



VALORIZACIÓN COCA COLA EMBONOR S.A Mediante Método de Flujo de Caja

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

**Alumna: Katherine Reyes
Profesor Guía: Arturo Rodríguez
Santiago, Mayo 2018**

AGRADECIMIENTOS

Familia, amigos y seres queridos en especial a mi grupo de estudio del Magister en Finanzas Weekend 2016, Pablo Basoalto, Juan Morales, Javier Rojas, Diego Saavedra y en particular a mi amiga y compañera de tesis María José Pardo, por el apoyo, amistad y esfuerzo entregado durante nuestros días de estudio.

TABLA DE CONTENIDOS

1. METODOLOGÍA.....	6
1.1 Principales Métodos de Valorización	6
1.2 Modelo de descuento de dividendos.....	6
1.3 Método de Flujos de Caja Descontados.....	7
1.4 Método de múltiplos.....	9
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	12
2.1 Tipo de Operación	12
2.2 Filiales	13
2.3 Doce mayores accionistas	14
2.4 Descripción de empresas competidoras	17
3. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	21
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	24
4.1 Deuda Financiera de la Empresa.....	24
4.2 Patrimonio Económico de la empresa.....	26
4.3 Estructura de Capital Objetivo	26
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL.....	27
5.1 Costo Patrimonial	27
5.2 Costo de Capital	28
5.3 Costo de la deuda.....	29
5.4 Beta de la deuda.....	29
5.5 Beta de la acción	30
5.6 Beta Patrimonial Sin Deuda	30
5.7 Beta Patrimonial con Deuda	30
6. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	31
6.1 Análisis de Crecimiento empresa.....	31
6.2 Análisis de Crecimiento Industria	35
6.3 Análisis de Costos de la Operación	38
6.4 Análisis de Cuentas no operacionales	40

6.5 Análisis de Activos	42
7. PROYECCIÓN DE EERR	45
7.1 Ingresos Ordinarios.....	45
7.2 Resultado Operacional	46
7.3 Resultado No Operacional	47
7.4 Tasas Impositivas	47
8. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	49
8.1 Inversión de Reposición.....	49
8.2 Nuevas inversiones en Activo Fijo (CAPEX)	51
8.3 Inversión en Capital de trabajo	51
8.4 Activos Prescindibles	54
8.5 Deuda Financiera	55
8.6 Valor Terminal	55
8.7 Flujo de caja libre.....	56
9. CONCLUSIONES	59
10. BIBLIOGRAFIA	60
11. ANEXOS.....	61
11.1 Análisis de Beta de la Acción Embonor v/s Mercado (IGPA).....	61
11.2 EERR Consolidado Coca Cola Embonor	61
11.3 Balance Consolidado Coca Cola Embonor	62
11.4 Estado de Flujo de Efectivo	64

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 Flujo de Caja Descontado (FCD).

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 valorización de Flujo de Caja Descontado estará basado en los factores claves de estimación de los flujos de las actividades operacionales, de inversión y riesgos que impacten en la generación de estos flujos. Se considerará el periodo 2013 a Junio de 2017 como base histórica de la información financiera y de mercado para la valorización, con el fin de determinar la estructura de capital objetivo de la Compañía, el costo patrimonial y de capital, la deuda financiera, entre otros. Con esto se proyectará, en base a estimaciones históricas y propias, los ingresos y egresos operacionales que permitirán obtener Estado de Resultado desde Junio 2017 a Diciembre 2021 y el Flujo de Caja Libre, para finalmente obtener el valor del Patrimonio Económico.

El valor económico estimado de la acción al 30 de Junio de 2017 corresponde a \$1.684,9 CLP, mientras que el valor de mercado de cierre en el mismo período correspondió a \$1.621,5 CLP, lo que representa una desviación de 3,9% por sobre su valor de mercado.

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:

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

Valor de la Acción = DPA / K_p donde:

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:

$$\text{Valor de la Acción} = DPA_1 / (K_p - g)$$

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

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

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 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_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 “*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 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 2016¹. 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 2016¹. 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.

⁶ Antecedente en Memoria Anual 2016

⁷ EEFF Junio 2017

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:

- 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.

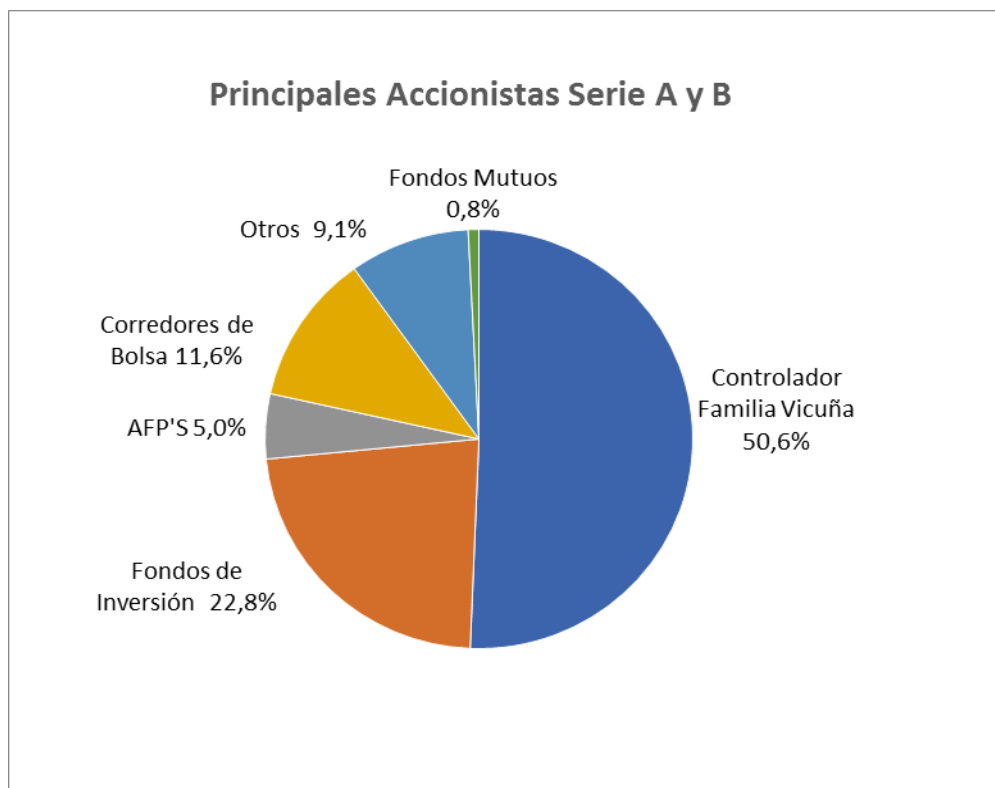
Los 12 mayores accionistas a Junio del 2017 del total de acciones y por tipo de Serie corresponde:

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

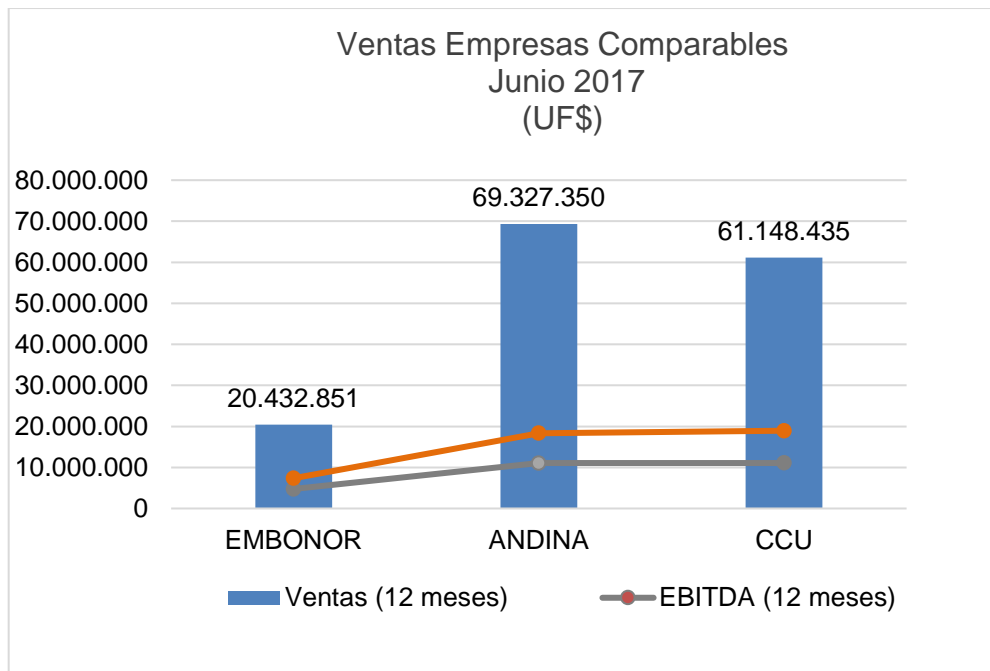
2.4 Descripción de empresas competidoras

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 EEFF 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 Nemo-técnico	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. <p>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.</p>
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 Nomenclatura	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. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Durante el año 2014, Coca Cola Embonor S.A concretó como fuente de financiamiento la emisión de Bonos corporativos en el mercado nacional por un total de UF 3 millones, de los cuales UF 1,5 millones fueron a corto plazo (5 años) y el saldo de UF a corto plazo (21 años).

A continuación, se presentan los siguientes antecedentes de los bonos emitidos:

Bono	Serie C
Nemotécnico	BKOEM-C
Fecha de Emisión	13 de Diciembre 2011
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01 de Septiembre 2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	2,3%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	NO
Motivo de la Emisión	Prepagar bonos existentes y al refinanciamiento de pasivos financieros.
Clasificación de Riesgo	Al 30 de Junio de 2014, Feller Rate e ICR ambas clasificadoras de riesgos clasificaron a la Línea de Bonos como AA-.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,2% ¹¹
Precio de venta el día de la emisión.	100,46 ⁴ precio de cierre al 11 Septiembre 2011.
Valor de Mercado	100,46 ¹² precio de cierre al 11 Septiembre 2011. Bajo la Par 101,87 ¹³ precio cierre al 30 de Junio 2017

¹¹ Memoria Anual, página 15.

<http://www.embonor.cl/docs/KOE-Memoria-2016.pdf>

¹² Bolsa de Santiago 2014, página 32.

<http://www.bolsadesantiago.com/EstadisticasyPublicaciones/boletines%20burstiles/ib140911.pdf>

¹³ Bolsa de Santiago 2017, 30 de Junio 2017:

<http://www.bolsadesantiago.com/EstadisticasyPublicaciones/boletines%20burstiles/ibd300617.pdf>

Bono	Serie F
Nemotécnico	BKOEM-F
Fecha de Emisión	13 de diciembre 2011
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01 de septiembre 2035
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,2%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	NO
Motivo de la Emisión	Prepagar Bonos existentes y al refinanciamiento de pasivos financieros.
Clasificación de Riesgo	Al 30 de Junio de 2014, Feller Rate e ICR ambas clasificadoras de riesgos clasificaron a la Línea de Bonos como AA-.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,44% ¹⁴
Precio de venta el día de la emisión	96,6 precio de cierre ¹⁵ .
Valor de Mercado	96,6 precio de cierre ⁷ . Sobre la Par 106,34 ¹⁶ precio cierre al 13 de enero 2017

¹⁴ Memoria Anual 2016, página 15.

¹⁵ Bolsa de Santiago 2014, página 32.

<http://www.bolsadesantiago.com/EstadisticasyPublicaciones/boletines%20burstiles/ib140911.pdf>

¹⁶ Bolsa de Santiago 2017, página 46.

<http://www.bolsadesantiago.com/EstadisticasyPublicaciones/boletines%20burstiles/ibd130117.pdf>

Además, cabe mencionar que estos bonos están sujetos a las siguientes restricciones ¹⁷:

Bonos Chile BEARI Serie B1 y B2	Bonos Chile Series BKOEM C y F
<p>La colocación por parte de Coca-Cola Embonor S.A. de los Bonos en el mercado de Chile, por UF 174.285, está sujeta a las siguientes obligaciones, limitaciones y prohibiciones:</p> <p>i) Mantener en sus estados financieros trimestrales individuales y consolidados un nivel de endeudamiento no superior a 1,20 veces.</p> <p>ii) Mantener en sus estados financieros trimestrales consolidados una razón de cobertura de gastos financieros no inferior a 2,5 veces. Esta razón debe calcularse sobre el período de los últimos doce meses terminados en la fecha de la Ficha Estadística Codificada Uniforme correspondiente.</p> <p>iii) Con fecha 3 de marzo de 2005 se acordó, en la Junta de Tenedores de Bonos serie B, reemplazar, con efecto y vigencia a contar del 31 de diciembre del 2004, inclusive, el indicador financiero correspondiente al "Nivel de Endeudamiento", a que se obliga Coca-Cola Embonor S.A., por el índice denominado "Razón Deuda Financiera Neta Consolidada /Ebitda Consolidado" el que no debe ser superior a 4,0 veces.</p>	<p>La colocación por parte de Coca-Cola Embonor S.A. de los bonos en el mercado de Chile, por un total de UF 3.000.000, está sujeta a las siguientes obligaciones, limitaciones y prohibiciones:</p> <p>i) Mantener una razón de endeudamiento, definida como la razón entre Deuda Financiera Neta Consolidada y Patrimonio, no superior a 1,32 veces sobre la base de los Estados Financieros Consolidados.</p> <p>ii) Mantener el Emisor y sus Filiales importantes, seguros contra incendios y otros riesgos que protejan razonablemente sus activos por plantas de embotellado, oficinas centrales, edificios, existencias, maquinarias, muebles, equipos de oficina y vehículos entre otros.</p> <p>iii) Mantener los activos necesarios involucrados en la operación y funcionamiento de los negocios del Emisor, sin perjuicio que tales activos puedan ser modificados, sustituidos o renovados, dada su obsolescencia técnica o económica. No obstante, lo anterior, el Emisor no está sujeto a las obligaciones, limitaciones y prohibiciones adicionales a que se refiere el artículo 104 letra e), en relación con el artículo 111, ambos de la Ley de Mercado de Valores, en favor de los Tenedores de Bonos.</p>

¹⁷ EEFF Financieros Consolidados Intermedios Coca Cola Embonor Junio 2017, Nota 32 - Contingencias y Restricciones, páginas 83-85.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1 Deuda Financiera de la Empresa

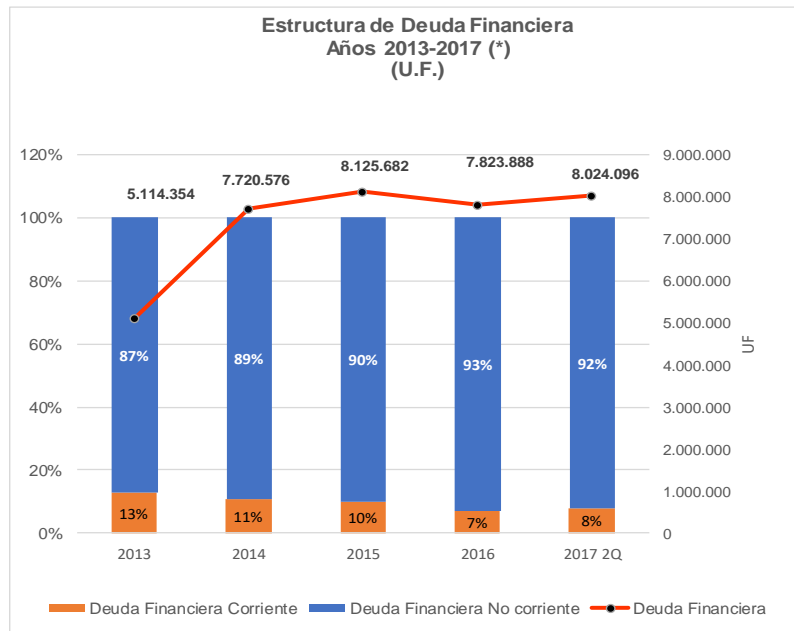
Deuda Financiera de la Empresa	Otros Pasivos Financieros Corrientes UF\$	Otros Pasivos Financieros No Corrientes UF\$	Deuda Financiera Total UF\$
2013	651.605	4.462.749	5.114.354
2014	821.557	6.899.018	7.720.576
2015	803.534	7.322.148	8.125.682
2016	535.992	7.287.896	7.823.888
2Q 2017	638.510	7.385.587	8.024.096

Fuente: Elaboración Propia en base a EEFF Financieros Consolidados.

Situación Financiera de Coca Cola Embonor S.A.

La estructura de deuda financiera de Coca Cola Embonor ha permanecido estable desde el diciembre de 2015 hasta Junio de 2017, observando que en promedio el 90% de su deuda financiera se concentra en el largo plazo (Pasivo financiero no corriente).

Al 30 de Junio de 2017, la deuda financiera total de la Compañía alcanzó el equivalente de UF\$8.024.096, donde el 92% corresponde a deuda financiera corriente y el 8% restante a deuda financiera corriente.

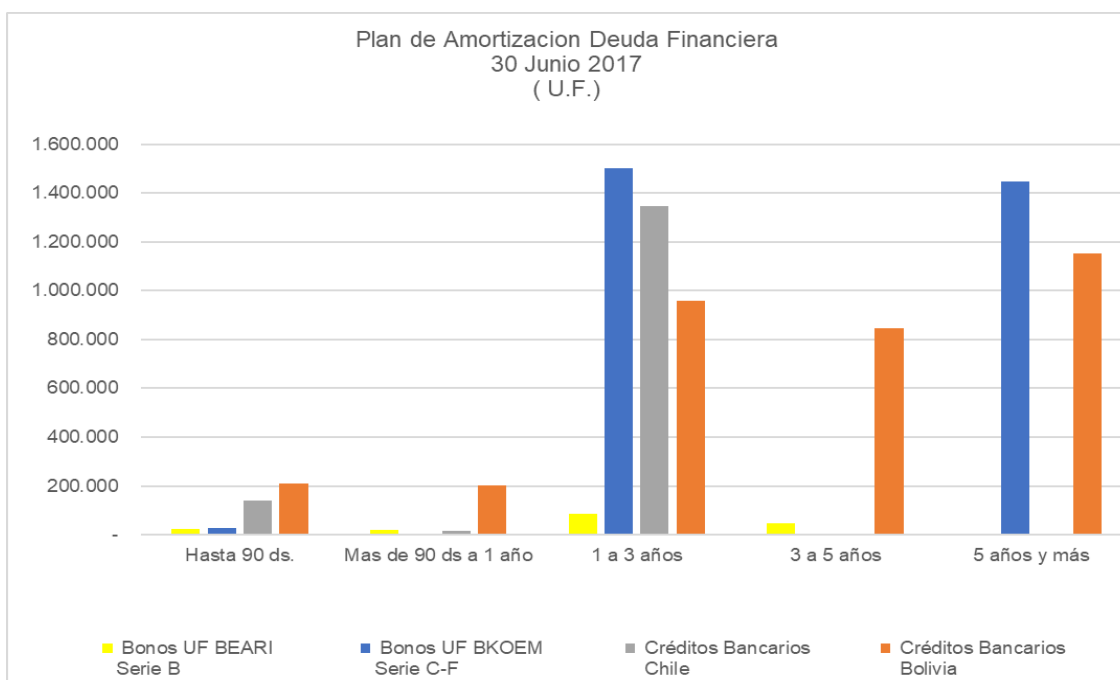


Fuente: Elaboración propia en base a la información de los EEFF Consolidados

Respecto a la composición de la deuda financiera, está conformada por cuatro tipos de obligaciones: Créditos Bancarios en Bolivia, Créditos Bancarios en Chile, Bonos UF C/F SERIE696/695 y Bonos UF B1/B2 SERIE224, siendo los créditos con Bolivia los que representan la mayor cantidad de deuda 42%, seguido por los Bonos Serie C y F con un 37%, donde ambos se encuentran principalmente en el largo plazo.

Amortización Deuda Financiera UF\$						
Instrumento	Hasta 90 días	Mas de 90 días a 1 año	1 a 3 años	3 a 5 años	5 años y más	Total
Créditos Bancarios Bolivia	209.292	201.195	959.660	846.277	1.153.349	3.369.774
Créditos Bancarios Chile	139.200	14.139	1.346.121	-	-	1.499.459
Bonos UF BKOEM Serie C-F	27.161	-	1.500.000	-	1.448.941	2.976.102
Bonos UF BEARI Serie B	23.745	19.652	84.715	46.523	-	174.636
Sub Total	399.398	234.986	3.890.496	892.800	2.602.291	8.019.970

Nota: La deuda financiera no está considerando los pasivos de cobertura.



Por su parte, la tasa de interés promedio es de UF + 3,09% sobre la deuda denominada en unidades de fomento, 5,31% nominal sobre la deuda de largo plazo denominada en pesos chilenos y 4,89% nominal sobre la deuda de largo plazo denominada en

bolivianos. Además, el 33% de la deuda financiera total de la Sociedad está expresada en tasa UF más spread fijo y el 67% restante en tasa fija.¹⁸

4.2 Patrimonio Económico de la empresa

El patrimonio económico se determina mediante el total de acciones suscritas y pagadas y precio de la acción.

Para el caso de Coca Cola Embonor sus acciones están conformadas por dos clases de acciones: Serie-A y Serie-B (48% y 52% respectivamente), siendo la Serie-B la que tiene presencia bursátil de acuerdo con información obtenida en la Bolsa de Comercio de Santiago¹⁹.

Patrimonio Económico	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Total Acciones Suscritas y Pagadas ⁽¹⁾	510.853.230	510.853.230	510.853.230	510.853.230	510.853.230
Precio de la Acción CLP ⁽²⁾	1.080	904	1.020	1.346	1.622
Patrimonio Económico (M\$)	551.721.488	461.561.002	521.070.295	687.608.448	828.348.512
Patrimonio Económico (UF\$)	24.155.139	20.207.787	22.813.187	30.104.460	36.266.257

(1) Acciones Series A y B, con un 48% y 52% respectivamente, extraído de la memoria de la empresa.

(2) Se consideró el precio de la Acción Serie B, por tener mayor presencia bursátil

4.3 Estructura de Capital Objetivo

Para calcular la estructura de capital de Coca Cola Embonor estimamos los porcentajes que representan el patrimonio económico y sus deudas del valor total de la Sociedad durante el 2013 a Junio 2017 calculando la estructura de capital como un promedio simple de éstos.

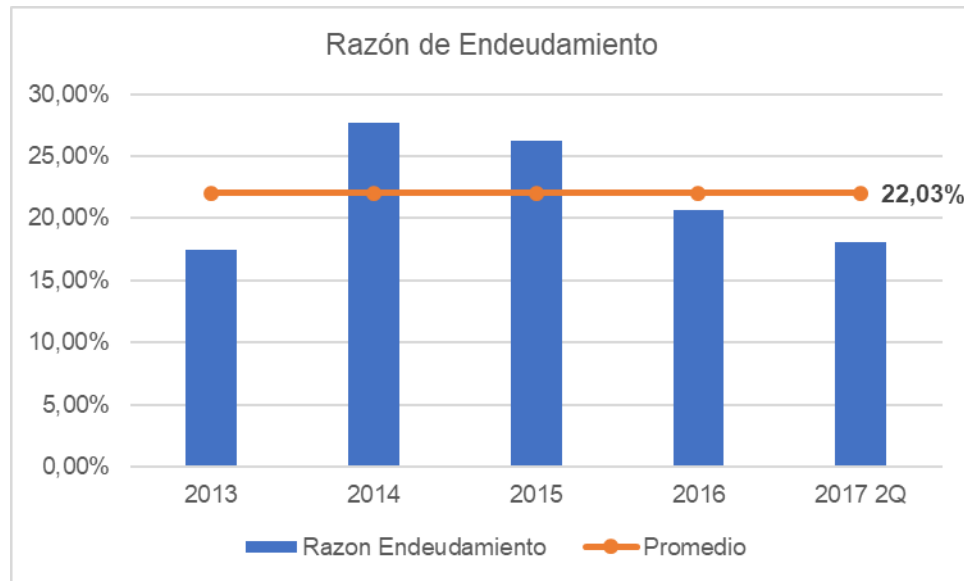
Estructura de Capital		2013	2014	2015	2016	2017 2Q	Estructura Objetivo
B/V	Razón Endeudamiento	17,47%	27,64%	26,26%	20,63%	18,12%	22,03%
P/V	Razón Patrimonio/Valor Empresa	82,53%	72,36%	73,74%	79,37%	81,88%	77,97%
B/P	Razón Deuda/Patrimonio Empresa	21,17%	38,21%	35,62%	25,99%	22,13%	28,62%

¹⁸ Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 junio 2017 Coca Cola Embonor S.A. y Afiliadas, página 103.

¹⁹ Página web Coca Cola Embonor:

<http://www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-de-Instrumento.aspx?NEMO=EMBONOR-B>

Si observamos que la razón de endeudamiento, durante el periodo de análisis se obtuvo un promedio del 22,03%.



5. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL

5.1 Costo Patrimonial

Para determinar el costo patrimonial, se estimará la beta patrimonial de la acción bajo la metodología de CAPM, una de las herramientas más utilizada para determinar la tasa de retorno esperada de un activo. El CAPM (capital asset pricing model) considera el riesgo de mercado – riesgo sistémico (Beta) y adicionalmente el retorno esperado del mercado y de un activo libre de riesgo, matemáticamente se expresa como:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

Donde:

$E(r_i)$: tasa de retorno esperada del activo i (acción EMBONOR – B)

$\beta_{im} = \frac{cov(r_i, r_m)}{var(r_m)}$: Riesgo sistémico – riesgo de mercado

$E(r_m)$: Rendimiento esperado del mercado (IGPA)

$E(r_m) - r_f$: Exceso de rentabilidad del portafolio de mercado (PRM)

r_f : Rendimiento del activo libre de riesgo

Para la estimación de estos parámetros se utilizará el rendimiento de la acción EMBONOR-B e IGPA como medida de mercado, considerando el retorno semanal entre Julio 2011- 30 de Junio 2017. Adicionalmente se considerará la información disponible del PRM y r_f .

Para cada año, se considera el rendimiento histórico de los últimos 2 años (104 retornos semanales), obteniendo los siguientes resultados:

Resultado	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	Mediana
Beta de la Acción	0,6131	0,6286	0,4014	0,8206	0,6954	0,6318	0,6286
p-value (significancia)	0,0002	0,0059	0,0536	0,0002	0,0010		
Presencia Bursátil (%)	97,22%	92,78%	68,33%	76,67%	92,78%		
Tasa libre de riesgo (r_f) ²⁰					1,93%		
PRM ²¹					6,81%		
Costo de la deuda (k_b) ²²					2,87%		

Bajo los resultados anteriores de la significancia de las betas, se desprende que son estadísticamente significativos al 5% durante los últimos 2 años. Por lo tanto, el beta patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D}$ corresponderá a 0,6954.

Lo que conlleva a obtener como resultado de costo patrimonial K_p :

$$k_p = r_f + (E(r_m) - r_f)\beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 1,93\% + 6,81\% * 0,6954$$

$$k_p = 6,67\%$$

5.2 Costo de Capital

El costo capital corresponde al rendimiento mínimo que deberá entregar una inversión para que sea una alternativa favorable de realizar, resultado que será utilizado al momento de valorizar como tasa de descuento para descontar los flujos proyectados de la empresa.

²⁰ Tasa de interés del activo libre de riesgo BCU-30 al 29 de Junio de 2017

²¹ Premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Enero de 2017

²² Tasa de deuda (TIR) de la deuda financiera a largo plazo (BKOEM-F)

La metodología para emplear el costo de capital (k_0), estará definida por el método de Rubinstein dado que el costo de la deuda (k_b) es mayor que la tasa libre de riesgo (r_f), el cual corresponde a:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \frac{B}{V}$$

Para definir el costo de capital, serán necesarios los siguientes resultados para su determinación:

Datos	Resultado
Tasa de impuesto ²³ (t_c)	26,00%
Premio por riesgo (PRM)	6,81%
Costo patrimonial (k_p)	6,67%
Costo de la deuda (k_b)	2,87%
Razón Endeudamiento (B/V)	0,22
Razón Patrimonio/ Valor empresa (P/V)	0,78
Razón deuda/Patrimonio empresa (B/P)	0,28

$$k_0 = 6,67\% * 0,78 + 2,87\% (1 - 0,26) * 0,22$$

$$k_0 = 5,67\%$$

5.3 Costo de la deuda

Se considera la tasa de colocación del bono de la empresa a más largo plazo que ha sido emitido por la compañía Coca Cola Embonor (BKOEM-F), la cual corresponde a:

$$k_b = 2,87\%$$

5.4 Beta de la deuda

Será definido en base al método de CAPM, bajo la siguiente relación:

$$k_b = r_f + (E(r_m) - r_f)\beta_d \quad \text{despejando } \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{k_b - r_f}{E(r_m) - r_f}$$

$$\beta_d = \frac{2,87\% - 1,93\%}{6,81\%} = 0,14$$

²³ Promedio de las tasas de impuestos entre Chile y Bolivia para el 2018-2022

5.5 Beta de la acción

Desde el resultado de 6.1, se desprende que el beta de la acción (beta patrimonial) corresponde a 0,695, lo que implica que ante un cambio en el rendimiento del mercado este influye positivamente en el rendimiento de la acción.

5.6 Beta Patrimonial Sin Deuda

Para llevar a cabo este resultado, será necesario desapalancar el beta de la acción a Junio 2017, bajo la estructura de capital promedio de los últimos 5 años, lo que implica:

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

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

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0,695 + (1 - 0,26) * 0,14 * 0,28}{[1 + (1 - 0,26) * 0,28]}$$

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0,724}{1,21} = 0,599$$

5.7 Beta Patrimonial con Deuda

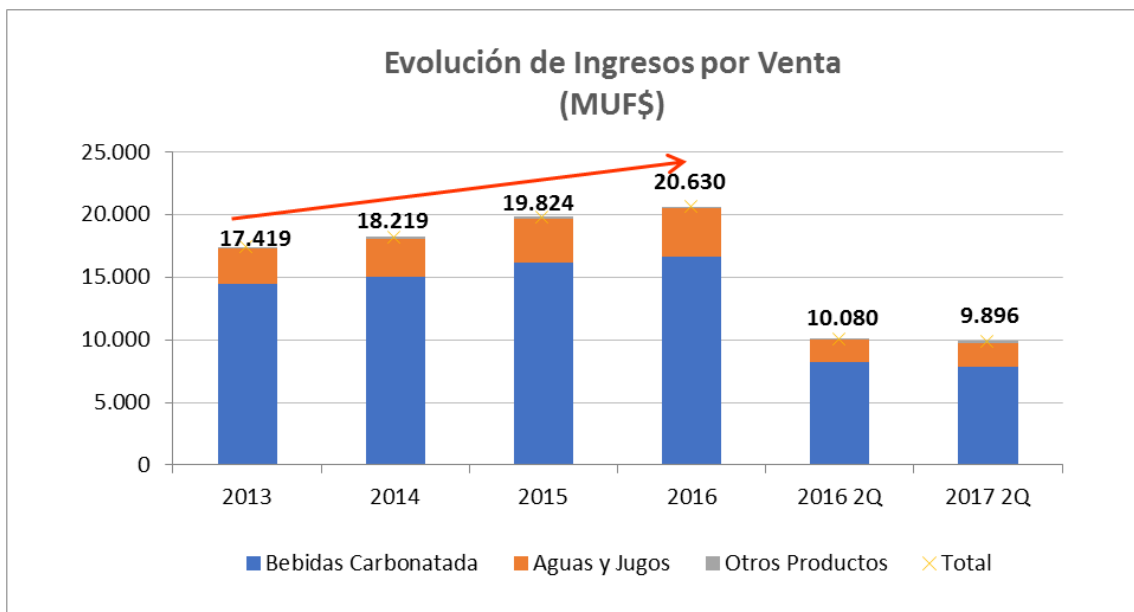
Se apalanca el beta patrimonio sin deuda, usando Rubinstein y considerando la estructura objetivo de la empresa, es decir:

$$\begin{aligned} \beta_p^{C/D} &= \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) \beta_d \frac{B}{P} \\ \beta_p^{C/D} &= 0,599 [1 + (1 - 0,26) * 0,28] - (1 - 0,26) * 0,14 * 0,28 \\ \beta_p^{C/D} &= 0,72 - 0,03 \\ \beta_p^{C/D} &= 0,695 \end{aligned}$$

6. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

6.1 Análisis de Crecimiento empresa

Los ingresos ordinarios consolidados de la Compañía han presentado un comportamiento creciente en lo que val 2013 al año 2016, dado principalmente por los ingresos por venta de las bebidas carbonatadas. Comparando Junio de 2017 respecto al mismo periodo del año 2016, se presenta una leve baja que debería ser revertida al cierre del periodo.



Fuente: Elaboración Propia en base a información de EEFF Consolidados.

Al analizar el crecimiento real de las ventas de la empresa según segmento de negocio durante 2013 a Junio de 2017, se observa que las ventas de bebidas carbonatadas han disminuido un 5% respecto a Junio 2016, produciéndose un incremento en el segmento de aguas y jugos en un 3%.

Ingresos Ordinarios (UF\$)	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Chile					
Bebidas Carbonatada	9.377.749	9.037.108	9.051.407	9.209.962	4.746.190
Aguas y Jugos	1.858.079	1.844.769	1.999.664	2.132.963	1.149.898
Otros Productos	49.418	70.620	73.518	79.821	126.126
Total Chile	11.285.246	10.952.497	11.124.589	11.422.746	6.022.213
Bolivia					
Bebidas Carbonatada	5.097.203	5.995.492	7.078.307	7.423.953	3.236.651
Aguas y Jugos	1.009.944	1.223.876	1.563.761	1.719.336	784.170
Otros Productos	26.861	46.851	57.492	64.342	86.011
Total Bolivia	6.134.008	7.266.220	8.699.560	9.207.631	4.106.832
Consolidado					
Bebidas Carbonatada	14.474.952	15.032.600	16.129.714	16.633.916	7.982.841
Aguas y Jugos	2.868.023	3.068.645	3.563.424	3.852.299	1.934.068
Otros Productos	76.278	117.471	131.010	144.163	212.137
Total Consolidado UF\$	17.419.254	18.218.717	19.824.148	20.630.378	10.129.046

Fuente: Elaboración propia, basado en Nota 26 y Nota 4 de los EEEF de la Compañía.

Coca Cola Embonor en los últimos 5 años ha ido incrementado su volumen de ventas de Cajas unitarias tanto para sus Operaciones en Chile y Bolivia. El segmento de Aguas y Jugos ha ido elevando el volumen de ventas en comparación con las Bebidas Carbonatadas: promedio Período 2012-2017 2Q, Chile (9,2%), Bolivia (19,4%). Durante el primer semestre del año 2017, el volumen total consolidado de ventas alcanzó los 128 millones de cajas unitarias, donde la operación de Bolivia ha contribuido mayoritariamente en el volumen de ventas.

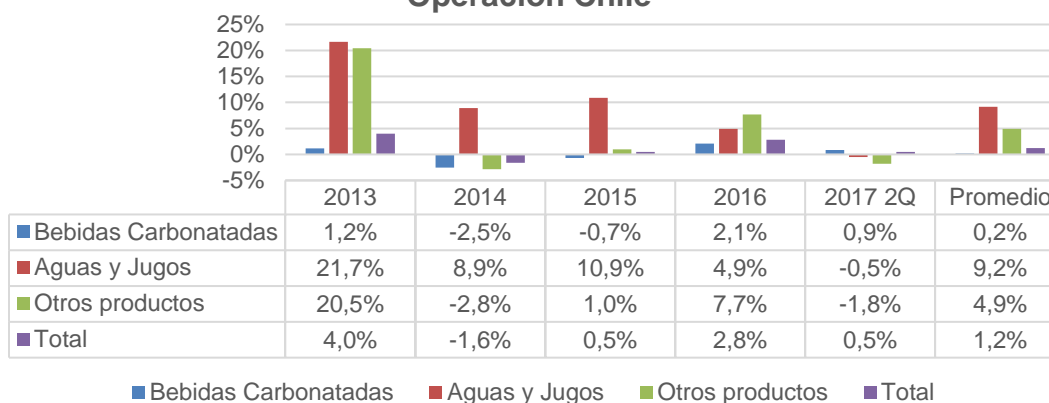
Además, se evidencia en la memoria anual del año 2016, que existe en Chile un mayor consumo per cápita de volumen de ventas (98 litros por habitante al año) en comparación con Bolivia (79 litros por habitante al año), principalmente bajo el formato de empaques de Plástico No retornable, representando del total de ventas un 42,3% y 66,2% respectivamente.

Volumen de Ventas por Cajas Unitarias (Millones)

Segmentos	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Chile					
Bebidas Carbonatada	104	101	100	102	51
Aguas y Jugos	10	11	12	13	6
Otros Productos	11	10	10	11	5
Total	124	122	123	126	63
Bolivia					
Bebidas Carbonatada	107	114	118	125	57
Aguas y Jugos	11	14	16	18	8
Otros Productos	1	1	2	2	1
Total	119	129	135	145	65
Consolidado					
Bebidas Carbonatada	210	215	218	228	108
Aguas y Jugos	21	25	28	31	14
Otros Productos	12	12	12	13	6
Total Consolidado	243	251	258	272	128

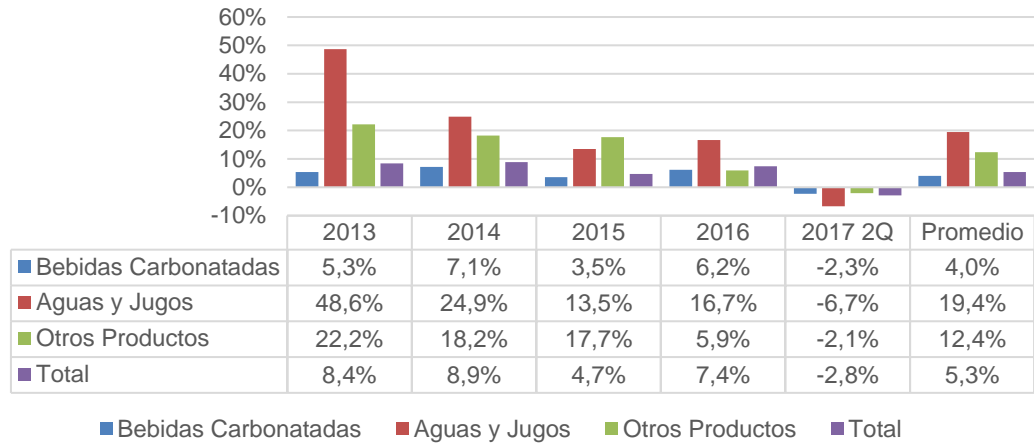
Fuente: Elaboración Propia en base a información de las Memorias y Análisis razonado de la Compañía

Variación anual Volumen de Ventas Operación Chile



En relación con la variación anual del volumen de ventas de operaciones en Chile durante el 2016, ha existido un incremento en el volumen de ventas comparando las cifras del 2015 (2,8%), impulsado por las inversiones de reformulación de los productos bajo la existencia de la nueva ley de etiquetado, construcción de nuevos centros de distribución, ampliaciones de instalaciones y nuevas líneas de aguas embotelladas y jugos.

Variación anual Volumen de Ventas Operación Bolivia



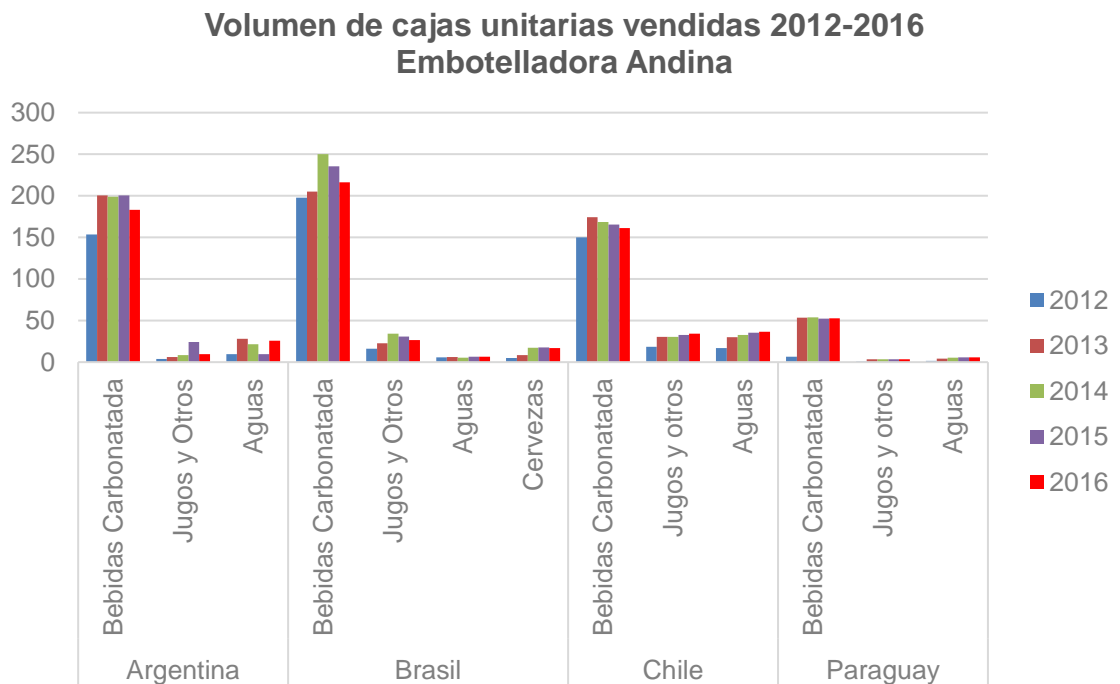
Respecto a la variación anual del volumen de ventas de operaciones en Bolivia durante el año 2016, el volumen total de cajas unitarias ha crecido en un 7,4% respecto al año 2015, dado los planes comerciales que estuvieron enfocados al mayor consumo de empaques retornables, desarrollo de nuevas bebidas, y de infraestructura para aumentar la capacidad de producción y almacenaje.

6.2 Análisis de Crecimiento Industria

A nivel del Benchmark de Coca Embonor S.A, podemos visualizar que el crecimiento es más amplio en Aguas y Jugos que en Bebidas Carbonatadas, situación que se puede visualizar en la compañía Embotelladora Andina a continuación:

Segmentos consolidados	2012	2013	2014	2015	2016
Argentina	167	234	229	234	219
Brasil	225	243	307	291	266
Chile	185	235	232	234	232
Paraguay	9	61	63	56	62
Total	773	773	831	814	779

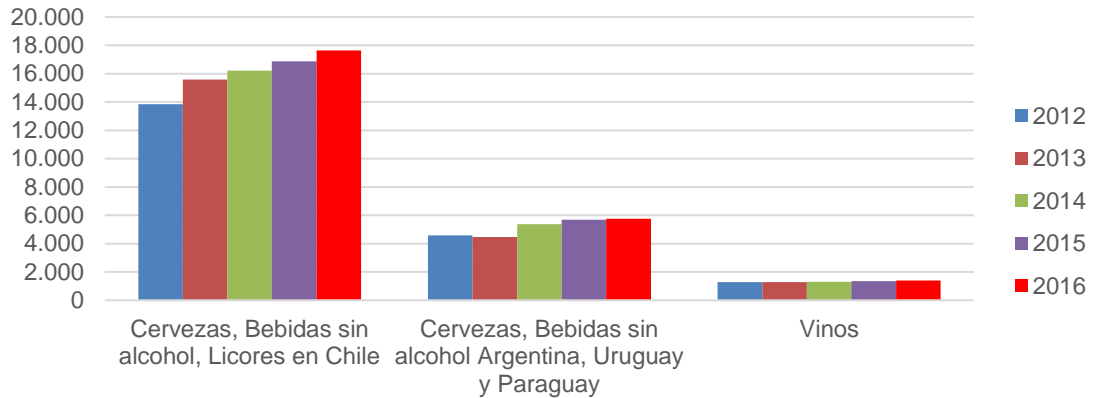
Respecto al volumen apertura por segmentos de Bebidas carbonatadas, Jugos, Aguas y Otros se observa el siguiente comportamiento:



Fuente: Elaborado basado en Memorias Anuales y Análisis Razonado Junio 2017

El volumen de ventas cajas unitarias durante los últimos 5 años, ha ido incrementado en relación con el segmento de Aguas en los países de las operaciones en Chile, Paraguay y Argentina, caso contrario para el segmento de Bebidas Carbonatadas.

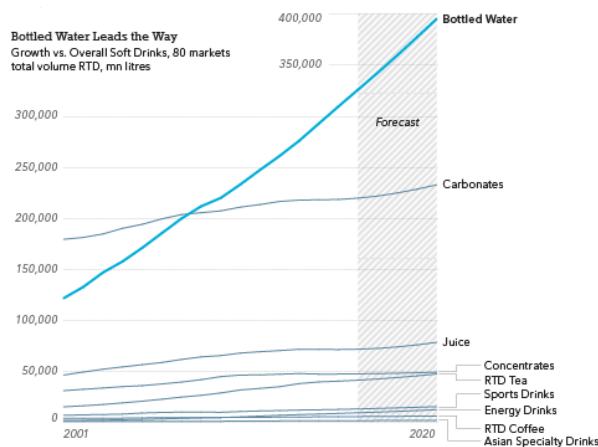
Volumen de ventas por miles de hectolitros 2012-2016 Compañía Cervecerías Unidas S.A



Fuente: Elaborado basado en Memorias Anuales y Análisis Razonado de CCU

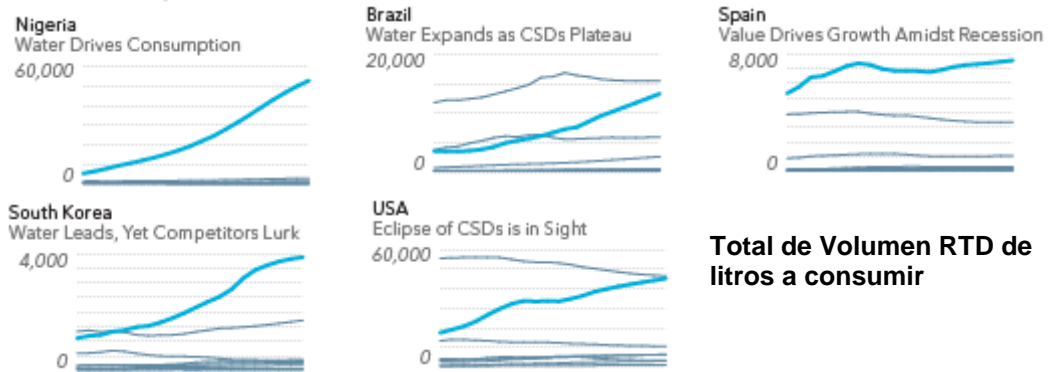
La Compañía de Cervecerías Unidas S.A (CCU) durante el 2016, ha aumentado el volumen de ventas en un 4,5% respecto al año anterior, impulsado por la integración del enfoque de ventas en el segmento de Cervezas y Bebidas sin alcohol en Chile, alza de los precios, innovaciones y lanzamientos de nuevos productos.

El crecimiento en la industria de las bebidas carbonatadas ha perdido terreno en comparación con el agua embotellada. Bajo el estudio realizado por Euromonitor International publicado en enero del 2016 respecto a los Refrescos proyectados a consumir hacia el 2020, se observa en la siguiente gráfica que existe una expansión en los volúmenes de agua embotellada. Respecto a las Bebidas Carbonatadas y Jugos existe una leve tendencia de crecimiento, siendo impulsado por las tendencias de consumo de productos saludables.



Fuente: Euromonitor International, Soft Drinks in 2016: Water, Water everywhere

Adicionalmente se observa la misma tendencia según país:



Total de Volumen RTD de litros a consumir

everywhere

Fuente: Euromonitor International, Soft Drinks in 2016: Water, Water

Basado en los resultados del estudio realizado por Euromonitor International publicado en marzo del 2017 respecto a los Refrescos en Chile, se comunica que en Chile los consumidores continuarán con preferencias en productos de bebidas no alcohólicas más saludables. El agua embotellada, tomaría importancia en comparación con las Bebidas Carbonatadas, dada la alternativa de elegir agua con sabor, la cual presenta un equilibrio entre salud y refresco a un precio asequible.

Por otra parte, debido a la nueva ley en vigencia en Chile a partir del 27 de Junio 2016 respecto al etiquetado de alimentos y bebidas, las compañías se vieron en la obligación de cambiar las fórmulas de sus productos para evitar colocar sellos negros de advertencia de alto en azúcar, sodio, grasas saturadas, calorías. Bajo los resultados de la Asociación de Alimentos y Bebidas entre enero 2015 – marzo 2016, 1.550 productos sufrieron cambios en sus fórmulas.

Ante esta situación Coca Cola Embonor, toma la decisión de no perder terreno en las ventas en Bebidas Carbonatadas y Jugos, cambiando las fórmulas de 59 de sus productos reduciendo los niveles de azúcar de 29 productos para evitar colocarles sellos negros, ampliando la distribución de productos bajos en calorías adicionalmente.

6.3 Análisis de Costos de la Operación

Los Costos Operacionales de la Compañía están conformados por los Costos de Venta, Costos de Distribución y Gastos de Administración y Ventas. Al analizar su crecimiento porcentual durante el periodo 2013 a Junio 2017²⁴, todos éstos experimentaron un crecimiento constante en promedio del 3%, 9% y 3% respectivamente, explicado principalmente por el incremento de las ventas.

Crecimiento % de los Costos Operacionales						
Costos Operacionales	2013	2014	2015	2016	2017 2Q	Promedio
Costos de Venta	5%	1%	4%	2%	2%	3%
Costos de Distribución	9%	21%	15%	3%	-4%	9%
Gastos de Administración	3%	4%	18%	1%	-11%	3%

Fuente: Elaboración Propia, conforme los EEFF publicados de la Compañía

Costos de Venta

Los costos de venta de Coca Cola Embonor están dados principalmente por sus materias primas como azúcar, agua, saborizantes, etc., costos de adquisición formados por consumos de materiales en bodega, costos de mano de obra directa y otros costos necesarios para llevar a cabo la inversión como la energía eléctrica y gastos financieros relativos a la financiación externa, siempre que sean atribuibles directamente a las inversiones. Estos representan en promedio alrededor del 60% de los ingresos ordinarios.

Costos de Distribución

Los costos de distribución comprenden gastos de fletes, publicidad, mano de obra y han representado en promedio el 25% de los ingresos ordinarios en lo que va del 2013 al 30 de Junio de 2017 y mientras que los gastos de administración un 6%.

Gastos de Administración

Los gastos de administración están conformados por gastos de Mano de Obra, honorarios, viajes, estadías y similares de los empleados y otros, los que presentaron un

²⁴ Para determinar los porcentajes de crecimiento se compararon los años respecto a su año anterior, y en el caso del 2Q 2017, se comparó con los resultados de 2Q 2016.

crecimiento promedio del 3% en durante el 2013 y Junio de 2017 y un 6% respecto a los ingresos operacionales de cada periodo de análisis.

A continuación, se presenta un cuadro resumen con el crecimiento porcentual de los ítems que conforman cada uno de los costos operacionales.

Resumen Crecimiento % Costos Operacionales						
Ítem	2013	2014	2015	2016	2017 2Q	Promedio
Costo de Venta						
Materias Primas	2%	5%	1%	-1%	-1%	1%
Costos Adquisición	10%	-6%	5%	10%	9%	6%
Mano de Obra	16%	9%	20%	-2%	4%	10%
Depreciación	8%	-1%	12%	13%	6%	7%
Otros	7%	-22%	-3%	17%	12%	2%
Costo de Distribución						
Mano de Obra	13%	16%	12%	1%	-4%	8%
Publicidad	6%	17%	13%	-6%	-5%	5%
Fletes	13%	10%	6%	6%	-1%	7%
Depreciación				1%	3%	2%
Otros	-13%	99%	23%	5%	-9%	21%
Gastos de Administración						
Mano de Obra	0%	11%	13%	4%	-12%	3%
Honorarios, viajes, otros	8%	0%	12%	-5%	-13%	0%
Depreciación				2%	-9%	-3%
Otros	6%	-21%	21%	1%	-4%	1%

Fuente: Elaboración Propia, conforme los EEFF publicados de la Compañía

Por último, cabe mencionar que aproximadamente el 30% del costo de la explotación está expuesto a las fluctuaciones de los precios en los mercados internacionales, puesto que sus materias primas necesarias para la elaboración de sus productos como el azúcar y la resina pet. Por ello, con el objeto de mitigar el riesgo asociado al precio de los commodities la Compañía realiza selectivamente contratos de abastecimiento de compras anticipadas y/o contratos de cobertura de tipo de cambio. No obstante, el alza simultánea de cada punto porcentual en los precios del azúcar, gas carbónico, botellas pet y tapas, podría impactar negativamente los resultados en aproximadamente \$889 millones anuales.²⁵

²⁵ Análisis Razonado Coca Cola Embonor Junio 2016, Riesgo de Mercado pág. 7.

6.4 Análisis de Cuentas no operacionales

Las cuentas no operacionales de la Compañía se encuentran conformadas por:

Ingresos Financieros

Comprenden ganancias y pérdidas provenientes de cambios en el valor razonable de la categoría de activos financieros a valor razonable con cambios en resultado, ingresos por intereses devengados y ganancia en el rescate y extinción de deuda. Estos ingresos presentan un crecimiento irregular en lo que va de los años 2013 a Junio 2017. En términos monetarios el promedio durante este periodo alcanzó los UF\$13.602.

Costos Financieros

Los costos financieros corresponden a los intereses pagados y devengados provenientes de préstamos y obligaciones utilizadas en el financiamiento de sus operaciones. Entre los que se encuentran los intereses en bonos UF, intereses créditos en dólares, intereses crédito Ch\$ nominal e intereses créditos en Bolivia. Estos costos han presentado un comportamiento creciente entre los años 2013 a 2016 de un 28%, mientras que ha disminuido en un 18% en Junio de 2017 respecto a igual periodo del 2016, explicado principalmente por la baja en los intereses de crédito en Bolivia.

Participación en ganancia de asociadas contabilizadas a método de participación

Son las inversiones que la Compañía posee en las sociedades sobre las que ejerce influencia significativa sin ejercer control. Respecto a los resultados obtenidos ha presentado un crecimiento sostenido en lo que va del 2015 a Junio de 2017, lo que ha contribuido positivamente al resultado no operacional.

Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste

En relación con las diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, se originan por las transacciones y saldos en moneda extranjera y unidades reajustables que se convierten a la moneda funcional, utilizando los tipos de cambio vigentes en las fechas de las transacciones. Al analizar el comportamiento de estos resultados, se observa que ambos han presentado resultados negativos en el periodo 2013-2017, promediando un total de UF\$113.728 y UF\$93.710, respectivamente. Además, en términos de crecimiento no responden a un patrón uniforme el cual considerar para una proyección.

A continuación, se muestra un cuadro resumen con saldos en UF\$ de los resultados no operacionales desde 2013 a Junio de 2017.

Resultado no Operacional (UF\$)	2013	2014	2015	2016	2017 2Q	Promedio
Ingresos Financieros	2.150	11.229	20.966	19.392	14.275	13.602
Costos Financieros	- 220.272	-319.099	-364.049	- 454.526	-98.549	-311.299
Participación ganancia de asociadas contabilizadas a método de participación	78.931	35.363	46.137	83.893	42.946	57.454
Diferencias de Cambio	- 123.708	-295.553	-254.228	59.706	45.143	-113.728
Resultados por Unidades de Reajuste	- 51.040	-163.635	-130.039	-88.054	-35.784	-93.710

Fuente: Elaboración Propia, conforme los EEFF publicados de la Compañía

Como se puede observar los resultados no operacionales no presentan un patrón homogéneo en su comportamiento, los cuales dependen principalmente de las fluctuaciones de mercado a que la Compañía este expuesta, solo el ítem Participación en ganancia de asociadas contabilizadas a método de participación, corresponde a un flujo recurrente y será proyectado en base al promedio de los últimos 5 años.

6.5 Análisis de Activos

Los Activos no Operacionales de la Compañía están conformados por:

Efectivo y Efectivo Equivalente

Comprende el efectivo en caja, cuentas corrientes bancarias y otras inversiones de gran liquidez y con vencimientos iguales o menores a 90 días y con una exposición al riesgo de cambio en valor poco significativa. Estas partidas se registran a costo histórico y las inversiones de gran liquidez a costo histórico más intereses devengados a la fecha de cierre de los estados financieros.²⁶

Otros Activos Financieros

Son instrumentos financieros para administrar la exposición al riesgo de tipo de cambio. Los instrumentos financieros se ajustan positiva o negativamente a su valor razonable de manera mensual, con el correspondiente cargo o abono a resultados según corresponda. En esta categoría se encuentran inversiones en bonos, pagarés y otros, los cuales se encuentran reflejados al costo amortizado, que no difiere del valor libro.²⁷

Otros Activos no Financieros

Se encuentran conformados por pagos anticipados y otros²⁸.

Inversiones en asociadas

Corresponden a las inversiones que la compañía posee en aquellas sociedades sobre las que ejerce influencia significativa sin ejercer control, se registra por el método de la participación.

²⁶ Nota 2 – Resumen de los principales Criterios Contables Aplicados, Memoria Anual 2016, página 20

²⁷ Nota 7 – Otros Activos Financieros, EEFF Junio 2017 Coca Cola Embonor, página 43

²⁸ Nota 16 – Otros Activos no Financieros, EEFF Junio 2017 Coca Cola Embonor, página 61

Activos Intangibles distintos a la Plusvalía

Están conformado por los conceptos de Plusvalía o Goodwill, que representa el exceso del costo de adquisición respecto a los valores razonables a la fecha de adquisición, de los activos, pasivos y pasivos contingentes identificables adquiridos de una sociedad y por los Derechos de agua, los cuales se presentan al costo de adquisición neto de su amortización (Derechos de Agua Mamiña, Arica, Renca y Con Con).²⁹

Propiedades de Inversión

Corresponden a aquellos bienes inmuebles (terrenos y edificios) mantenidos por la Compañía para obtener beneficios económicos derivados de su arriendo u obtener apreciación de capital por el hecho de mantenerlos.³⁰

Activos no corrientes mantenidos para la venta

Son los activos mantenidos para la venta las propiedades, plantas y equipos sujetos a enajenación. Estos activos se valorizan por el menor valor del monto en libros o el valor estimado de venta deducidos los costos necesarios para llevar a cabo y dejan de depreciarse desde el momento en que son clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta³¹.

Activos por Impuestos Corrientes y diferidos

Los impuestos Corrientes corresponden a las cuentas netas por cobrar de impuestos corrientes provenientes de impuesto neto a las transacciones y crédito por gastos de capacitación y otros. Mientras que los activos por impuestos diferidos se generan por gastos por impuesto a la renta.

A continuación, se presenta resumen como saldos desde 2013 a Junio 2017 cuyos saldos están expresados en UF\$.

²⁹ Nota 11 – Intangibles distintos a la Plusvalía, Memoria Anual 2016 página 40.

³⁰ Nota 2 – Resumen de los principales criterios contables, Memoria Anual 2016 página 17.

³¹ Nota 14 – Activos no corrientes mantenidos para la venta, Memoria Anual 2016 página 142.

Activos no Operacionales (UF\$)	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Efectivo y efectivo equivalente	828.166	2.353.816	2.882.513	2.703.251	1.954.102
Otros Activos Financieros	46.892	49.437	72.768	77.412	81.616
Otros Activos no Financieros	119.050	60.850	94.016	58.998	111.042
Inversiones en asociadas	1.573.390	1.484.713	1.415.503	1.508.518	1.625.840
Activos intangibles distintos a la plusvalía	6.999	15.961	22.902	21.374	159.262
Propiedades de Inversión	1.823.678	2.107.657	1.847.989	38.177	37.590
Activos no corrientes mantenidos para la venta				131.416	129.853
Activos por impuestos corrientes y diferidos	191.204	205.782	11.064	1.579.252	1.646.473

Fuente: Elaboración Propia, conforme los EEFF publicados de la Compañía

7. PROYECCIÓN DE EERR

A continuación, se detallan los supuestos que están asociados a la proyección del Estado de Resultado del periodo 2017 al 2021.

7.1 Ingresos Ordinarios

Crecimiento	Chile (a)	Bolivia (b)	Promedio
Bebidas carbonatadas	2%	4%	3%
Aguas y jugos	9%	10%	10%
Otros productos	5%	12%	9%

- a) Chile: Basado en el estudio de Euromonitor el consumo de agua durante el año 2016 fue de 523 millones de litros, proyectándose al año 2021 a 745,5 millones de litros de agua embotelladas de consumo en Chile. Lo cual refleja un 43% de crecimiento durante los próximos 5 años. Es por ello y dado los resultados de la Compañía se considera un crecimiento promedio de 9% anual para el segmento Aguas y Jugos³². Para los segmentos de Bebidas Carbonatadas y Otros Productos, se considera como proyección el resultado promedio del volumen de ventas de cajas unitarias de los últimos 5 años.³³
- b) Bolivia: Se consideran los resultados del estudio de Euromonitor International respecto a la industria de las bebidas no alcohólicas, el cual proyecta para los segmentos: agua embotelladas, jugos y bebidas, un incremento de 12%, 8% y 4% respectivamente.³⁴

Estos supuestos de proyección de Ingresos son respaldados por el crecimiento real de los segmentos del negocio de las operaciones tanto en Chile como en Bolivia.

³² <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=336329>

³³ Ver análisis en Hoja "Ventas" archivo Excel.

³⁴ <https://www.pressreader.com/bolivia/el-deber-dinero-bolivia/20170314/281870118245521>

7.2 Resultado Operacional

Los Costos de venta, de distribución y Gastos de administración, serán determinados como un porcentaje promedio de los ingresos operacionales, dado que siguen un comportamiento constante en los últimos 5 años de análisis.

% Ingresos sobre:	2013	2014	2015	2016	2017 2Q	% Promedio
Costo de Venta	63%	61%	58%	57%	56%	59%
Costo de Distribución	20%	23%	24%	24%	25%	23%
Gastos de Administración	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Para el ítem de Otros ingresos por función, se considerará el promedio de los años 2013 a Junio 2017, notando que siguen una misma tendencia en relación con los Ingresos.

% Ingresos sobre:	2013	2014	2015	2016	2017 2Q	% Promedio
Otros Ingresos por Función	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Para el ítem de Otras ganancias y pérdidas, se considerará como proyección el resultado del año 2016, dado que no existe un patrón constante en los últimos 5 años.

	2013	2014	2015	2016	2017 2Q	% Promedio
Otras ganancias y pérdidas	35.716	-10.864	-20.053	-15.178	- 6.586	- 15.178

7.3 Resultado No Operacional

Para efecto de proyectar los Ingresos y Costos Financieros, Diferencias de cambio y Resultados por unidades de reajuste los resultados, se considerará el resultado a diciembre de 2016, dejando constante estos saldos en los siguientes periodos.

Para el caso de la " Participación en ganancia de asociadas contabilizadas a método de participación, se proyectará el resultado en base al promedio de los años 2013 a Junio de 2017, dejándola constante en los próximos periodos.

7.4 Tasas Impositivas

En el año 2017 la tasa de impuesto a las ganancias en Chile es de 25,5% y en Bolivia de un 25%. Para efecto de proyectar los impuestos en el estado de resultados, se utilizará un promedio de las tasas de impuesto esperadas en los próximos años.

País	2017 2Q	2017	2018	2019	2020	2021
Chile	25,5%	25,5%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Bolivia	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Promedio ponderado	25,3%	25,3%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%

Fuente: Servicios de Impuestos Internos (SII) en Chile y Servicios de Impuestos Nacionales (SIN) en Bolivia

Estado de Resultados Proyectado

	2017e 2S	2018e	2019e	2020e	2021e
Ingresos ordinarios	11.316.246	22.087.096	23.012.620	23.992.896	25.032.157
Costos de ventas	- 6.772.644	- 13.079.275	- 13.627.341	- 14.207.829	- 14.823.247
Margen Bruto	4.543.602	9.007.821	9.385.279	9.785.067	10.208.910
Otros ingresos por función	12.492	23.540	24.527	25.571	26.679
Costos de Distribución	- 2.469.160	- 5.100.573	- 5.314.304	- 5.540.679	- 5.780.676
Gasto de Administración	- 666.433	- 1.262.312	- 1.315.207	- 1.371.231	- 1.430.626
Otras Ganancias y Perdidas	- 8.593	- 15.178	- 15.178	- 15.178	- 15.178
Resultado Operacional	1.411.908	2.653.298	2.765.117	2.883.550	3.009.109
Ingresos financieros	5.117	19.392	19.392	19.392	19.392
Costos financieros	- 255.977	- 454.526	- 454.526	- 454.526	- 454.526
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de part.	14.508	57.454	57.454	57.454	57.454
Diferencia de Cambio	14.563	59.706	59.706	59.706	59.706
Resultados por unidades de reajuste	- 52.270	- 88.054	- 88.054	- 88.054	- 88.054
Ganancia o Pérdida antes de impuesto	1.137.849	2.247.271	2.359.089	2.477.522	2.603.081
Gasto por impuestos a las ganancias	- 244.228	- 584.290	- 613.363	- 644.156	- 676.801
Ganancia EERR Proyectado	893.621	1.662.980	1.745.726	1.833.366	1.926.280

Fuente: Elaboración Propia

8. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

Luego de haber efectuado la proyección del Estado de Resultados, se realizará un ajuste a este mismo debido a que existen algunos ítems que constituyen movimientos contables y que no corresponden a ingresos y egresos de efectivo. Por lo que, las transacciones que no requieren el uso de efectivo deben ser excluidas del flujo de efectivo³⁵.

Los resultados de los ajustes efectuados son los siguientes:

UF \$	2017e 2S	2018e	2019e	2020e	2021e
Ganancia EERR Proyectado	893.621	1.662.980	1.745.726	1.833.366	1.926.280
Ajustes					
+ Depreciación de activo fijo	572.761	1.145.522	1.145.522	1.145.522	1.145.522
+ Amortización de activos intangibles	480	959	959	959	959
- Otros ingresos por función después de impuesto	- 9.338	- 17.420	- 18.150	- 18.923	- 19.743
+ Otros gastos por función después de impuesto					
- Otras ganancias o pérdidas después de impuesto	6.423	11.232	11.232	11.232	11.232
- Ingresos financieros después de impuesto	- 3.825	- 14.350	- 14.350	- 14.350	- 14.350
+ costos financieros después de impuestos	191.343	336.349	336.349	336.349	336.349
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de part.	- 10.845	- 42.516	- 42.516	- 42.516	- 42.516
+/- Diferencias de cambio	- 10.886	- 44.183	- 44.183	- 44.183	- 44.183
+/- Resultados por unidades de reajuste	39.072	65.160	65.160	65.160	65.160
Flujo de Caja Bruto	1.668.805	3.103.734	3.185.750	3.272.617	3.364.711

Fuente: Elaboración Propia

8.1 Inversión de Reposición

Coca Cola Embonor S.A destina gran parte de sus activos en inversiones de Propiedad, Planta y Equipos (el alrededor del 40% en Junio 2017) lo que le permite sustentar su capacidad productiva y con ello el crecimiento de la Compañía. Dado esto, se hace necesario mantener los niveles de inversión en estos activos a raíz de la depreciación que van sufriendo a través de su vida útil, mediante la reposición de lo que se deprecian los activos y la adquisición de nuevos activos.

³⁵ Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, Carlos Maquieira, Ajustes para la construcción del Flujo de Caja.

Dentro de las cuentas que generan un impacto en la inversión de reposición se encuentran:

- Construcciones en curso
- Terrenos
- Edificios, neto
- Planta y equipos, neto
- Instalaciones fijas y accesorios, neto
- Otros, neto

De lo anterior, la depreciación solo se aplica para las cuentas de Edificio, Plantas y equipos, Instalaciones fijas y accesorios y Otros.

Propiedad, Planta y Equipo (UF\$)	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Edificios	1.285.334	1.419.596	1.719.107	1.480.569	1.493.489
Planta y equipos	2.377.654	3.010.946	3.261.917	3.552.309	3.908.841
Instalaciones fijas y accesorios	764.381	756.213	744.876	675.904	684.932
Otros	1.917.670	1.897.191	2.078.449	2.055.341	1.940.515
Totales	6.345.038	7.083.947	7.804.350	7.764.123	8.027.777

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF consolidados de la Compañía.

Depreciación Ejercicio (UF\$)	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Edificios	43.336	36.763	41.616	46.600	22.797
Planta y equipos	288.882	257.156	299.677	328.020	169.782
Inst. fijas y accesorios	162.560	172.502	183.960	183.319	98.344
Otros	444.098	476.155	505.027	581.815	281.838
Totales	938.877	942.576	1.030.280	1.139.755	572.761

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF consolidados de la Compañía.

Resumen (UF\$)	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Propiedad, Planta y Equipo (*)	6.345.038	7.083.947	7.804.350	7.764.123	8.027.777
Depreciación ejercicio	938.877	942.576	1.030.280	1.139.755	572.761
% Depreciación sobre PPE	15%	13%	13%	15%	7%

(*) No considera el ítem Construcción en curso ni Terrenos

Como se puede observar, la depreciación del ejercicio se ha mantenido constante en los años 2013 a 2016, representando en promedio un 14% del activo fijo que se deprecia, representando para el primer semestre de 2017 un 7%, correspondiente al resultado de la mitad de año.

Entendiendo que la inversión de reposición permitirá mantener la capacidad generadora de flujos de caja de los activos actuales, la empresa requerirá al menos invertir lo que se deprecian los activos en nueva maquinaria o bien en reparaciones, por lo que supondremos que la inversión de reposición del período será igual a la depreciación.

8.2 Nuevas inversiones en Activo Fijo (CAPEX)

El Capital Expenditure (CAPEX) de la Compañía, el cual permitirá aumentar la capacidad instalada actual en nuevos productos o nueva tecnología y así mantener su crecimiento, estará estimado como un porcentaje de los activos fijos respecto las ventas históricas, dado que no se cuenta con información del plan de inversiones de la empresa.

Como resultado se obtuvo que en promedio un 50,3% de las ventas corresponden a activos fijos, porcentaje que se utilizará para determinar la inversión de Activo Fijo. Se analizó el cambio en el activo fijo como % de las ventas en los EEFF históricos.

Ítem (UF\$)	2013	2014	2015	2016	2017 2Q (*)	% Promedio
Activo Fijo	7.716.225	9.289.751	10.316.900	10.355.882	10.684.106	
Ingresos ordinarios	17.419.254	18.218.717	19.824.148	20.630.378	9.896.183	
Activo Fijo (%Ventas)	44%	51%	52%	50%	54%	50,3%

(*) Para efectos del cálculo se consideran los ingresos por dos, dado que las ventas solo representan un semestre.

Ítem UF\$	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Proyección Inversión en AF	328.224	426.036	465.553	493.093	522.764
Activo Fijo (AF)	10.684.106	11.110.142	11.575.695	12.068.788	12.591.552
Ingresos Ordinarios Proyectados	21.212.429	22.087.096	23.012.620	23.992.896	25.032.157
Activo Fijo (%Ventas)	50,3%	50,3%	50,3%	50,3%	50,3%

8.3 Inversión en Capital de trabajo

El capital de trabajo permitirá medir la capacidad de administración de la empresa para desarrollar sus actividades de corto plazo sin contratiempos. Se evaluarán los días de venta necesarios de capital de trabajo según la variación de estas. En términos contables, estará compuesto por los activos corrientes y pasivos corrientes, aquellos que no devenguen intereses; permitiendo esta diferencia evaluar la liquidez operativa que tiene una empresa.

En términos generales y bajo las actividades de Coca Cola Embonor S.A corresponderá el Capital de Trabajo Neto Operativo a:

CTON	Activos Corrientes	Cuentas Balance	Descripción Coca Cola Embonor S.A.
		Existencias + Cuentas por Cobrar + Valores Negociables	Deudores por operaciones de crédito corrientes y otras cuentas por cobrar
	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	<p>En general, los plazos de cobro y de pago con entidades relacionadas no superan los 30 días. Las condiciones de pago y cobro de estas transacciones son similares a las estipuladas con proveedores o clientes del giro y no se estipulan intereses por plazo o mora.</p> <p>Distribuidora Direnor S.A., Vital Jugos S.A., Envases CMF S.A, Envase Central S.A, Coca Cola del Valle S.A.</p>	
	Inventarios	Materias primas, Productos terminados, repuestos otros, provisión en deterioro.	
	Proveedores Acreedores Varios	Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	<p>Cuentas por pagar, Retenciones, Documentos por pagar, Dividendos por pagar, Acreedores por importaciones y otros. Existe un grado de dependencia relativo con los proveedores que abastecen a la Compañía de los insumos básicos para la elaboración de los productos que Coca Cola Embonor S.A. y sus filiales comercializan, para los cuales el plazo promedio de pago es de 30 días y no contienen pago de intereses asociados. Proveedores de azúcar, botellas, cajas plásticas, tapas, etiquetas, gas carbónico, aguas, jugos y latas.</p>
	Cuentas por Pagar	Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	Vital Jugos S.A., Envase Central S.A, Vital Aguas S.A, Distribuidora Direnor S.A., Envases CMF S.A, lansagro S.A.

Cuentas Contables (UF\$)	2012	2013	2014	2015	2016	2016 2Q	2017 2Q
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	1.769.517	1.832.482	1.905.932	1.765.809	2.017.684	1.585.012	1.548.573
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	9.024	12.857	11.235	12.251	17.482	14.327	13.998
Inventarios	1.286.664	1.567.609	1.768.265	1.977.452	1.865.537	1.947.485	1.902.713
Total activos corrientes	3.065.206	3.412.948	3.685.432	3.755.511	3.900.704	3.546.824	3.465.283
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.867.546	1.989.758	2.203.816	2.838.364	2.775.827	2.871.559	2.805.543
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	922.820	378.039	420.469	339.687	284.129	166.343	162.519
Total pasivos corrientes	2.790.366	2.367.797	2.624.285	3.178.051	3.059.956	3.037.902	2.968.062
CTON	274.840	1.045.151	1.061.147	577.460	840.748	508.922	497.222
Incremento Capital de Trabajo		770.311	15.996	-483.687	263.287		-11.700
Ingresos de actividades ordinarias	16.656.580	17.419.254	18.218.717	19.824.148	20.630.378	10.129.046	9.896.183

Estimación de las necesidades de capital de trabajo

RCTON	1,7%	6,0%	5,8%	2,9%	4,1%	5,0%	5,0%
RCTON (Promedio, últimos 5 años)	4,1%						
Ventas Proyectadas 2017	21.212.428,62						
En días de Venta RCTON*360	14,73						
Valor a Junio 2017 CTON	497.222						

Próximos años. Incremento o recuperación de capital de trabajo

Requerimiento de CTON estimado	868.127						
Exceso de Capital de trabajo	-370.905						
		2017e 2S	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos Proyectados		21.212.429	22.087.096	23.012.620	23.992.896	25.032.157	25.032.157
RCTON Promedio *Ventas		868.127	903.923	941.801	981.919	1.024.451	1.024.451
Delta de CTON		35.796,13	37.877,44	40.118,15	42.532,19	-	
Delta CTON (Solo Positivos)		35.796	37.877	40.118	42.532		

8.4 Activos Prescindibles

Los activos prescindibles serán aquellos que no son necesarios para la operación de la empresa e involucran generalmente activos financieros e inversiones en empresas relacionadas.

Al 30 de Junio 2017, bajo la información de Coca Cola Embonor consideraremos como Activos Prescindibles los siguientes:

Activos Prescindibles	UF\$ 30 Junio 2017
<p>Otros activos financieros corrientes: Instrumentos financieros: bonos, pagarés y otros, los cuales se encuentran reflejados al costo amortizado, que no difiere del valor libro.</p> <p><i>Bono: CAP, bono que vence el 15.05.2018</i></p>	50.059
<p>Otros activos financieros no corrientes: Instrumentos de Swaps para cobertura de la exposición de caja, de los flujos efectivos por obligaciones con el público. Interest Rate Swap para cubrir BONO C Serie 696 - BKOEM C con pagos de interés variable.</p> <p>UF 5000 (transacción de cobertura altamente efectiva). El bono vence en el 01 de septiembre 2019.</p>	31.558
<p>Inversiones contabilizadas utilizando el método de participación: La inversión que la Compañía posee en aquellas sociedades sobre las que ejerce influencia significativa sin ejercer control, se registra por el método de la participación.</p> <p>Envases Central S.A, Vital Aguas S.A, Embosur, Vital Jugos S.A, Envases C.M.F S.A, Coca Cola del Valle S.A.</p>	1.625.840
<p>Propiedades de inversión: Aquellos bienes inmuebles (terrenos y edificios) mantenidos por la Compañía para obtener beneficios económicos derivados de su arriendo u obtener apreciación de capital por el hecho de mantenerlos, los que son medidos al costo histórico, excepto los terrenos medidos a su valor razonable.</p>	37.590
Total UF\$	1.745.046

8.5 Deuda Financiera

La deuda financiera de la Compañía al 30 de Junio de 2017 se encuentra conformada por lo siguiente:

DEUDA FINANCIERA		UF\$ 30 Junio 2017
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	-
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)	638.510
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	-
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)	7.385.587
=	DEUDA FINANCIERA	8.024.096

8.6 Valor Terminal

Para realizar la valoración económica de la Coca Cola Embonor S.A será necesario determinar además el valor terminal de los flujos de caja, el cual corresponde al valor de la empresa sin oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente de la proyección (T+1) correspondiente en este caso al año 2022.

En nuestro caso el flujo de caja libre estimado para el año 2022 sobre la tasa de descuento, corresponde a:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCL(t+1)}{K_0} = \frac{2.219.190}{5,67\%} = UF 39.163.679$$

Posteriormente, se descontaron los flujos de caja de los períodos proyectados, utilizando las siguientes fórmulas de estimación.

$$\text{Valor al 30.06.2017} = \frac{\frac{FC_{20172S}}{(1+K_0)^0} + \frac{FC_{2018}}{(1+K_0)^1} + \frac{FC_{2019}}{(1+K_0)^2} + \frac{FC_{2020}}{(1+K_0)^3} + \frac{FC_{2021} + \frac{FC_{2022}}{K_0}}{(1+K_0)^4}}{(1+K_0)^{1/2}}$$

$$\text{Valor al 31.12.2017} = \frac{FC_{20172S}}{(1+K_0)^0} + \frac{FC_{2018}}{(1+K_0)^1} + \frac{FC_{2019}}{(1+K_0)^2} + \frac{FC_{2020}}{(1+K_0)^3} + \frac{FC_{2021} + \frac{FC_{2022}}{K_0}}{(1+K_0)^4}$$

Donde $K_0 = 5,67\%$

UF\$	2S 2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Flujo de Caja Libre	1.024.695	1.488.053	1.527.942	1.584.456	1.696.425
Valor Terminal					39.163.679
Suma	1.024.695	1.488.053	1.527.942	1.584.456	40.860.104
Año proyectado (T)		1	2	3	4
Total Flujos de Caja	1.096.045	1.414.166	1.374.386	1.348.923	32.775.629

Valor Presente Activos Operacionales UF\$	36.975.971
--	-------------------

De lo anterior se obtuvo que el valor presente de los Activos descontados al 30 de Junio de 2017 ascienda a UF\$36.975.971.

8.7 Flujo de caja libre

La estimación de la valoración económica de Coca Cola Embonor S.A, se efectuó en base al método de Flujo de Caja Descontados (FCD). Los resultados obtenidos corresponden a:

WACC	5,666%	
	UF\$	CLP\$
Valor Presente Activos Operacionales	36.975.971	985.966.853.109
Activos Prescindibles	1.745.046	46.531.777.099
Efectivo y Equivalentes	1.954.102	52.106.265.918
Exceso o Deficit de Capital de Trabajo	-370.905	-9.890.220.696
Valor de la Deuda Financiera (UF)	-8.024.096	-213.963.082.518
Valor Economico del Patrimonio UF	32.280.118	860.751.592.913

Valor UF al 30.06.2017	26.665,07
Nº Acciones Serie - A	244.420.704
Nº Acciones Serie - B	266.432.526
Nº Acciones totales	510.853.230

Valor por Acción Serie - B	1.684,9
Valor de Mercado EMBONOR - B	1.621,5
Diferencia	3,9%

Dado los resultados anteriores, se visualiza que el valor económico estimado de la acción Serie B al 30 de Junio de 2017 es de \$1.684,9 CLP, mientras que el valor de mercado de cierre en el mismo período correspondió a \$1.621,5 CLP, lo que representa una desviación de 3,9% por sobre su valor de mercado.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

	2017e 4Q	2018e	2019e	2020e	2021e	2022 e
Ingresos ordinarios	11.316.246	22.087.096	23.012.620	23.992.896	25.032.157	25.032.157
Costos de ventas	- 6.772.644	- 13.079.275	- 13.627.341	- 14.207.829	- 14.823.247	- 14.823.247
Margen Bruto	4.543.602	9.007.821	9.385.279	9.785.067	10.208.910	10.208.910
Otros ingresos por funcion	12.492	23.540	24.527	25.571	26.679	26.679
Costos de distribución	- 2.469.160	- 5.100.573	- 5.314.304	- 5.540.679	- 5.780.676	- 5.780.676
Gasto de administracion	- 666.433	- 1.262.312	- 1.315.207	- 1.371.231	- 1.430.626	- 1.430.626
Otras ganancias y Perdidas	- 8.593	- 15.178	- 15.178	- 15.178	- 15.178	- 15.178
Resultado Operacional	1.411.908	2.653.298	2.765.117	2.883.550	3.009.109	3.009.109
Ingresos financieros	5.117	19.392	19.392	19.392	19.392	19.392
Costos financieros	- 255.977	- 454.526	- 454.526	- 454.526	- 454.526	- 454.526
Participacion en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el metodo de part.	14.508	57.454	57.454	57.454	57.454	57.454
Diferencia de Cambio	14.563	59.706	59.706	59.706	59.706	59.706
Resultados por unidades de reajuste	- 52.270	- 88.054	- 88.054	- 88.054	- 88.054	- 88.054
Ganancia o perdida antes de impuesto	1.137.849	2.247.271	2.359.089	2.477.522	2.603.081	2.603.081
Gasto por impuestos a las ganancias	- 244.228	- 584.290	- 613.363	- 644.156	- 676.801	- 676.801
Ganancia EERR Proyectado	893.621	1.662.980	1.745.726	1.833.366	1.926.280	1.926.280
Ajustes						
Depreciacion de activo fijo	572.761	1.145.522	1.145.522	1.145.522	1.145.522	1.145.522
Amortizacion de activos intangibles	480	959	959	959	959	959
Otros ingresos por funcion, después de impuestos	- 9.338	- 17.420	- 18.150	- 18.923	- 19.743	- 19.743
Otros gastos por funcion, después de impuestos	-	-	-	-	-	-
Otras ganancias o perdidas, después de impuestos	6.423	11.232	11.232	11.232	11.232	11.232
Ingresos financieros, después de impuestos	- 3.825	- 14.350	- 14.350	- 14.350	- 14.350	- 14.350
costos financieros, después de impuestos	191.343	336.349	336.349	336.349	336.349	336.349
Participacion en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el metodo de part., después de impuestos	- 10.845	- 42.516	- 42.516	- 42.516	- 42.516	- 42.516
Diferencias de cambio	- 10.886	- 44.183	- 44.183	- 44.183	- 44.183	- 44.183
Resultados por unidades de reajuste	39.072	65.160	65.160	65.160	65.160	65.160
Flujo de Caja Bruto	1.668.805	3.103.734	3.185.750	3.272.617	3.364.711	3.364.711
Inversion de reposicion	- 572.761	- 1.145.522	- 1.145.522	- 1.145.522	- 1.145.522	- 1.145.522
Inversion en capital fisico (Nuevas Inversiones)	-	- 426.036	- 465.553	- 493.093	- 522.764	-
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	- 35.796	- 37.877	- 40.118	- 42.532	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.060.248	1.494.299	1.534.557	1.591.470	1.696.425	2.219.190
Valor Terminal					39.163.679	
FLUJO DE CAJA LIBRE + VALOR TERMINAL	1.060.248	1.494.299	1.534.557	1.591.470	40.860.104	

9. CONCLUSIONES

De la estimación del valor de la empresa Coca Cola Embonor S.A se desprende que el método valorización de Flujo de Caja Descontado requiere profundidad de análisis, implicando mayor complejidad de cálculos.

Estos análisis entregarán mayor conocimiento de la compañía en términos de sus operaciones y segmentos de negocios en sus diferentes lugares de operación, lo que permitirá obtener una estimación más precisa de la compañía, apoyado de la descripción de la empresa, industria, flujos, supuestos, entre otros.

Dado los resultados obtenidos, se obtiene una estimación de la acción al 30 de Junio 2017 de \$1.684,9 CLP, con una desviación de 3,9% sobre el valor de mercado de cierre en el mismo período.

10. 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

- i) Análisis Razonado Coca Cola Embonor Junio 2016, <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93281000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAAatAA&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- ii) Bolsa de Santiago: <http://www.bolsadesantiago.com>
- iii) Economía y Negocios: <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=336329>
- iv) Estado de Resultados Junio 2017, Coca Cola Embonor S.A, <http://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/Sitio/Home/Inversionistas/Resultados/Resultados+Trimestrales>
- v) Información Corporativa página web <https://ccuinvestor.com/>
- vi) Memoria Anual 2016, Coca Cola Embonor S.A. 15p, 17p, 20p, 40p, <http://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/Sitio/Home/Inversionistas/Memoria+Anual>
- vii) Memoria Anual Embotelladora Andina 2016, descripción de la Sociedad pág. 18 <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91144000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=32>
- viii) Pressreader: <https://www.pressreader.com/bolivia/el-deber-dinero-bolivia/20170314/281870118245521>

11. ANEXOS

11.1 Análisis de Beta de la Acción Embonor v/s Mercado (IGPA)

Año	Parámetros	Valor parámetro	Significancia	R ²
2013	Intercepto	0,005	0,093	0,131
	Beta	0,613	0,000	
2014	Intercepto	0,001	0,841	0,072
	Beta	0,629	0,006	
2015	Intercepto	-0,002	0,576	0,036
	Beta	0,401	0,054	
2016	Intercepto	0,002	0,503	0,131
	Beta	0,821	0,000	
2017	Intercepto	0,003	0,338	0,10
	Beta	0,695	0,001	

11.2 EERR Consolidado Coca Cola Embonor

	(en Miles de Pesos Chilenos)				
	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Ingresos ordinarios	406.035.143	448.674.162	508.074.880	543.568.777	263.882.606
Costos de ventas (menos)	-253.978.578	-271.716.135	-293.204.392	-308.586.361	-154.355.698
Margen bruto	152.056.565	176.958.027	214.870.488	234.982.416	109.526.908
Otros ingresos por función	732.743	396.711	407.834	443.138	269.743
Costos de mercadería	-	-	-	-	-
Costos de distribución	-80.378.577	-102.751.880	-123.161.900	-130.335.780	-64.780.847
Gastos de administración	-22.861.633	-25.010.455	-30.619.262	-31.680.901	-14.556.212
Otras ganancias y pérdidas	832.518	-267.538	-513.944	-399.921	-175.611
Resultado operacional	50.381.616	49.324.865	60.983.216	73.008.952	30.283.981
Ingresos Financieros	50.125	276.526	537.350	510.935	380.648
Costos financieros	-5.134.434	-7.858.482	-9.330.241	-11.975.839	-5.294.330
Participación ganancia asociadas contabiliz (método de i	1.839.858	870.894	1.182.439	2.210.408	1.145.156
Diferencias de cambio	-2.883.588	-7.278.624	-6.515.632	1.573.136	1.203.746
Resultados por unidades de reajuste	-1.189.710	-4.029.853	-3.332.780	-2.320.046	-954.192
Otras ganancias y pérdidas	-	-	-	-	-
Ganancias (Pérdidas) por diferencia valor libro y valor ra	-	-	-	-	-
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	43.063.867	31.305.326	43.524.352	63.007.546	26.765.009
(gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-14.215.857	-8.947.133	-15.456.427	-22.508.718	-7.906.856
Ganancia (pérdida)	28.848.010	22.358.193	28.067.925	40.498.828	18.858.153
Ganancia (pérdida) atribuible a los tenedores de instrumentos de participación en el patrimonio neto de la controladora	28.847.739	22.357.729	28.067.697	40.498.023	18.858.170
Ganancia (pérdida) atribuible a participación minoritaria	271	464	228	805	-17
Ganancia	28.848.010	22.358.193	28.067.925	40.498.828	18.858.153

11.3 Balance Consolidado Coca Cola Embonor

	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
ACTIVOS					
Activos Corrientes					
Efectivo y efectivo equivalente	19.304.176	57.967.669	73.876.191	71.225.210	52.106.305
Act. financieros a valor razonable c/cambios en Res.	-	-	-	-	-
Otros Activos Financieros Corrientes	1.055.136	1.217.494	1.425.497	1.344.835	1.334.815
Otros Activos no Financieros Corrientes	2.229.671	1.205.568	2.018.003	1.082.985	2.359.439
Ctas. Com. x C y otras cuentas por cobrar corrientes, neto	42.714.344	46.937.572	45.256.073	53.161.902	41.292.837
Deudores comerciales y otras CxC, neto	-	-	-	-	-
CxC entidades relacionadas, neto	299.690	276.696	313.976	460.623	373.255
Inventarios, neto	36.540.276	43.547.239	50.680.287	49.153.143	50.736.004
Activos de cobertura	-	-	-	-	-
Pagos anticipados	-	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes	4.456.885	5.067.813	283.572	61.534	1.404.540
Cuentas por cobrar impuestos	-	-	-	-	-
Otros activos corrientes	-	-	-	-	-
Total activos corrientes distintos a los mantenidos para la ve	-	-	-	176.490.232	149.607.195
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	3.462.541	3.462.541
Total activos corrientes	106.600.178	156.220.051	173.853.599	179.952.773	153.069.736
Activos No Corrientes					
Otros Activos financieros no corrientes	37.903	0	439.469	694.820	841.495
Otros Activos no financieros no corrientes	545.321	293.003	391.550	471.489	601.503
Ctas. Com. x C y otras cuentas por cobrar no corrientes, neto	12.746	11.196	7.284	60.976	50.496
Deudores comerciales y otras CxC, neto	0	0	0	0	0
Derechos por cobrar no corrientes	0	0	0	0	0
CxC entidades relacionadas, neto	0	0	0	0	0
Inversiones en asociadas	36.675.027	36.564.172	36.278.062	39.746.389	43.353.162
Plusvalía	144.477.536	144.477.536	144.477.536	144.477.536	144.477.536
Activos intangibles distintos a la plusvalía,	163.138	393.064	586.953	563.160	4.246.744
Propiedades Plantas y Equipos	179.861.811	228.779.618	264.412.758	272.856.573	284.892.661
Propiedades de Inversión	42.509.135	51.905.481	47.362.271	1.005.896	1.002.340
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	41.548.567	42.498.806
Pagos anticipados	0	0	0	0	0
Otros activos no corrientes	0	0	0	0	0
Total activo no corrientes	404.282.617	462.424.070	493.955.883	501.425.406	521.964.743
Total Activos	510.882.795	618.644.121	667.809.482	681.378.179	675.034.479

(en Miles de Pesos Chilenos)

	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
PASIVOS					
Pasivo Corrientes					
Otros Pasivos Financieros Corrientes	15.188.620	20.232.572	20.593.837	14.122.314	17.025.914
Otros pasivos no financieros Corrientes	6.582.284	7.968.312	7.067.620	7.688.993	7.831.932
Pasivos que devengan intereses	0	0	0	0	0
Acreedores comerciales y otras CxP	0	0	0	0	0
CxP Comerciales y otras cuentas por pagar	46.380.386	54.273.597	72.744.696	73.137.429	74.810.052
CxP entidades relacionadas	8.811.925	10.354.942	8.705.860	7.486.235	4.333.583
Provisiones	0	0	0	0	0
Obligaciones por beneficios post empleos	0	0	0	0	0
CxP impuestos	0	0	0	0	0
Pasivos de cobertura	0	0	0	0	0
Otras Provisiones corto plazo	17.659.095	15.580.305	8.420.309	12.149.410	0
Pasivos por Impuestos Corrientes	3.551.632	5.636.516	3.597.655	1.959.354	1.173.718
Provisiones por beneficios a los empleados	3.197.879	3.600.876	4.535.866	5.254.023	5.558.593
Otros pasivos corrientes	-	-	-	-	-
Total pasivos corrientes	101.371.821	117.647.120	125.665.843	121.797.758	110.733.792
Pasivos No Corrientes					
Otros Pasivos financieros no corrientes	104.024.726	169.902.817	187.659.992	192.021.340	196.937.329
Otros pasivos no financieros no corrientes	-	-	-	-	-
Préstamos que devengan intereses	-	-	-	-	-
Pasivos por Impuesto diferido	1.621.284	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-
Obligaciones por beneficio post empleo	-	-	-	-	-
Pasivos por cobertura	-	-	-	-	-
Provisiones por beneficios a los empleados	13.565.688	16.201.002	18.336.471	18.991.399	19.283.076
Total pasivos no corrientes	119.211.698	186.103.819	205.996.463	211.012.739	216.220.405
Patrimonio					
Capital pagado	160.519.729	160.519.729	160.519.729	160.519.729	160.519.729
Ganancias (pérdidas) acumuladas	132.305.541	143.335.087	147.723.806	159.032.807	160.087.536
Otras reservas	-2.534.523	11.028.693	27.893.844	29.004.385	27.462.591
Resultados retenidos	-	-	-	-	-
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	290.290.747	314.883.509	336.137.379	348.556.921	348.069.856
Participaciones no controladoras	8.529	9.673	9.797	10.761	10.426
Patrimonio total	290.299.276	314.893.182	336.147.176	348.567.682	348.080.282
Total Patrimonio Neto y Pasivos	510.882.795	618.644.121	667.809.482	681.378.179	675.034.479

11.4 Estado de Flujo de Efectivo

	(en Miles de pesos chilenos)				
	2013	2014	2015	2016	2017 2Q
Flujo procedentes de (utilizados en) Actividad de la Operación					
Cobros procedentes de las ventas de bienes y servicios	620.366.065	583.809.465	688.321.277	654.865.531	367.936.004
Importes cobrados de clientes	-	-	-	-	-
Otros Cobros por actividades de operación	108.427	-	1.636.357	-	-
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-433.974.945	-386.227.208	-433.002.644	-416.241.321	-241.916.876
Pagos a y por cuenta de empleados	-45.969.462	-54.498.635	-67.382.417	-63.040.788	-32.614.124
Pagos a proveedores	-	-	-	-	-
Otros pagos por actividades de operación	-59.100.755	-67.907.932	-89.690.071	-71.364.939	-48.630.303
Pagos x primas y prestaciones , anualid. y otras obligac. deriv. de pólizas suscritas	-225.464	-321.006	-269.202	-305.625	-151.889
Remuneraciones pagadas	-	-	-	-	-
Dividendos recibidos	-	-	-	-	-
Intereses pagados	-	-	-	-	-
Intereses recibidos	-	-	-	-	-
Pagos por intereses clasificados como de operación	-	-	-	-	-
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	-4.245.407	-6.930.053	-7.846.037	-9.363.099	-2.678.957
Pago por impuesto a las ganancias	-	-	-	-	-
Pagos recibidos y remitidos por impuestos IVA	-	-	-	-	-
Otras entradas (salidas) de efectivo	-1.126.329	191.133	70.155	-97.228	37.176
Otras entradas (salidas) procedentes de otras actividades de operación	-	-	-	-	-
Flujos de efectivo por (utilizados en) Otras Actividades de Operación	75.832.130	68.115.764	91.837.418	94.452.531	41.981.031
Flujo procedentes de (utilizados en) Actividad de Inversión					
Flujo de efectivo utilizado en la compra de participaciones no controladoras	-	-	-	-1.589.990	-2.249.119
Importes recibidos x desapropiaciones plantas, propiedades y equipos	2.302.565	13.308	17.057	444.697	725.851
Compra de propiedades plantas y equipos	-55.371.867	-55.849.043	-51.077.870	-56.251.048	-27.343.932
Flujo de efectivo usado para obtener el control de subsidiarias u otro negocio	-	-	-	-	-
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	-13.125.000	-	-	-	-
Compra de activos intangibles	-	-269.812	-205.064	-	-3.696.374
Intreres recibidos	23.587	269.498	55.990	195.170	134.022
Pagos para adquirir propiedades de inversión	-	-	-	-	-
Dividendos recibidos clasificados como actividades de operación	1.340.492	760.698	1.250.000	745.805	-
Otras entradas (salidas) de efectivo	-157.966	-	-	-	-315.618
Flujo neto (negativo) originado por actividades de inversión	-64.988.189	-55.075.351	-49.959.887	-56.455.366	-32.745.170
Flujo Originado por Actividad de Financiación					
Importes procedentes de préstamos corto plazo	49.557.555	46.682.626	-	-	3.700.000
Importes procedentes de préstamos largo plazo	40.205.037	116.814.120	27.652.424	28.430.264	9.533.898
Obtención de préstamos	-	-	-	-	-
Pagos de préstamos	-67.307.314	-107.671.371	-27.057.282	-29.658.710	-5.437.232
Intereses pagados	-4.208.942	-5.944.091	-7.945.701	-10.775.198	-4.798.070
Dividendos pagados	-28.455.205	-25.459.922	-21.965.422	-25.459.922	-29.952.850
Otras entradas (salidas) de efectivo	-	-	-	-	-312.382
Flujo neto (negativo) originado por actividades de financiación	-10.208.869	24.421.362	-29.315.981	-37.463.566	-27.266.636
Incremento (Decremento) Neto en Efectivo y equivalente al efectivo	635.072	37.461.775	12.561.550	533.599	-18.030.775
Efecto de las Variaciones de las Tasas de Cambio sobre el Efectivo y Efectivo Equival	-676.634	1.201.718	3.346.972	-3.184.580	-1.088.130
Incremento Neta del Efectivo y Equivalente al Efectivo	-41.562	38.663.493	15.908.522	-2.650.981	-19.118.905
Efectivo y Efectivo Equivalente al principio del período	19.345.738	19.304.176	57.967.669	73.876.191	71.225.210
Efectivo y Efectivo Equivalente al final del período	19.304.176	57.967.669	73.876.191	71.225.210	52.106.305