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	15,32	15,75	15,73	16,38
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,40	2,84	2,44	2,63
	VALUE TO BOOK RATIO	1,25	1,45	1,74	1,89
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,10	1,30	1,87	1,97
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,46	1,66	1,99	2,11

Fuente: Elaboración Propia en base a información de los EEFF al 30/06/2017 y 30/06/2017 de las empresas comparables publicada en Bloomberg

A continuación, se presenta un resumen con los múltiplos de la industria comparable, preparado en base a los cálculos realizados anteriormente con CCU y Embotelladora Andina. Esta información será usada posteriormente como referencia en el cálculo del valor justo de Coca Cola Embonor al 30 de Junio de 2017.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	jun-17	jun-16	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	25,82	26,72	26,27
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11,02	10,40	10,71
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	16,07	15,53	15,80
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,74	2,42	2,58
	VALUE TO BOOK RATIO	1,67	1,50	1,58
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,64	1,49	1,56
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,88	1,72	1,80

3.3 Indicadores para la empresa

ITEM CONTABLE	Jun-17 UF\$
UTILIDAD POR ACCIÓN	70,38
EBITDA (12 meses)	6.133.849
EBIT (12 meses)	3.382.087
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	16.843.879
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	32.665.451
VENTAS POR ACCIÓN	1,07
VENTAS (12 meses)	26.365.421,10
N° ACCIONES CIRCULANTES	510.853.230
UTILIDAD NETA (12 meses)	1.739.878

3.4 Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

MULTIPLICOS	Valor de la Empresa UF\$	Valor del Patrimonio UF\$	Precio UF\$	Precio CLP\$
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	0,089462	1.849
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	65.678,57	33.867,03	0,066295	1.370
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	53.429,97	27.551,07	0,053931	1.114
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	43.404,24	0,084964	1.756
VALUE TO BOOK RATIO	51.647,04	26.631,70	0,052132	1.077
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	41.236,26	0,080720	1.668
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	47.563,29	24.525,92	0,048010	992
			MAX	1.849
			MIN	992
			PROMEDIO	1.404

El análisis de Valorización efectuado permitió determinar de manera metodológica un precio de referencia para Coca Cola Embonor en base a los múltiplos de sus empresas comparables. El análisis nos arrojó un rango de precios que va entre los \$992 y \$1.849 por acción, mientras que el valor de mercado de la acción al cierre del 30 de Junio de 2017 fue de \$1.621,5. No se evidencia que se esté sobrevalorado o subvaluando la acción.

4. CONCLUSIONES

De la estimación del valor de la empresa Coca Cola Embonor S.A se desprende que el método de múltiplos no requiere profundidad de análisis, implicando menor complejidad de cálculos.

La valorización por múltiplos permite obtener una estimación de manera rápida del valor de la empresa, pero carece de profundidad de análisis como lo requiere el método de Flujo de Caja descontado. Será necesario para ahondar en esta metodología, encontrar empresas que sean equivalentes en características de negocios, lo que permitirá encontrar estimaciones más precisas entre rangos razonables cercanas al valor de mercado de la empresa a evaluar. En nuestro caso, se obtuvieron estimaciones de precios de la acción Embonor en torno a \$992 y \$1.849 por acción, mientras que el valor de mercado de la acción al cierre del 30 de Junio de 2017 fue de \$1.621,5; no visualizándose que la acción de la empresa EMBONOR, Serie B, este sobre o valorada.

5. BIBLIOGRAFIA

- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p
- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p,36p.
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, 249p-277p.
- Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas

Sitios Web

- Análisis Razonado Coca Cola Embonor Junio 2016, <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93281000&grupo=&tipoe ntidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAAatAAd&vig=VI&control=svs&pestanian=3>
- Bolsa de Santiago: <http://www.bolsadesantiago.com>
- Estado de Resultados Junio 2017, Coca Cola Embonor S.A, <http://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/Sitio/Home/Inversionistas/Resultados/Result ados+Trimestrales>
- Información Corporativa página web <https://ccuinvestor.com/>
- Memoria Anual Embotelladora Andina 2016, descripción de la Sociedad pág. 18 <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91144000&grupo=&tipoe ntidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=32>

6. ANEXOS

6.1 Múltiplos Comparables bajo información terminal de Bloomberg

	ANDINA		CCU	
	Q2 2016 06/30/2016	Q2 2017 06/30/2017	Q2 2016 06/30/2016	Q2 2017 06/30/2017
Capitalización de mercado	1.987.798.268	2.411.861.899	2.861.134.639	3.217.039.805
- Efectivo y equivalentes	181.000.921	155.488.801	125.457.704	123.769.088
+ Acciones preferentes	0	0	0	0
+ Interés minoritario	21.091.251	22.119.818	119.808.064	128.408.139
+ Deuda total	795.853.577	786.324.761	183.965.743	217.917.671
ENTERPRISE_VALUE	2.623.742.175	3.064.817.677	3.039.450.742	3.439.596.527
Ventas (12 meses)	1.799.431.205	1.848.620.035	1.526.961.438	1.630.528.515
EBITDA (12 meses)	268.382.780	295.118.087	275.790.861	295.289.452
EBIT (12 meses)	171.209.994	194.546.935	193.224.022	209.946.391
Utilidad Neta (12 meses)	81.469.813	104.670.215	109.837.533	122.644.295
Cotización precio acción	2.357	2.809	7.743	8.706
Nro. de Acciones	946.570.604	946.570.604	369.502.872	369.502.872
Beneficio por Acción (BPA)	86	111	297	332
Valor Contable Patrimonio	828.112.588	849.920.949	1.174.629.936	1.221.582.622
Valor Libro Empresa	2.098.718.918	2.119.282.002	1.744.480.292	1.824.027.134