



VALORACIÓN COCA COLA EMBONOR S.A. MEDIANTE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Antonio Zanocco

Profesor Guía: Arturo Rodríguez

Agosto 2019

Tabla de contenido

Resumen Ejecutivo	4
1. Metodología.....	5
2. Descripción de la Empresa e Industria.....	9
3. Análisis Operacional del Negocio e Industria	15
4. Proyección de EERR.....	19
5. Proyección de Flujos de Caja Libre	22
6. Valoración Económica.....	26
Conclusiones	27
Anexos.....	28

Ilustraciones y Cuadros

1. Principales accionistas	11
2. Ingresos por ventas	15
3. Tasas de crecimiento de la industria.....	15
4. Costos de ventas.....	16
5. Costos de distribución	16
6. Gastos de administración	17
7. Proyección ingresos por ventas según producto.....	19
8. Proyección costos de ventas.....	19
9. Proyección costos de distribución	19
10. Proyección gastos de administración	20
11. Proyección Estados de Resultados	21
12. Depreciación y amortización	22
13. Inversión de reposición.....	22
14. Proyección nuevas inversiones.....	23
15. Nuevas inversiones en activo fijo.....	23
16. RCTON	24
17. Inversión en capital de trabajo.....	24
18. Activos prescindibles.....	24
19. Deuda financiera.....	24
20. Flujo de caja libre	25
21. Precio de la acción – Flujos de caja descontados.....	26

Resumen Ejecutivo

En el documento se presenta la valorización de la compañía Coca Cola EMBONOR S.A. EMBONOR se dedica a la fabricación y distribución de productos ligados a The Coca Cola Company. EMBONOR distribuye sus productos a lo largo de Chile, Perú y Bolivia a través de relacionadas.

Durante el proceso de esta tesis se realiza la valoración a través de flujos de caja descontados y múltiplos. Para esto, se desarrolla un ejercicio de proyección de las cuentas más importantes de la compañía y así se realiza una estimación del precio de mercado de la compañía. Lo anterior, es ajustado por factores, como oferta y demanda, que afectan o distorsionan el precio de que tiene la compañía con respecto al precio estimado a través de la realización de los cálculos de valoración de esta. Por otra parte, también se busca encontrar y definir la estructura de deuda óptima de la compañía con el fin de lograr encontrar la tasa más adecuada para poder descontar los flujos futuros proyectados de la compañía.

EMBONOR durante los últimos años ha sido una empresa que ha aumentado en forma sistemática su capitalización de mercado, manteniendo su deuda estable durante los últimos años con números constantes. Las tasas de crecimiento de las utilidades han ido a la baja durante el periodo 2015-2018, pasando de 13.2% a un 3.2% para 2018. Por el lado del EBITDA, se ha mantenido en un promedio de 20% durante dicho periodo llegando a los 109.491,4 millones de pesos para 2018. Por último a nivel de mercado, la acción ha experimentado un alza de casi un 85.4% durante 2015 a la fecha, pasando de 900 pesos a 1660 pesos por acción.

1. Metodología.

Principales Métodos de Valoración.

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que 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. Y veremos más adelante que sus 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.

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

Método de Flujos de Caja Descontados.

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.

El caso del 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 metodologías.³

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD 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.

³ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

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

2. Descripción de la Empresa e Industria.

Se presenta análisis de la empresa, sus operaciones, negocios, rubro en el que se encuentra y empresas comparables.

Nombre: Coca Cola EMBONOR S.A.

Rut: 93.281.000 – K

Razón Social: Coca Cola EMBONOR S.A.

Nemotécnico: EMBONOR – B

Industria: Bienes de Consumo (Bebestibles, jugos y bebidas no alcohólicas) en Chile.

Regulación: Comisión Mercado Financiero (Ex Superintendencia de valores y seguros).

Tipo de Operación:

Coca Cola EMBONOR es una empresa fundada en 1962 bajo el nombre de Embotelladora Arica, la cual poseía la licencia para elaborar y distribuir productos ligados a The Coca Cola Company en las ciudades de Arica e Iquique. Esta compañía fue aperturada en la bolsa de Santiago, con la adquisición del 18.7% adicional de Embol, con lo que pasa a controlar con un 99.9% de aquella empresa.

Actualmente la compañía es una sociedad anónima abierta que fundamentalmente enfoca sus esfuerzos en la producción y distribución de bebidas no alcohólicas (Bebidas, jugos y agua) manteniendo la relación bajo la licencia de TCCC en Chile y

Bolivia. Embonor cuenta con un patrimonio de MM\$353.583 y posee dos series de acciones, Embonor serie “A” y Embonor serie “B”.

Filiales:

EMBONOR Inversiones S.A.

Filial creada como vehículo de inversión, la cual no generó operaciones durante el periodo 2017. Su principal función es invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general, al cierre de 2017 contaba con un capital suscrito de MM\$4.946 y la inversión en esta filial sobre el total de activos individuales de la matriz representa un 13.49%.

Embotelladora Iquique S.A.

Filial creada con el objeto de distribuir y comercializar bebidas, la relación comercial se basa en una activa compra /venta de bebidas entre Embotelladora Iquique S.A y Coca Cola Embonor. Al cierre del año 2017 contaba con un capital suscrito de MM\$1.332 y la inversión en esta filial sobre el total de activos individuales de la matriz corresponde a un 1.79%.

EMBONOR S.A.

Filial creada con el objeto social de prestar servicios de administración y manejo de transporte terrestre nacional e internacional. La relación de esta con su matriz es a través de la prestación de servicios de distribución y logística, al cierre del ejercicio del año 2017 contaba con un capital suscrito de MM\$ 10.435 y corresponde a un 5.43% del total de activos que posee la matriz.

EMBONOR Empaques S.A.

Filial constituida con el propósito de fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores junto con prestar servicios de embotellamiento. Esta filial le presta servicios de soplado de botellas a la matriz, además de esto cuenta con un capital de MM\$212 y la inversión en este activo representa un 4.07% con respecto a los activos individuales de la matriz.

Principales Accionistas Coca Cola – EMBONOR.

Accionista	% Participación
Libra Inversiones Limitada	47.61%
Moneda SA AFI para PIONERO F.I.	6.48%
Banco de Chile (Por Terceros)	4.09%
BTG Pactual Small Cap F.I	3.33%
Rentas Latinsa Limitada	3.30%
Larrain Vial S.A. CB	2.88%
Compass Small Cap Chile F.I	2.62%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2.10%
Inversiones Nilahue Limitada	1.51%
Inv V y S LTDA.	1.39%
Inv V y T LTDA.	1.29%
AFP Habitat S.A. Fondo C	1.27%

Tabla 1. Principales accionistas.

Descripción de la Industria.

Empresas Benchmark:

Embotelladora Andina, ANDINA.

Embotelladora Andina es una compañía fundada en 1946 mismo año en el cual adquiere la representación para elaborar y distribuir los productos de The Coca Cola Company, hoy la compañía se dedica a la producción, embotellamiento y distribución de los productos ligados a la representación que posee. Embotelladora Andina actualmente cuenta con presencia en 4 países de Latinoamérica estos son Chile,

Paraguay, Brasil y Argentina, en todos estos replica su funcionamiento a través de una integración horizontal produciendo, embotellando y distribuyendo sus productos ligados a su franquicia y también a las demás líneas de productos que esta posee en cada uno de los países en donde se encuentra.

Los principales productos que comercializa la compañía son bebidas, aguas y jugos a nivel local y también en el brazo localizado en Paraguay, mientras que en Brasil y Argentina también tiene licencias ligadas a productos alcohólicos, específicamente cervezas. La compañía cuenta con dos series de acciones: series "A" con mayor derecho a voto y las series "B" con un 10% adicional en sus dividendos, además de esto la compañía es controlada por 5 familias en Chile con un porcentaje de participación acumulada de casi un 49,7% más el casi 15% que posee TCCC.

Compañía Cervecerías Unidas, CCU.

CCU es una compañía Chilena que produce y distribuye bebidas alcohólicas y no alcohólicas tanto en Chile como en Argentina. La compañía produce una amplia gama de productos, los que van desde bebidas gaseosas, tragos suaves, vinos, agua embalsada y jugos. Actualmente la compañía tiene como principales accionistas a Inversiones y Rentas S.A (ligada a Quiñenco, Grupo Luksic) con un 53.16% de las acciones, lo que representa un total de casi 196 millones de dólares, en segundo lugar viene JP Morgan con un 18.73% del total y en tercer lugar se encuentra Banco de Chile en representación de terceros con un 7.81% del total de acciones.

Por último, esta compañía posee casi un 70% del market share de cervezas en Chile, con su marca principal "Cristal" en el segmento masivos, y en todas las demás líneas de productos (Vinos, piscos, jugos, aguas, etc) posee una posición privilegiada con respecto a su competencia.

Descripción de la industria.

La industria de los bebestibles ha estado en constante movimiento durante los últimos años, los cambios regulatorios así como también los cambios en las preferencias de los consumidores han generado una nueva forma de ver el negocio y sin duda en la oferta de productos que los clientes de este segmentos solicitan para satisfacer las necesidades de estos.

Chile ha estado siempre al tope del ranking en el consumo de bebestibles, principalmente por el lado de las bebidas, en este producto en particular el ingreso de las bebidas “zero” ha sido clave en el cambio del mix comercial de las compañías ligadas a este segmento, en particular CCU, Andina, Embonor y Viña Concha y Toro, las cuales concentran gran parte del mercado local siendo estos los principales actores del mercado de bebestibles en nuestro país.

Una industria altamente concentrada con pocos actores y en donde donde las demás de los clientes han ido evolucionando es la gran característica del mercado local de bebestibles, esto ha generado cambios importantes en la oferta que tienen estos actores con sus clientes así como también con los proveedores de estos, desde los ingredientes para generar las famosas bebidas de fantasía, hasta lo ligado directamente el envase para el posterior embotellamiento de los productos hacia una clase de productos más amigables con el medio ambiente.

Los cambios regulatorios han sido claves en este negocio durante los últimos años, la adhesión de un impuesto adicional al consumo de bebidas azucaradas (IABA) aplicado desde 2014 en nuestro país mermó el consumo de este tipo de productos. La carga impositiva que el IABA fijaba para las bebidas no alcohólicas generó un aumento del 13% a 18%, buscando claramente desincentivar el consumo de estos productos en línea con un desafío de salud que es bajar los niveles de obesidad en nuestro país. Los efectos de este impuestos se tradujeron en una reducción en el consumo de estos productos desde 3.5 litros a 700 ML al mes por persona, a esto hay que agregarle que durante los últimos años se ha generado una migración de los consumidores hacia productos más ligados a lo “Healthy” con campañas sobre deporte y adicionalmente a alimentarse y tener un estilo de vida mucho más saludable que hace 10 años atrás.

Los desafíos en este segmento radican principalmente en la migración que tendrán en el futuro los productos ligados al azúcar y que deberían comenzar a bajar los niveles de estos o bien con la desaparición de estos en el mediano o largo plazo. Un mercado mucho más fuerte en los productos ligados a agua embotellada la cual se estima que para 2020 debería llegar a los 34 litros desde los 26 litros que se consumían durante el año 2015, lo anterior va de la mano con un mercado que durante 2015 presentaba un volumen de ventas que se componía en un 68% de bebidas carbonatadas y un 13% de aguas embotelladas.

Con respecto a las bebidas alcoholicas, la industria sigue manteniendo tasas de crecimientos importantes, en donde el consumo de cervezas ha experimentado un aumento sustancial en su volumen de ventas durante los últimos años, en base a productos artesanales y a una oferta mayor por parte de los distribuidores con algunas marcas más ligadas al segmento premium, las que no han afectado de mayor manera el consumo de marcas más ancla como podrían ser para CCU "Cristal".

3. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Análisis de Crecimiento

Tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, para los años 2014 a septiembre de 2018:

Para obtener la proyección a diciembre del 2018 se calcula el porcentaje que representa cada componente de los ingresos por ventas a septiembre con respecto a diciembre del año 2017. Se proyecta el a diciembre del 2018 asumiendo que los ingresos por ventas a septiembre del año 2017 representan el mismo porcentaje anual que los del año 2018.

Ingresos por Ventas [UF]	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Bebidas Carbonatadas	15,032,600	16,129,714	16,633,916	16,030,988	15,218,967
Aguas y Jugos	3,068,645	3,563,424	3,852,299	3,833,153	3,796,667
Otros Productos	117,471	131,010	144,163	548,098	935,968

Ingresos por Ventas [UF]	2015	2016	2017	2018	PROMEDIO
Bebidas Carbonatadas	7.30%	3.13%	-3.62%	-5.07%	0.43%
Aguas y Jugos	16.12%	8.11%	-0.50%	-0.95%	5.70%
Otros Productos	11.53%	10.04%	280.19%	70.77%	93.13%

Tabla 2. Ingresos por ventas.

Tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2014 a Septiembre de 2018.

Para obtener las tasas de crecimiento reales de la industria se utilizan las empresas Benchmark mencionadas con anterioridad, CCU y ANDINA. Se utiliza la misma metodología anterior para proyectar a diciembre del año 2018.

Benchmark	2015	2016	2017	2018	PROMEDIO
ANDINA	0.38%	-7.91%	2.27%	20.95%	3.92%
CCU	10.93%	1.20%	7.12%	-10.01%	2.31%

Tabla 9. Tasas de crecimiento de la industria.

Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2018 al 2022.

Las perspectivas de crecimiento de la industria se mencionan tanto en los estados financieros de la empresa analizada, como de las empresas Benchmark. En ambos casos coinciden, se proyecta un 3% como crecimiento de los ingresos por ventas en los próximos años para bebidas carbonatadas y un 7% para aguas y jugos.

Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación son gastos relacionados con la operación del negocio. Estos afectan el funcionamiento de la empresa.

Los costos de operación de la empresa se dividen en tres:

1. Costos de ventas.
2. Costos de distribución.
3. Gastos de administración.

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Costos de Ventas [UF]					
Materias Primas	7,628,351	7,852,354	7,372,100	7,370,640	6,794,322
Costos de Adquisición	1,036,257	1,089,465	1,236,376	1,349,385	1,540,768
Mano de Obra	898,921	1,082,124	1,061,127	1,074,533	984,602
Depreciación	748,552	835,974	942,393	989,871	1,142,136
Otros	721,135	580,379	1,099,959	1,115,317	1,076,320

Tabla 10. Costos de ventas.

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Costos de Distribución [UF]					
Mano de Obra	1,227,550	1,380,307	1,395,325	1,361,512	1,440,667
Publicidad	516,382	586,014	549,758	491,191	480,643

Fletes	2,027,508	1,899,086	2,020,076	2,012,255	<i>2,027,001</i>
Depreciación	153,764	149,981	152,038	170,308	<i>299,901</i>
Otros	490,737	790,164	829,512	681,213	<i>526,649</i>

Tabla 11. Costos de distribución.

Gastos de Administración [UF]	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	<i>31.12.2018</i>
Mano de Obra	592,071	667,523	693,715	666,688	<i>642,166</i>
Honorarios, viajes, estadías y similares	341,494	383,588	362,608	328,605	<i>352,751</i>
Depreciación	40,254	44,324	45,324	46,890	<i>67,737</i>
Otros	41,747	99,273	100,755	95,437	<i>96,857</i>

Tabla 12. Gastos de administración.

Análisis de Cuentas no operacionales

Dentro de las cuentas informadas dentro del periodo 2014 – 2018 en el estado de resultados de EMBONOR, podemos distinguir que las cuentas que no pertenecen al negocio en si son las siguientes:

1. Ingresos Financieros.
2. Costos Financieros.
3. Diferencia de cambio.
4. Participación en ganancias de asociadas.

Análisis de Activos

Los activos y cuentas de activos operacionales son aquellos que son necesarios para la generación de valor dentro de una determinada compañía, en EMBONOR las cuentas de estos podríamos definir las y clasificarlas como las siguientes:

Activos Operacionales

1. Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corriente: saldo de deuda que mantiene la compañía con sus clientes, sobre productos que ya fueron entregados y sobre los cuales se realizará un pago en el futuro.
2. Inventarios corrientes: Materia prima necesaria para la producción y fabricación de producto que comercializa la empresa
3. Propiedad plantas y equipo: Corresponden a los activos fijos de la compañía sobre los cuales la empresa se encuentra establecida o bien tiene derecho sobre los activos o terrenos bajo los que esta opera. También se encuentra dentro de este ítem los equipos o maquinaria necesaria para el correcto funcionamiento del proceso productivo de la compañía.

Activos No Operacionales

1. Efectivo y equivalentes al efectivo: En esta cuenta resumimos los saldos que se encuentran como concepto de disponible y bancos, así como también lo referido a depósitos a plazo. Por el lado del disponible, los estados financieros lo definen como el dinero mantenido en caja y las cuentas bancarias, registrados a su valor razonable. Por el lado de los depósitos, son instrumentos con vencimientos originales menores a tres meses.
2. Otros activos financieros corrientes: Esta cuenta del balance corresponde a las inversiones realizadas en bonos, pagares y otros, los cuales se encuentran reflejados como costo amortizado, lo que no difiere de su valor libro
3. Activo por impuesto: Impuestos correspondientes al pago por las utilidades generadas durante un determinado periodo, también dentro de esta cuenta se encuentran los pagos realizados por provisiones y también por pagos de previsión.

4. Plusvalía: Exceso del costo de adquisición con respecto a los valores razonables a la fecha de adquisición de tanto activos como pasivos
5. Activos intangibles: En el caso de Embonor corresponden a los derechos de agua y distribución que esta posee.

4. Proyección de EERR

Proyección de Ingresos de Operación

Para proyectar los ingresos de operación se utilizan los promedios de las tasas de crecimiento reales. En el caso de otros productos se obtiene el promedio del año 2016 y 2017. Luego esas tasas se promedian con el promedio del benchmark y las perspectivas de crecimiento.

Proyección Ingresos por Ventas	
Bebidas Carbonatadas	2.16%
Aguas y Jugos	5.25%
Otros Productos	6.92%

Tabla 13. Proyección ingresos por ventas según producto.

Proyección de Costos de Operación

Para la proyección de los costos de operación se utiliza la misma metodología, utilizando el promedio de los últimos tres años.

Costos de Ventas	2015	2016	2017	2018	PROMEDIO
Materias Primas	2.94%	-6.12%	-0.02%	-7.82%	-2.75%
Costos de Adquisición	5.13%	13.48%	9.14%	14.18%	10.49%
Mano de Obra	20.38%	-1.94%	1.26%	20.95%	10.16%
Depreciación	11.68%	12.73%	5.04%	20.95%	12.60%
Otros	-19.52%	89.52%	1.40%	20.95%	23.09%

Tabla 14. Proyección costos de ventas.

Costos de Distribución	2015	2016	2017	2018	PROMEDIO
Mano de Obra	12.44%	1.09%	-2.42%	5.81%	4.23%
Publicidad	13.48%	-6.19%	-10.65%	-2.15%	-1.38%
Fletes	-6.33%	6.37%	-0.39%	0.73%	0.10%
Depreciación	-2.46%	1.37%	12.02%	76.09%	21.76%
Otros	61.02%	4.98%	-17.88%	-22.69%	6.36%

Tabla 15. Proyección costos de distribución.

Gastos de Administración	2015	2016	2017	2018	PROMEDIO
Mano de Obra	12.74%	3.92%	-3.90%	-3.68%	2.27%
Honorarios, viajes, estadías y similares	12.33%	-5.47%	-9.38%	7.35%	1.21%
Depreciación	10.11%	2.26%	3.46%	44.46%	15.07%
Otros	137.80%	1.49%	-5.28%	1.49%	33.87%

Tabla 16. Proyección gastos de administración.

Proyección Resultado No Operacional

Ingresos Financieros: Se asume que los flujos de ingresos por los conceptos de depósitos a plazos u otras inversiones en activos financieros se mantendrán constantes durante los próximos años. Dado lo anterior se utiliza el último flujo del año 2018 como perpetuo hasta 2022, cabe destacar que es un flujo recurrente en el EE.RR de Embonor.

Costos financieros: Se asume que los flujos de Costos por los conceptos de pagos por instrumentos financieros emitidos se mantendrán constantes durante los próximos años. Dado lo anterior se utiliza el último flujo del año 2018 como perpetuo hasta 2022, cabe destacar que es un flujo recurrente en el EE.RR de Embonor.

Diferencias de cambios: Dada la alta volatilidad en los flujos de asumió un flujo promedio histórico de los últimos años (escenario pesimista) y se proyecta hasta 2022.

Participación en Asociadas: Se proyecta utilizando un flujo promedio histórico.

Proyección EE.RR

Supuestos:

- Tasa de impuestos corporativos del 27%

- Crecimientos de ingresos en base a lo informado en el punto anterior, así como también para las cuentas asociadas a los gastos.
- Para el periodo 2018 sólo se consideran los tres meses restantes en la proyección.

A continuación se presenta el Estado de Resultados proyectado.

	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos por Ventas [UF]	5,539,514	20,545,072	21,160,621	21,799,261	22,462,063
Bebidas Carbonatadas	4,153,967	15,548,294	15,884,748	16,228,482	16,579,655
Aguas y Jugos	1,045,263	3,996,038	4,205,878	4,426,738	4,659,195
Otros Productos	340,283	1,000,740	1,069,994	1,144,041	1,223,212
Costos de Ventas	(3,114,015)	(11,220,315)	(11,674,324)	(12,233,135)	(12,914,444)
Materias Primas	1,850,250	6,607,164	6,425,161	6,248,172	6,076,058
Costos de Adquisición	452,216	1,498,325	1,655,435	1,829,018	2,020,802
Mano de Obra	225,677	957,480	1,054,792	1,161,994	1,280,091
Depreciación	293,588	1,110,675	1,250,610	1,408,177	1,585,596
Otros	292,283	1,046,672	1,288,326	1,585,774	1,951,897
Costos de Distribución	(1,076,757)	(4,976,868)	(5,166,511)	(5,376,753)	(5,611,105)
Mano de Obra	322,471	1,501,617	1,565,144	1,631,360	1,700,377
Publicidad	101,112	500,977	522,171	544,263	567,288
Fletes	549,663	2,112,756	2,114,777	2,116,800	2,118,825
Depreciación	80,900	312,588	380,593	463,391	564,203
Otros	22,612	548,930	583,826	620,939	660,413
Gastos de Administración	(318,802)	(1,185,870)	(1,252,998)	(1,333,592)	(1,431,752)
Mano de Obra	180,134	656,764	671,694	686,964	702,581
Honorarios, viajes, estadías y similares	98,415	360,770	368,972	377,360	385,938
Depreciación	17,940	69,277	79,717	91,731	105,555
Otros	22,313	99,059	132,615	177,538	237,678
Otros Ingresos	190	643	643	643	643
Ingresos Financieros	378	227	227	227	227
Costos financieros	(3,854)	(23,122)	(23,122)	(23,122)	(23,122)
Participación ganancia asociadas contabiliz (método de participac.)	90	253	251	248	246
Diferencias de cambio	901	(4,603)	(4,603)	(4,603)	(4,603)
Resultados por unidades de reajuste	(760)	(3,924)	(3,221)	(2,645)	(2,171)
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	1,026,886	3,131,493	3,036,962	2,826,531	2,475,982
(gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	(277,259)	(845,503)	(819,980)	(763,163)	(668,515)
Ganancia	749,627	2,285,990	2,216,982	2,063,367	1,807,467

Tabla 17. Proyección Estados de Resultados.

5. Proyección de Flujos de Caja Libre

Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Se utiliza el valor estimado a diciembre 2018 constante para todos los años en proyección.

[UF]	31.12.2018
Depreciación	55,888
Amortización Intangibles	1,063

Tabla 18. Depreciación y amortización.

Inversión de Reposición

La inversión en reposición se calcula como el promedio de la razón entre Depreciación más amortización de derechos de agua y Compras de activos fijo más intangibles.

[M\$]	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	
Depreciación	942,571	1,030,280	1,139,755	1,207,069	
Amortización Intangibles	3,886	21,775	24,693	26,845	
	946,457	1,052,055	1,164,448	1,233,914	
Compra de propiedades plantas y equipos	2,267,788	1,992,965	2,134,928	2,336,686	
Compra de activos intangibles	10,956	8,001	-	134,594	
	2,278,744	2,000,966	2,134,928	2,471,280	
	42%	53%	55%	50%	PROMEDIO
					50%

Tabla 19. Inversión de reposición.

Nuevas Inversiones

Para calcular las nuevas inversiones en activo fijo, se debe calcular el promedio de la razón de Propiedades, planta y equipo e Ingresos Ordinarios.

[UF]	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	
Propiedades Plantas y Equipos	9,289,751	10,316,900	10,355,882	10,601,954	
Ingresos Ordinarios	18,218,717	19,824,148	20,630,378	20,412,239	PROMEDIO
	51%	52%	50%	52%	51%

Tabla 20. Proyección nuevas inversiones.

Luego, aplicar este porcentaje sobre los Ingresos Ordinarios Proyectados. La diferencia entre un periodo y otro son las nuevas inversiones en Activo Fijo.

[UF]	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Ordinarios Proyectados	19,951,602	20,545,072	21,160,621	21,799,261	22,462,063	23,150,148
Activo Fijo Proyectado		10,233,610	10,538,013	10,853,742	11,181,314	11,521,279
Activo Fijo	10,601,954	10,233,610	10,538,013	10,853,742	11,181,314	11,521,279
Nuevas Inversiones en Activo Fijo	0	0	304,403.77	315,728	327,573	339,965
Inversión en Reposición	0	0	151,125	156,747	162,627	168,779

Tabla 21. Nuevas inversiones en Activo Fijo.

Inversión en capital de trabajo

La inversión en capital de trabajo se calcula como el producto de la razón entre la diferencia en activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses y las ventas, con el aumento de las ventas en un período.

$$\text{Inversión en Capital de Trabajo} = RCTON \times (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

$$RCTON = \frac{CTON}{\text{Ventas}}$$

Luego de hacer el cálculo cada para cada año se calcula el promedio de los años en estudio.

Efectivo y efectivo equivalente	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	
Otros Activos Financieros	2,353,816	2,882,513	2,703,251	2,692,091	
Corrientes	49,437	55,620	51,041	46,107	
Deudores Comerciales y CxC corrientes	1,905,932	1,765,809	2,017,684	2,359,635	
CxC entidades relacionadas, neto	11,235	12,251	17,482	24,153	
Inventarios corrientes	1,768,265	1,977,452	1,865,537	2,008,104	
CxP Comerciales y otras cuentas por pagar	2,203,816	2,838,364	2,775,827	3,366,847	
CxP entidades relacionadas	420,469	339,687	284,129	246,394	
Otras Provisiones corto plazo	632,649	328,545	461,114	471,147	
Pasivos por Impuestos Corrientes	228,875	140,374	74,364	39,680	
Otros pasivos no financieros	323,559	275,766	291,825	266,256	
Corrientes					
CTON	2,279,318	2,770,909	2,767,737	2,739,766	PROMEDIO
RCTON	13%	14%	13%	13%	13%

Tabla 22. RCTON.

[UF]	2019	2020	2021	2022	2023
Aumento en Ventas	593,470	615,548	638,641	662,801	688,086
Inversión en Capital de Trabajo	79,119	82,062	85,141	88,362	91,733

Tabla 23. Inversión en capital de trabajo.

Déficit o Exceso de Capital de Trabajo

Para calcular el exceso o déficit de capital de trabajo se debe hacer la diferencia entre el capital de trabajo proyectado y el capital de trabajo requerido.

El capital de trabajo requerido se calcula como el producto entre el RCTON, 365 días y los ingresos ordinarios proyectados para diciembre 2018. El capital de trabajo requerido es 2,659,863 UF.

Para calcular el capital de trabajo proyectado se calcula cuanto representan los activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses en los ingresos ordinarios de los años en estudio. Se promedian las razones y estos promedios se aplican sobre los ingresos ordinarios proyectados para diciembre 2018. El capital de trabajo proyectado 2,890,484 UF.

Finalmente su diferencia nos da un exceso de capital de trabajo de 230,621 UF.

Activos Prescindibles

Corresponden a los activos no operacionales, al 30 de septiembre del 2018:

Efectivos y Equivalentes al Efectivo	1,843,090
Otros activos no financieros, no corrientes	53,211
Plusvalía	5,637,248
Propiedad de Inversión	38,763
Total [UF]	7,572,312

Tabla 24. Activos prescindibles.

Deuda financiera:

Deuda Financiera [UF]	8,304,673
-----------------------	-----------

Tabla 25. Deuda financiera.

Estado de Resultados proyectado y Flujo de Caja Libre

Para el periodo 2018 sólo se consideran los tres meses restantes en la proyección.

[UF]	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos por Ventas	5,539,514	20,545,072	21,160,621	21,799,261	22,462,063	23,150,148
Costos de Ventas	(3,114,015)	(11,220,315)	(11,674,324)	(12,233,135)	(12,914,444)	(13,739,491)
Ingresos Brutos	2,425,499	9,324,757	9,486,296	9,566,127	9,547,618	9,410,658
Costos de Distribución	(1,076,757)	(4,976,868)	(5,166,511)	(5,376,753)	(5,611,105)	(5,873,795)
Gastos de Administración	(318,802)	(1,185,870)	(1,252,998)	(1,333,592)	(1,431,752)	(1,552,917)
Otros Ingresos	190	643	643	643	643	643
Ingresos Financieros	378	227	227	227	227	227
Costos financieros	(3,854)	(23,122)	(23,122)	(23,122)	(23,122)	(23,122)
Participación ganancia asociadas contabiliz (método de participac.)	90	253	251	248	246	244
Diferencias de cambio	901	(4,603)	(4,603)	(4,603)	(4,603)	(4,603)
Resultados por unidades de reajuste	(760)	(3,924)	(3,221)	(2,645)	(2,171)	(1,782)
Ganancia (o pérdida) antes de impuestos	1,026,886	3,131,493	3,036,962	2,826,531	2,475,982	1,955,553
Gasto por impuesto a las ganancias	(277,259)	(845,503)	(819,980)	(763,163)	(668,515)	(527,999)
Ganancia	749,627	2,285,990	2,216,982	2,063,367	1,807,467	1,427,554

Depreciación	13,972	55,888	55,888	55,888	55,888	55,888
Amortización Intangibles	266	1,063	1,063	1,063	1,063	1,063
Otros Ingresos (después de impuestos)	(139)	(469)	(469)	(469)	(469)	(469)
Ingresos Financieros (después de impuestos)	(276)	(166)	(166)	(166)	(166)	(166)
Costos Financieros (después de impuestos)	2,813	16,879	16,879	16,879	16,879	16,879
Participación en las ganancias (después de impuestos)	(66)	(185)	(183)	(181)	(180)	(178)
Diferencias de cambio	(901)	4,603	4,603	4,603	4,603	4,603
Resultados por unidades de reajuste	760	3,924	3,221	2,645	2,171	1,782
Flujo de caja bruto	766,056	2,367,527	2,297,819	2,143,629	1,887,256	1,506,956
Inversión en reposición	-	-	(151,125)	(156,747)	(162,627)	(168,779)
Inversión en capital físico	-	-	(304,404)	(315,728)	(327,573)	(339,965)
Aumento (disminución) en capital de trabajo	(79,119)	(82,062)	(85,141)	(88,362)	(91,733)	-
Flujo de caja libre	686,937	2,285,465	1,757,149	1,582,792	1,305,323	998,211
Flujo de caja descontado	675,479	2,136,747	1,535,910	1,293,480	1,066,729	14,342,118

Tabla 26. Flujo de caja libre.

La suma de los flujos de caja descontados corresponde al valor de los activos operacionales de la compañía.

6. Valoración Económica

El patrimonio económico de la empresa se calcula como el valor de los activos operacionales de la compañía más el valor de los activos prescindibles de la compañía, menos la deuda financiera. Para obtener el precio de la acción se divide este monto en pesos por el número de acciones suscritas y pagadas.

WACC	6.96%
Valor de los activos operacionales	21,050,463
Valor de los activos prescindibles	7,575,312
Exceso o Déficit en Capital de Trabajo	230,621
Valor Total de los Activos	28,856,396
Deuda Financiera	8,304,673
Patrimonio Económico [UF]	20,551,723
Patrimonio Económico [M \$]	562,242,726
Número de acciones	510,853,230
Precio de la acción	1,101

Tabla 27. Precio de la acción – Flujos de caja descontados.

Conclusiones

En general la empresa se encuentra dentro de un mercado bastante estable y que se ha mantenido a flote aun cuando han ido cambiando las necesidades y preferencias de los clientes, pasando de bebidas con azúcar a las famosas zero, continuando hacia el agua y las futuras variaciones en demanda que puedan tener esta línea de productos. Por otra parte, sería una buena alternativa buscando alinear los negocios y potenciar las sinergías dentro del mercado una eventual alianza o M&A entre Andina y Embonor, dado que ambas poseen representaciones de la misma marca, por lo tanto al unirse estos negocios podríamos estar en presencia de un potenciamiento del negocio para ambas compañías.

Por otra parte, si tomamos en consideración las estimaciones que realizan los analistas de mercado sobre comprar/mantener/vender el activo, nos encontramos en un periodo del tiempo donde las estimaciones van a la baja, el target de mercado de los últimos doce meses ha estado en torno a 1798, mientras que el precio de mercado ha estado siempre por debajo de esa estimación encontrándose durante el último mes en torno a los 1640-1650 pesos. La valoración por FCD arroja que Embonor está sobrevalorada por lo que se recomienda vender.

Bibliografía

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.
3. Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
4. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.