



VALORACIÓN EMBOTELLADORA ANDINA S.A.

Diciembre 2019

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE

MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Denisse García Cabrera

Profesor Guía: Marcelo González

Agradecimientos

En este viaje que decidí emprender el 2019 muchas personas han formado parte de este camino. Mis mayores agradecimientos a cada una de las personas que han sido parte de mi vida durante este lindo periodo: profesores, amigos y buenos compañeros... Aunque mis mayores y sinceros agradecimientos son para mi familia, por el infinito amor que me entregan, principalmente a mi madre Nancy Cabrera por la paciencia y comprensión en los momentos difíciles y a mi novio Cristian Guerra por darme la tranquilidad y apoyo para hacer este camino menos pedregoso.

Índice de Contenido

RESUMEN EJECUTIVO.....	1
1 METODOLOGÍA.....	2
1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	2
1.1.1 Modelo de Descuento de Dividendos.....	3
1.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados.....	3
1.1.3 Método de Múltiplos.....	6
2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	8
2.1 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	8
2.2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y SU HISTORIA.....	10
2.2.1 Descripción de la empresa.....	10
2.2.2 Operaciones por País.....	12
2.2.3 Resultados de la operación por País y Categoría.....	13
2.2.4 Filiales.....	14
2.2.5 Reseña histórica.....	20
2.3 REGULACIÓN Y FISCALIZACIÓN.....	24
2.4 PRINCIPALES ACCIONISTAS.....	25
2.5 EMPRESAS DE LA INDUSTRIA: COMPARABLES.....	26
3 DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	33
3.1 DEUDA FINANCIERA.....	33
3.1.1 Bonos.....	34
3.2 PATRIMONIO ECONÓMICO.....	44
3.3 VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA.....	45
3.4 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	46
4 COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	47
4.1 ESTIMACIÓN BETA PATRIMONIAL.....	47
4.2 COSTO DE LA DEUDA.....	49
4.3 PREMIO POR RIESGO DE MERCADO (PRM).....	50
4.4 BETA DE LA DEUDA.....	53
4.5 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA.....	54
4.6 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA.....	55
4.7 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA OBJETIVO.....	56
4.8 COSTO PATRIMONIAL.....	56
4.9 COSTO DE CAPITAL.....	57
5 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO.....	58
5.1 CRECIMIENTO DE LA EMPRESA.....	58
5.1.1 Análisis de Volumen.....	60
5.1.2 Análisis de precio promedio.....	63

5.2	CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA.....	65
5.3	PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA.....	67
5.3.1	Crecimiento del Producto Interno Bruto e IPC por Región.....	67
5.3.2	Índices de Confianza de los Consumidores por Región.....	68
5.4	ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN.....	72
5.5	ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES.....	75
5.6	ANÁLISIS DE ACTIVOS.....	77
6	PROYECCIÓN DE EERR.....	81
6.1	INGRESOS DE OPERACIÓN.....	81
6.1.1	Supuestos de crecimiento del volumen por país.....	81
6.1.2	Supuestos de crecimiento de precios.....	83
6.2	COSTOS DE OPERACIÓN.....	85
6.3	RESULTADO NO OPERACIONAL.....	86
6.4	IMPUESTOS.....	90
6.5	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO.....	91
7	PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	93
7.1	FLUJO DE CAJA BRUTO.....	93
7.2	INVERSIÓN DE REPOSICIÓN.....	94
7.3	NUEVAS INVERSIONES (ACTIVO FIJO).....	96
7.4	INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO.....	98
7.5	FLUJO DE CAJA LIBRE.....	100
8	VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y PRECIO DE ACCIÓN.....	101
8.1	FLUJO DE LOS ACTIVOS OPERACIONALES.....	101
8.2	DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO.....	102
8.3	ACTIVOS PRESCINDIBLES.....	103
8.4	DEUDA FINANCIERA.....	103
8.5	VALORACIÓN ECONÓMICA DEL PRECIO.....	104
9	VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS.....	106
9.1	VALORES PARA LA INDUSTRIA.....	106
9.1.1	Información Contable de las Empresas Comparables.....	106
9.1.2	Múltiplos de Empresas Comparables.....	109
10	CONCLUSIONES.....	112
11	BIBLIOGRAFÍA.....	113
	ANEXOS.....	115

Índice de Tablas

TABLA 1: FICHA RESUMEN.....	10
TABLA 2: INDICADORES A DICIEMBRE 2019.....	13
TABLA 3: VOLUMEN VENDIDO POR CATEGORIA DE PRODUCTOS EN MMCU A DICIEMBRE 2019.....	14
TABLA 4: PARTICIPACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. EN LA PROPIEDAD DE LAS FILIALES CHILENAS.....	16
TABLA 5: PARTICIPACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. EN LA PROPIEDAD DE LAS FILIALES ARGENTINAS.....	17
TABLA 6: PARTICIPACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. EN LA PROPIEDAD DE LAS FILIALES BRASILEÑAS.....	18
TABLA 7: PARTICIPACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. EN LA PROPIEDAD DE LAS FILIALES PARAGUAYAS.....	19
TABLA 8: PARTICIPACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. EN LA PROPIEDAD DE LAS FILIALES EN ISLAS VIRGENES BRITÁNICAS.....	19
TABLA 9: DISTRIBUCIÓN DE LA PROPIEDAD DE LA COMPAÑÍA.....	25
TABLA 10: PRINCIPALES ACCIONISTAS.....	26
TABLA 11: FICHA COMPARABLE: EMBONOR S.A.....	28
TABLA 12: FICHA COMPARABLE: COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A.....	29
TABLA 13: FICHA COMPARABLE: ARCA CONTINENTAL.....	30
TABLA 14: FICHA COMPARABLE: COCA COLA FEMSA.....	31
TABLA 15: FICHA COMPARABLE: AMBEV.....	32
TABLA 16: OTROS PASIVOS FINANCIEROS DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (MUF).....	34
TABLA 17: DEUDA FINANCIERA DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.(MUF).....	34
TABLA 18: BONOS VIGENTES EMBOTELLADORA ANDINA SA.....	35
TABLA 19: PARÁMETROS BONO BANDI B1.....	36
TABLA 20: PARÁMETROS BONO BANDI B2.....	37
TABLA 21: PARÁMETROS BONO BANDI C.....	38
TABLA 22: PARÁMETROS BONO BANDI D.....	39
TABLA 23: PARÁMETROS BONO BANDI E.....	40
TABLA 24: PARÁMETROS BONO BANDI F.....	41
TABLA 25: PARÁMETROS BONO BEKOP C.....	42
TABLA 26: PARÁMETROS BONO USA.....	43
TABLA 27: EVOLUCIÓN PRECIO Y PRESENCIA BURSÁTIL SERIE A.....	44
TABLA 28: EVOLUCIÓN PRECIO Y PRESENCIA BURSÁTIL SERIE B.....	44
TABLA 29: PATRIMONIO ECONÓMICO DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (MMCLP).....	45
TABLA 30: PATRIMONIO ECONÓMICO DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (MUF).....	45
TABLA 31: VALOR ECONÓMICO DE LOS ACTIVOS DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (MUF).....	45
TABLA 32: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	46
TABLA 33: PRESENCIA BURSÁTIL DE LAS ACCIONES SERIE A Y B DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.....	47
TABLA 34: BETA DE LA ACCIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.....	49
TABLA 35: PREMIO POR RIESGO DE MERCADO.....	53
TABLA 36: ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	57

TABLA 37: CRECIMIENTO (DECRECIMIENTO) DE LOS INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS (MUF).....	58
TABLA 38: ELIMINACIONES INTERPAISES POR AÑO (MUF).....	59
TABLA 39: CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS POR PAÍS.....	59
TABLA 40: CONTRIBUCIÓN POR PAÍS A LOS INGRESOS TOTALES (MUF).....	60
TABLA 41: CRECIMIENTO DEL VOLUMEN POR TIPO DE PRODUCTO EN MMCU.....	60
TABLA 42: CRECIMIENTO TOTAL DEL VOLUMEN POR PAÍS.....	61
TABLA 43: CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DE ARGENTINA POR TIPO DE PRODUCTO (MMCU).....	62
TABLA 44: CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DE BRASIL POR TIPO DE PRODUCTO (MMCU).....	62
TABLA 45: CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DE CHILE POR TIPO DE PRODUCTO (MMCU).....	63
TABLA 46: CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DE PARAGUAY POR TIPO DE PRODUCTO (MMCU).....	63
TABLA 47: PRECIO PROMEDIO POR CAJA UNITARIA EN PESOS CHILENOS.....	64
TABLA 48: CRECIMIENTO NOMINAL DEL VALOR DE UNA CAJA UNITARIA.....	64
TABLA 49: CRECIMIENTO REAL DEL VALOR DE UNA CAJA UNITARIA.....	65
TABLA 50: PARTICIPACIÓN DE MERCADO DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. POR PAÍS Y TIPO DE PRODUCTO.....	65
TABLA 51: VOLUMEN ESTIMADO DEL MERCADO POR TIPO DE PRODUCTO Y PAÍS EN MMCU.....	66
TABLA 52: CRECIMIENTO ESTIMADO DEL MERCADO DONDE OPERA EMBOTELLADORA ANDINA S.A.....	66
TABLA 53: CONTRIBUCIÓN PROMEDIO DE CADA PAÍS AL MERCADO TOTAL.....	67
TABLA 54: PIB REGIÓN DE OPERACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.....	68
TABLA 55: IPC REGIÓN DE OPERACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.....	68
TABLA 56: GASTOS POR NATURALEZA DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.(MUF).....	72
TABLA 57: PESO RELATIVO DE LOS COSTOS SEGÚN SU NATURALEZA.....	73
TABLA 58: GASTOS OPERACIONALES SEGÚN CLASIFICACIÓN EN ESTADO DE RESULTADOS.....	74
TABLA 59: INCIDENCIA DE GASTOS OPERACIONALES SOBRE LOS INGRESOS POR VENTAS.....	74
TABLA 60: ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES EL ESTADO DE RESULTADOS.....	76
TABLA 61: CLASIFICACIÓN OPERACIONAL DE LOS ACTIVOS CORRIENTES.....	77
TABLA 62: CLASIFICACIÓN OPERACIONAL DE LOS ACTIVOS CORRIENTES (CONTINUACIÓN).....	78
TABLA 63: CLASIFICACIÓN OPERACIONAL DE LOS ACTIVOS NO CORRIENTES.....	79
TABLA 64: CLASIFICACIÓN OPERACIONAL DE LOS ACTIVOS NO CORRIENTES.....	80
TABLA 65: SUPUESTOS DE CRECIMIENTO DEL VOLUMEN VENDIDO POR PAÍS Y TIPO DE PRODUCTO.....	83
TABLA 66: SUPUESTO DE CRECIMIENTO DEL PRECIO REAL.....	84
TABLA 67: PROYECCIÓN DE INGRESOS POR VENTAS (MUF).....	85
TABLA 68: SUPUESTOS DE PROYECCIÓN DE COSTOS.....	85
TABLA 69: PROYECCIÓN COSTOS OPERACIONALES (MUF).....	86
TABLA 70: DETALLE OTROS INGRESOS DICIEMBRE 2019 (MUF).....	86
TABLA 71: SUPUESTO PROYECCIÓN OTROS INGRESOS (MUF).....	87
TABLA 72: SUPUESTO PROYECCIÓN OTROS GASTOS, POR FUNCIÓN.....	87
TABLA 73: SUPUESTO PROYECCIÓN OTRAS (PÉRDIDAS) GANANCIAS.....	87
TABLA 74: SUPUESTO PROYECCIÓN INGRESOS FINANCIEROS.....	88
TABLA 75: SUPUESTO PROYECCIÓN COSTOS FINANCIEROS.....	88
TABLA 76: SUPUESTO PROYECCIÓN PARTICIPACIÓN EN GANANCIAS DE ASOCIADAS.....	89
TABLA 77: SUPUESTO PROYECCIÓN DIFERENCIAS DE CAMBIO (MUF).....	89

TABLA 78: SUPUESTO DE PROYECCIÓN RESULTADOS POR UNIDADES DE REAJUSTE (MUF)	89
TABLA 79: PROYECCIÓN FLUJO NO OPERACIONAL (MUF)	90
TABLA 80: TASA IMPOSITIVA POR PAÍS	90
TABLA 81: PROYECCIÓN DE IMPUESTOS EN (MUF)	91
TABLA 82: ESTADO DE RESULTADO PROYECTADO PARA EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (MUF)	91
TABLA 83: ESTADO DE RESULTADO PROYECTADO PARA EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (%)	92
TABLA 84: FLUJO DE CAJA BRUTO: AJUSTES A UTILIDAD NETA PROYECTADO (MUF)	94
TABLA 85: VALOR NETO DE LOS ACTIVOS FIJOS (MUF)	95
TABLA 86: DEPRECIACIÓN ACUMULADA DE LOS ACTIVOS FIJOS (MUF)	95
TABLA 87: RELACIÓN ENTRE VALOR DE LOS ACTIVOS Y DEPRECIACIÓN	96
TABLA 88: INVERSIÓN DE REPOSICIÓN PROYECTADA (MUF)	96
TABLA 89: FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (MUF)	97
TABLA 90: TASA DE INCIDENCIA PROMEDIO DE LAS NUEVAS INVERSIONES SOBRE LAS VENTAS	98
TABLA 91: PROYECCIÓN DE NUEVAS INVERSIONES EN MUF	98
TABLA 92: CAPITAL DE TRABAJO PROMEDIO SOBRE LAS VENTAS	99
TABLA 93: INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO (MUF)	99
TABLA 94: FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO (MUF)	100
TABLA 95: FLUJO DE LOS ACTIVOS OPERACIONALES (MUF)	102
TABLA 96: EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO (MUF)	102
TABLA 97: ACTIVOS PRESCINDIBLES (MUF)	103
TABLA 98: DEUDA FINANCIERA (MUF)	103
TABLA 99: PATRIMONIO ECONÓMICO	104
TABLA 100: PRECIO DE LA ACCIÓN SERIE B DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.	105
TABLA 101: PRECIO DE LA ACCIÓN SERIE A DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A.	105
TABLA 102: INDICADORES CONTABLES EMBONOR S.A.	107
TABLA 103: INDICADORES CONTABLES CCU	107
TABLA 104: INDICADORES CONTABLES ARCA CONTINENTAL	108
TABLA 105: INDICADORES CONTABLES AMBEV	108
TABLA 106: MÚLTIPLOS DE EMPRESAS COMPARABLES	109
TABLA 107: INDICADORES CONTABLES EMBOTELLADORA ANDINA S.A.	110
TABLA 108: PRECIO DE ACCIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. POR MÚLTIPLO	111
TABLA 109: BALANCES HISTÓRICOS DE EMB. ANDINA S.A.	116
TABLA 110: ANÁLISIS VERTICAL DE CUENTAS DEL BALANCE DE EMB. ANDINA S.A.	117
TABLA 111: ANÁLISIS INTERANUAL DE LAS CUENTAS DEL BALANCE DE EMB. ANDINA S.A.	118
TABLA 112: ESTADOS DE RESULTADOS HISTÓRICOS DE EMB. ANDINA S.A.	119
TABLA 113: ANÁLISIS VERTICAL DE CUENTAS DEL BALANCE DE EMB. ANDINA S.A.	119
TABLA 114: ANÁLISIS INTERANUAL DE LAS CUENTAS DEL EE.RR. DE EMB. ANDINA S.A.	120
TABLA 115: ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES Y VOLUMEN VENDIDO POR TRIMESTRE DE ARGENTINA	123
TABLA 116: ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES Y VOLUMEN VENDIDO POR TRIMESTRE DE BRASIL	124

Tabla 117: Índice de confianza de los consumidores y volumen vendido por trimestre de Chile..... 125

Índice de Ilustraciones

ILUSTRACIÓN 1: OPERACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA EN LA REGIÓN.....	11
ILUSTRACIÓN 2: TAMAÑO COMPARABLES SEGÚN EBITDA 2019.....	27
ILUSTRACIÓN 3: PRECIOS Y RETORNOS SEMANALES ANDINAB E IGPA.....	48
ILUSTRACIÓN 4: RETORNOS SEMANALES: ANDINA B VS IGPA.....	48
ILUSTRACIÓN 5: MODELO CÁLCULO PRM IMPLICADO DAMODARAN.....	51
ILUSTRACIÓN 6: INGRESOS POR PAÍS DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (MUF).....	59
ILUSTRACIÓN 7: VOLUMEN TOTAL VENDIDO POR PAÍS EN MMCU.....	61
ILUSTRACIÓN 8: CONFIANZA CONSUMIDORES V/S CRECIMIENTO VOLUMEN EN ARGENTINA..	69
ILUSTRACIÓN 9: CONFIANZA CONSUMIDORES V/S CRECIMIENTO VOLUMEN EN BRASIL.....	70
ILUSTRACIÓN 10: CONFIANZA CONSUMIDORES V/S CRECIMIENTO VOLUMEN EN CHILE.....	71
ILUSTRACIÓN 11: PIB Y CRECIMIENTO DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A., POR REGIÓN....	84
ILUSTRACIÓN 12: ULTIMA TRANSACCIÓN BANDI-F.....	121
ILUSTRACIÓN 13: TEST DE SIGNIFICANCIA DEL BETA ACCIÓN DE EMB. ANDINA S.A.....	122

Resumen Ejecutivo

El presente documento presenta la valoración de la sociedad anónima abierta Embotelladora Andina S.A. efectuada a través de los métodos de Flujo de Caja Descontados y Múltiplos al 31 de diciembre del 2019.

Embotelladora Andina S.A. es una empresa de la industria de los bebestibles, cuyo negocio principal es producir, distribuir y comercializar productos licenciados de The Coca Cola Company. Presenta operaciones en zonas franquiciadas en cuatro países de Latinoamérica: Argentina, Brasil, Chile y Paraguay, y es líder en la categoría de productos Gaseosas en todo el territorio en donde opera.

La valoración respectiva, se realiza sobre la serie con mayor presencia bursátil en las bolsas chilenas, Serie B o Andina B.

En los primeros capítulos se presentan una breve descripción de metodologías de valoración, las principales características de la industria de los bebestibles y una descripción de la empresa. Posteriormente, se determina su estructura financiera y tasa de costo de capital. Para finalmente, realizar análisis sobre el comportamiento histórico, indicadores económicos y de preferencia de los consumidores para determinar las tendencias de crecimiento de los ingresos y proyectar el flujo de caja libre que permite obtener el valor de los activos y patrimonio económico.

Mediante el método de Flujo de cajas descontados, con una tasa de costo de capital de 5,28%, se obtiene un valor de los activos de la empresa y patrimonio económico de MUF 104.486 y MUF 76.796, respectivamente. Finalmente, el precio de la acción de Embotelladora Andina S.A. es de \$2.297; 5,42% mayor que el precio disponible a la fecha de valoración de la acción de la Serie B (precio real = \$2,179).

Adicionalmente se hace un análisis de las empresas comparables para realizar una valoración por múltiplos, cuyo resultado arrojó un precio de acción de \$ 2.832, con el múltiplo recomendado para la industria de bebidas Enterprise value to EBITDA, el cual presenta una desviación de 29,95%, respecto al precio de la acción de la Serie B.

1 Metodología

A continuación, se presentan los principales métodos de valoración utilizados en la actualidad.

1.1 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 de flujos de caja descontados y el de múltiplos, el primero es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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.

1.1.1 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 reciben las acciones.

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

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

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:

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

1.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados

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,

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

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.⁴

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, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, 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.

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.

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

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.

1.1.3 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 destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA

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

- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

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

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)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

1 Descripción de la Empresa e Industria

En el presente capítulo se describe la empresa a valorar, Embotelladora Andina S.A., sus principales fuentes de ingresos, rubro y región en donde opera y la evolución que ha tenido la Compañía desde sus inicios.

Junto con, presentar las principales características de la industria en donde opera Embotelladora Andina S.A., la rivalidad entre los competidores y los riesgos a los que están expuestas las empresas del rubro de la industria de bebidas.

1.1 Descripción de la industria

La industria de bebidas se encarga de producir y comercializar productos líquidos bebestibles, de los más diversos tipos, identificando inicialmente dos grandes grupos: bebidas con algún grado alcohólico (cervezas, vinos y licores) y bebidas analcohólicas (gaseosas, néctar y jugos, energéticas, café, aguas saborizadas y agua mineral).

Embotelladora Andina S.A. opera en la industria de bebidas analcohólicas, a través de la comercialización principalmente de productos licenciados por The Coca Cola Company, en todas las categorías de la industria.

Esta industria se caracteriza por presentar una alta rivalidad entre los competidores, destacando en el territorio chileno Embotelladora Andina S.A. y CCU, declarando la primera poseer una participación de mercado de más del 67% en Gaseosas, 38% en Néctares y Jugos y 42% en Aguas (Memoria Anual Embotelladora Andina S.A., 2019). En el territorio brasileño su principal competidor es American Beverage Company (Ambev) productor y distribuidor de cervezas y gaseosas de la marca PepsiCola. En Argentina su principal competidor es Inbev y las marcas de bajo costo Pritty, Manaos y Talca y en Paraguay sus principales competidores son las marcas de bajo costo y la marca local Niko/ De la Costa. En todos los países en donde opera la compañía declara tener más del 60% de la participación en la categoría Gaseosas.

La concentración de la participación de mercado se produce por las altas barreras de entrada, las que involucran una fuerte inversión inicial en infraestructura (plantas y líneas de producción), creación de una imagen de marca (para lograr la penetración en el mercado) y acceso a una robusta cadena logística, centrada en la distribución y almacenamiento, la cual debe asegurar el cumplimiento de los tiempos y compromisos para la comercialización en los distintos canales (Tradicional, horeca y Supermercados).

Factores del entorno tales como el tipo de cambio, vaivén de las economías globales y precio de algunos commodities impactan en la estructura de costos de los productos comercializados asociados a esta industria, debido principalmente a que gran parte de las materias primas e insumos tienen un origen externo, siendo muchas de estas importadas (PET para la elaboración de envases, etiquetas provenientes de China, pulpas de frutas, aluminio de las latas, etc). Por otro lado, el crecimiento económico, ingreso promedio y empleabilidad tienen algún grado de correlación con las ventas, principalmente por no ser productos de primera necesidad.

La legislación vigente juega un rol preponderante en el desarrollo de esta industria, del punto de vista ambiental (Ley REP y aprobación de estudios de impacto ambiental) y consumo masivo (Ley de etiquetado en Chile), destacando en este último el enfoque a reducir el consumo de azúcar en la población. Desde el punto de vista de los impuestos, cabe señalar que las bebidas de fantasía con cierta graduación de azúcar (Brix), en Chile, pagan un impuesto adicional llamado IABA, el cual puede variar entre un 10% y 18% adicional al IVA.

Otro factor relevante que puede tomar gran preponderancia y afectar la estructura de costos de las empresas de este rubro es el cambio climático y la escases y contaminación del agua, insumo esencial para la elaboración de todos los productos. El mal manejo de este bien en el mundo y el deterioro de su calidad debido a la contaminación podría restringir la capacidad productiva, más allá de la capacidad de las líneas de producción de las plantas lo que afectaría a la rentabilidad de operación dado los altos costos fijos que este tipo de industria presentan.

Como escenario hacia el 2020, para la industria de bebidas, el foco principal será la gestión de los costos para lograr márgenes saludables para este tipo de negocios, debido a un escenario político y económico inestable dentro de Latinoamérica, con un volátil tipo de cambio.

1.2 Descripción de la empresa y su historia

En esta sección se describe Embotelladora Andina S.A. y su contexto histórico.

1.2.1 Descripción de la empresa

Embotelladora Andina S.A. es una sociedad anónima abierta con acciones inscritas que se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica de Chile y Bolsa de Corredores de Valparaíso y ADR's listados en la Bolsa de New York.

Esta compañía presenta dos series de acciones, las cuales se diferencian por los derechos políticos y económicos que cada una de ellas presenta.

La Serie A tiene derecho a elegir 12 de los 14 directores de la Compañía, mientras que la serie B, al tener menos derechos políticos, son compensados con un 10% adicional en los dividendos repartidos. Los ADR equivalen a 6 acciones de la Compañía.

	Ficha Resumen
Razón Social	Embotelladora Andina S.A.
Rut	91.144.000-8
Nombre Comercial	Coca Cola Andina
Nemotécnico	Chile: Andina A; Andina B USA: AKO-A, AKO-B (cada ADR equivale a seis acciones comunes)
Industria	Bebestibles
País de Operación	Argentina, Brasil, Chile y Paraguay

Tabla 1: Ficha Resumen
Fuente: Elaboración propia

Está dedicada a la producción y distribución de productos del rubro de los bebestibles en tres grandes categorías: bebidas gaseosas, aguas y jugos y otros. Opera en cuatro países de Latinoamérica: Argentina, Brasil, Chile y Paraguay.

A nivel de volumen vendido, junto a FEMSA y Arca Continental, dos embotelladoras de Coca Cola de origen Mexicano, es una de las tres embotelladoras más grandes de Coca Cola en Latinoamérica y se encuentra en el noveno puesto a nivel mundial, a diciembre del 2019, atendiendo territorios franquiciados con 54,1 millones de habitantes y ventas de 746,4 millones de cajas unitarias. Convirtiéndose al 2019 en el mayor embotellador de Coca Cola en Chile, Argentina y Paraguay y tercero en Brasil.



Ilustración 1: Operación de Embotelladora Andina en la región
Fuente: www.koandina.com

Su principal actividad es la producción y distribución de bebidas de propiedad de The Coca Cola Company (Coca Cola, Fanta, Sprite, entre otras).

1.2.2 Operaciones por País

Coca Cola Andina Chile (Embotelladora Andina Chile S.A.), está encargada de producir y distribuir los productos licenciados por The Coca Cola Company de la categoría gaseosas, distribuir los productos de sus filiales Vital Jugos, Vital Aguas y Envase Central y distribuir y comercializar en su zona franquiciada productos Monster y Ades. Estos productos son comercializados en envases retornables y no retornables de PET, vidrio, latas, tetrapack y jarabe postmix. Además, bajo su unidad de negocios Koolife distribuye otro tipo de productos ligados al rubro de bebestibles.

Es líder en el mercado en la categoría gaseosas junto a las bebidas carbonatadas Coca Cola en sus tres presentaciones: original, zero y light. Opera con cuatro plantas productivas que abastecen las regiones de Antofagasta, Atacama, Coquimbo, Metropolitana, Aysén y Magallanes y las provincias de , San Antonio, Cachapoal.

Coca Cola Andina Argentina (Embotelladora del Atlántico S.A. (EDASA)) produce y comercializa productos licenciados por The Coca Cola Company y en ciertas provincias comercializa cervezas y productos Ades en toda la zona franquiciada.

Con tres plantas productivas en el país, está presente en Mendoza, San Juan, San Luis, Córdoba, Entre Ríos, Santa Fe, La Pampa, Neuquén, Río Negro, Chubut, Santa Cruz, Tierra del Fuego & Oeste de la Provincia de Buenos Aires y es líder con sus productos en las categorías de gaseosas y jugos y otros.

Coca Cola Andina Brasil comercializa productos licenciados de The Coca Cola Company y Heineken. En este país, la Compañía lidera en las categorías gaseosas y jugos y otros, y abastece a las zonas de Río de Janeiro, Espírito Santo, parte de los estados de Sao Paulo y Minas Gerais. Cuenta con dos plantas productivas, la última inaugurada el año 2018 incorporando al sistema tres nuevas líneas de producción para la elaboración y embotellado de productos retornables y no retornables, la que aumentó su capacidad instalada en el país un 30%.

Coca Cola PARESA es el único embotellador de Coca Cola en Paraguay y lidera en el mercado en todas las categorías de producto siendo reconocida como la marca más recordada y preferida por los consumidores por el ranking Top of Mind.

Cabe destacar que, Embotelladora Andina S.A. está inmersa en el modelo de negocios de The Coca Cola Company, en el cual se establecen zonas franquisiadas de operación, en donde las compañías que producen y distribuyen productos de la marca Coca Cola tienen exclusividad de venta y distribución, es decir, no existe competencia entre socios estratégicos. Al ser socio estratégico de The Coca Cola Company se estandariza la forma de medir el volumen vendido utilizando como referencia una caja de 24 unidades de 8 oz correspondiente a 5,678 litros, denominada “caja unitaria” (UC).

1.2.3 Resultados de la operación por País y Categoría

A nivel de resultados, el beneficio generado por la compañía por región de operación, medido por el EBITDA, es aportado en un 70,50% por la operaciones de Brasil y Chile el 2019, quienes en su conjunto contribuye en el 68,93% del total de los ingresos, teniendo un crecimiento global de 4,53%, valor mermado por la fuerte caída del EBITDA de Argentina producto del aumento de los costos operacionales en 1,6% entre el 2018 y 2019 (89,6% el 2018 vs 91,3% el 2019) originado principalmente por el cambio de clasificación del país a economía hiperinflacionaria en el año 2018.

País	Volumen Vendido MM CU	Ingresos MUF	EBITDA MUF	EBITDA/ Volumen MUF/MM CU	Crecimiento EBITDA
Argentina	178	13.940	2.114	11,88	-7,98%
Brasil	259	21.876	4.369	16,87	9,32%
Chile	240	21.510	4.319	17,99	6,87%
Paraguay	69	5.613	1.521	22,04	4,67%

Tabla 2: Indicadores a diciembre 2019

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

Según el EBITDA ajustado por volumen, Paraguay es el país que entrega mayor valor económico por unidad de volumen vendido.

Al clasificar por categoría de productos, a diciembre del 2019, en todas las regiones la categoría que predomina según volumen vendido es Gaseosas, con una participación global del 76,54% del total del volumen vendido por la Compañía.

	Gaseosas	Jugos y otros	Agua	Participación
Argentina	149,52	10,68	17,80	23,86%
Brasil	207,20	41,44	10,36	34,72%
Chile	158,40	36,00	45,60	32,17%
Paraguay	55,89	5,52	7,59	9,25%
Total	571,01	93,64	81,35	
Participación	76,54%	12,55%	10,90%	

Tabla 3: Volumen vendido por categoría de productos en MMCU a diciembre 2019.
Fuente: Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

1.2.4 Filiales

La sociedad que forma Embotelladora Andina S.A. está compuesta por filiales en los cuatro países en donde opera.

- **Chile**

En Chile se cuenta con quince filiales constituidas en el país, las cuales se detallan a continuación:

- **Embotelladora Andina Chile S.A.:** Cuya razón social es fabricar, embotellar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas. Tiene actividad comercial con la sociedad definida como arriendo de infraestructura productiva.
- **Vital Jugos S.A.:** Esta encargada de producir jugos para los embotelladores de Coca Cola en Chile (CocaCola Andina y Embonor). Razón social: Fabricar,

distribuir y comercializar todo tipo de productos alimenticios, jugos y bebestibles.

- **Vital Aguas S.A.:** Esta encargada de producir agua mineral para los embotelladores de Coca-Cola en Chile. Razón Social: Fabricar, distribuir y comercializar toda clase de aguas y bebestibles en general.
- **Servicios Multivending Ltda.:** Presta servicios de comercialización de productos a través de máquinas expendedoras. Razón social: Comercializar productos por medio de utilización de equipos y maquinarias.
- **Transportes Andina Refrescos Ltda.:** Presta a la sociedad servicios de transporte terrestre. Razón social: Prestar servicios de administración y manejo de transporte terrestre nacional e internacional.
- **Transporte Polar S.A.:** Presta servicios de transporte terrestre. Razón social: Transporte de carga en general en el rubro de bebidas y demás mercaderías elaboradas.
- **Envases CMF S.A.:** Es el proveedor de botellas plásticas, preformas y tapas a todo la operación Chile. Razón social: Fabricación y venta de productos de material plástico, y servicios de embotellamiento y envase de bebidas.
- **Envases Central S.A.:** Esta encargada de producir latas y algunos formatos pequeños para los embotelladores de Coca Cola en Chile. Razón social: Producir y envasar toda clase de bebidas, y comercializar todo tipo de envases.
- **Andina Bottling Investments S.A.:** Corresponde a un vehículo de inversión. Razón social: Fabricar, embotellar y comercializar bebidas y alimentos en general. Invertir en otras sociedades.
- **Andina Bottling Investments Dos S.A.:** Corresponde a un vehículo de inversión. Razón social: Efectuar exclusivamente en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles.
- **Inversiones Los Andes Ltda.:** Corresponde a un vehículo de inversión. Razón social: Invertir en todo tipo de bienes muebles o inmuebles por sí o por cuenta de terceros.

- **Andina Inversiones Societarias S.A.:** Corresponde a un vehículo de inversión Razón social: Invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general.
- **Red de Transportes Comerciales Ltda.:** Está encargada de prestar servicios de transporte terrestre y de comercialización de productos. Razón social: Transporte de carga en general en el rubro de bebidas y demás mercaderías elaboradas.
- **Coca Cola del Valle New Ventures S.A.:** Está encargada de producir agua y jugos para los embotelladores de Coca Cola en Chile. Razón social: Fabricar, distribuir y comercializar toda clase de jugos, aguas y bebestibles en general.
- **Comercializadora Novaverde S.A.:** Esta encargada de la venta de jugos, aguas saborizadas, entre otros, a los embotelladores de Coca Cola en Chile. Razón social: Sociedad dedicada al procesamiento y comercialización de frutas, helados, hortalizas y alimentos en general, bajo la marca Guallarauco.

Filial	Propiedad
Embotelladora Andina Chile S.A.	100%
Vital Jugos S.A.	65%
Vital Aguas S.A.	66,5%
Servicios Multivending Ltda.	100%
Transportes Andina Refrescos Ltda.	100%
Transporte Polar S.A.	100%
Envases CMF S.A.	50%
Envases Central S.A.	59,27%
Andina Bottling Investments S.A.	100%
Andina Bottling Investments Dos S.A.	100%
Inversiones Los Andes Ltda.	99,99%
Andina Inversiones Societarias S.A.	99,99%
Red de Transportes Comerciales Ltda.	100%
Coca Cola del Valle New Ventures S.A.	35%
Comercializadora Novaverde S.A.	35%

Tabla 4: Participación de Embotelladora Andina S.A. en la propiedad de las filiales chilenas.
Fuente: Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

- **Argentina**

Se cuenta con tres filiales constituidas en el país, las cuales se detallan a continuación:

- **Embotelladora del Atlántico S.A.:** es el Embotellador de Coca Cola en Argentina. Razón social: Fabricar, embotellar y comercializar bebidas no alcohólicas. Elaborar, fabricar, embotellar y vender cualesquiera otra bebida y derivados.
- **Andina Empaques Argentina S.A.:** Es el proveedor de botellas plásticas y preformas para el envazado de los productos en la embotelladora del país. Razón social: Diseñar, fabricar y comercializar productos plásticos principalmente envases.
- **Alimentos de SOJA S.A.:** Es la encargada de producir productos en base a soja para los embotelladores de Coca Cola en Argentina. Razón social: Dedicarse por cuenta propia, de terceros o asociada a terceros, en esta República o en el extranjero, a las actividades de elaboración, comercialización, importación, exportación, transformación, fraccionamiento, envase, distribución de productos alimenticios para consumo humano y bebidas en general y sus materias primas y sus respectivos productos conexos y subproductos, en sus distintas etapas y procesos.

Filial	Propiedad
Embotelladora del Atlántico S.A.	99,99%
Andina Empaques Argentina S.A.	99,98%
Alimentos de SOJA S.A.	14,31%

Tabla 5: Participación de Embotelladora Andina S.A. en la propiedad de las filiales argentinas.
Fuente: Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

- **Brasil**

Se cuenta con siete filiales constituidas en el país, las cuales se detallan a continuación:

- **Rio de Janeiro Refrescos Ltda.:** Es uno de los embotelladores de Coca Cola en Brasil. Razón social: Fabricar y comercializar bebestibles en general, refrescos en polvo y otros productos semielaborados relacionados.
- **Leão Alimentos e Bebidas Ltda.:** Esta encargado de producir productos sensibles para los embotelladores de Coca Cola en Brasil. Razón social: Fabricar y comercializar alimentos, bebestibles en general y concentrado de bebidas. Invertir en otras sociedades.
- **Sorocaba Refrescos S.A.:** Es uno de los embotelladores de Coca Cola en el país. Razón social: Fabricar y comercializar alimentos, bebestibles en general y concentrado de bebidas. Invertir en otras sociedades.
- **Kaik Participações Ltda.:** Corresponde a un vehículo de inversión. Razón social: Invertir en otras sociedades con recursos propios.
- **Trop Frutas do Brasil Ltda.:**Esta encargado de producir productos para los embotelladores de Coca Cola en el país. Razón social: Fabricar, comercializar y exportar pulpa de fruta natural y agua de coco.
- **SRSA Partipações Ltda.:** Es una sociedad de apoyo al giro encargada de las inversiones inmobiliarias. Razón social: Compra y venta de inversiones inmobiliarias y de gestión de la propiedad.
- **UBI 3 Participações Ltda.:** Esta encargada de producir productos en base a soja para los embotelladores de Coca Cola en Brasil. Razón social: Invertir en otras sociedades con recursos propios. Compra y venta de inversiones inmobiliarias y de gestión de la propiedad.

Filial	Propiedad
Rio de Janeiro Refrescos Ltda.	99,99%
Leão Alimentos e Bebidas Ltda.	10,26%
Sorocaba Refrescos S.A.	40,00%
Kaik Participações Ltda.	11,32%
Trop Frutas do Brasil Ltda.	7,52%
SRSA Partipações Ltda.	40,00%

UBI 3 Participações Ltda.	8,50%
---------------------------	-------

Tabla 6: Participación de Embotelladora Andina S.A. en la propiedad de las filiales brasileñas.
Fuente: Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

- **Paraguay**

En Paraguay existe solo una filial de Embotelladora Andina S.A.

- **Paraguay Refrescos S.A.:** Es el embotellador de Coca Cola en Paraguay.
Razón social: Elaborar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas carbonatadas y no carbonatadas.

Filial	Propiedad
Paraguay Refrescos S.A.	97,83%

Tabla 7: Participación de Embotelladora Andina S.A. en la propiedad de las filiales paraguayas.
Fuente: Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

- **Otras Filiales**

La sociedad cuenta con dos sociedades de inversion constituidas en las Islas virgenes británicas.

- **Abisa Corp.:** Razón social: Invertir en instrumentos financieros, por cuenta propia o a nombre de terceros.
- **Aconcagua Investing Ltda.:** Razón social: Invertir en instrumentos financieros, por cuenta propia o a nombre de terceros.

Filial	Propiedad
Abisa Corp.	100,00%
Aconcagua Investing Ltda.	99,99%

Tabla 8: Participación de Embotelladora Andina S.A. en la propiedad de las filiales en Islas virgenes británicas.
Fuente: Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

1.2.5 Reseña histórica

En 1941, The Coca Cola Company concedió la licencia para producir bebidas gaseosas de la marca Coca Cola en Chile a una sociedad privada comenzando su producción en 1943, aunque en 1946 esta dejó de participar en el contrato y en ese mismo año un grupo de inversionistas chilenos y norteamericanos formaron Embotelladora Andina S.A., el cual pasó a tener la licencia exclusiva de producción, distribución y comercialización de los productos de TCC.

En 1955 la Cía., se abrió a la posibilidad de incorporar capital empezando a cotizar en la bolsa de valores de Santiago.

Para los sesenta, comienza su expansión inaugurando una nueva planta en Santiago y realizando compras de embotelladoras localizadas en otras regiones del país, iniciando con la compra del 46 % de la Embotelladora Concepción llegando a ser dueños del 91% hacia 1974. Entre 1975 y 1978 se adquiere el 80% de la propiedad de Embotelladora Talca. Ese mismo año, el holding compra las termas minerales de Chanqueahue en Rengo y la marca Agua Mineral Vital iniciando las actividades de su planta al año siguiente.

En 1980 se lanza al mercado la botella PET de dos litros, ingresando el plástico a la familia de envases de la marca y en 1981 se introduce el envase Plastishield no retornable, el más moderno de su época. Otro hito de la década de los 80' es el lanzamiento al mercado de las bebidas Sprite Light y Coca Cola Diet.

En 1982 Embotelladora Andina S.A. focaliza su negocio en la región metropolitana y vende sus licencias de TCCC para la mayoría de las áreas fuera de la región dejando de ser el único embotellador de productos de la marca Coca Cola en Chile.

En 1992 se establece una sociedad de Embotelladora Andina S.A, Vital, dedicada a la producción de aguas y jugos.

En 1994 comienza a operar en la Bolsa de Nueva York (NYSE) colocando más de 7 millones de ADR, y recaudando US\$127 millones. Ese mismo año el holding expande sus fronteras a Brasil adquiriendo la franquicia de Rio de Janeiro Refrescos, y entre los años 1995 y 1996 adquiere las empresas Embotelladora del Atlántico S.A., INTI, CIPET y CICAN para penetrar al mercado argentino. Ese último año vende el 49% de participación de Vital S.A y sus marcas propias Kapo, Andina y Vital a “The Coca Cola Company” y esta última pasa a ser propietario del 11% de las acciones de la Compañía.

En 1996 los accionistas de la Sociedad aprobaron la reclasificación de las Acciones Ordinarias en dos series de acciones, Serie A y Serie B. Estas dos series de acciones se diferencian principalmente por sus derechos a voto y derechos económicos. De esta forma, luego de la modificación de estatutos de fecha 25 de junio de 2012 que aumentó el número de directores de la Compañía de 7 a 14 – eliminando al mismo tiempo la existencia de directores suplentes- los tenedores de las Acciones Serie A tienen pleno derecho a voto y eligen 12 de 14 directores, y los tenedores de las Acciones Serie B no tienen derecho a voto, a excepción del derecho a elegir dos de los 14 directores. Además, los tenedores de las Acciones Serie B tienen derecho a un dividendo superior en un 10% a cualquier dividendo declarado de las Acciones Serie A.

En los siguientes dos años, en 1998, Embotelladora Andina S.A., recompra el 49% de Vital, no así las marcas anteriormente vendidas. Al mismo tiempo, TCCC compró las fuentes de agua mineral de Vital ubicadas en Chanqueahue, 80 millas al sur de Santiago, en los alrededores de Rengo. Como parte de la transacción, el contrato de embotellador de Vital fue sustituido por un contrato de embotellador de jugo con Minute Maid International Inc., así como un nuevo acuerdo de embotellador de agua mineral con TCCC. La negociación implicó el término del Pacto de Accionistas de 1995 entre la Sociedad y TCCC respecto de la propiedad de Vital. La reestructuración del negocio de aguas y jugos en Chile reforzó la dedicación de la Sociedad a la producción de bebidas, aguas y jugos. En 2005, se reestructuró el negocio de producción y envasado de aguas, jugos y bebestibles no gaseosos licenciados por TCCC en Chile. Vital Aguas S.A. (“VASA”) fue creada con el propósito de desarrollar el negocio de procesamiento, producción y envasado de Agua Mineral de Chanqueahue Vital y otras aguas. Por su

parte, Vital S.A. está enfocada en el desarrollo de jugos y bebestibles no gaseosos. Para tales efectos Embotelladora Andina S.A., Embonor S.A. y Embotelladora Coca-Cola Polar S.A., participan en la propiedad de VASA, con un 56,5%, 26,4% y un 17,1% respectivamente. En enero de 2011, se procedió a reestructurar el negocio de producción de jugos, permitiendo la incorporación de los otros embotelladores de Coca-Cola en Chile a la propiedad de Vital S.A., la cual cambió su nombre a Vital Jugos S.A. La propiedad de dicha empresa quedó de la siguiente forma: Andina 57%, Embonor S.A. 28%, y Embotelladora Coca-Cola Polar S.A. 15%. Producto de la fusión llevada a cabo a fines de 2012 por Embotelladora Coca-Cola Polar S.A. y Embotelladora Andina S.A. fue modificada la estructura propietaria de ambas empresas a contar de noviembre de 2012, quedando de la siguiente forma en Vital Jugos: Andina Inversiones Societarias (AIS) 55%, Embonor S.A. 35% y Embotelladora Andina S.A. 15%. En VASA la propiedad quedó de la siguiente forma: Embotelladora Andina S.A. 66,5% y Embonor S.A. 33,5%.

El 2011 empieza la operación de su nueva planta en Renca, Santiago y el año 2012 ingresa al mercado paraguayo producto de la fusión con Coca-Cola Polar S.A.

El 30 de marzo de 2012, después de completados los procedimientos relacionados con las diligencias de compra, la Compañía firmó un acuerdo de promesa de fusión con Embotelladoras Coca-Cola Polar S.A. ("Polar"). Polar era también un embotellador de productos de TCCC, y mantenía operaciones en Chile, Argentina y Paraguay. En Junta General Extraordinaria de Accionistas de Embotelladora Andina S.A. celebrada con fecha 25 de junio de 2012, se aprobó la fusión por absorción de Embotelladoras Coca Cola Polar S.A. y Embotelladora Andina S.A. Con fecha 28 de septiembre de 2012 Embotelladora Andina S.A. y Embotelladoras Coca-Cola Polar S.A. suscribieron la escritura pública de materialización de la fusión de sus operaciones, en la cual declararon materializada y perfeccionada dicha fusión con fecha 1 de octubre del 2012. Esta operación se materializó a través de una fusión por absorción y el intercambio de nuevas acciones emitidas por Embotelladora Andina S.A., a una razón de 0,33268606071 acciones de Andina Serie A y 0,33268606071 acciones de Andina Serie B por cada acción de Embotelladoras Coca Cola Polar S.A. El proceso final de canje de acciones se llevó a cabo el día 16 de octubre del 2012.

En septiembre de 2013, Embotelladora Andina S.A. realizó una emisión de UF 5.000.000 en bonos a 7 y 21 años en el mercado chileno para refinanciamiento de pasivos.

Ese mismo año, compra la sociedad brasilera Compañía de Bebidas Ipiranga, echo aprobado el 18 de junio y materializado en un contrato de compra venta firmado el 10 de julio del 2013 del mismo año por la junta directiva. Con esta compra Embotelladora Andina S.A., suma a los territorios franquiciados Sao Paulo y Minas Gerais.

Luego de las aprobaciones de la transacción por parte de TCCC y el Consejo Administrativo de Defensa Económica de Brasil, con fecha 11 de octubre de 2013 la filial brasilera Rio de Janeiro Refrescos Ltda. materializó la adquisición del 100% de las acciones de Compañía de Bebidas Ipiranga. El precio de la compraventa fue de MR\$1.155.446 (equivalentes a M\$261.244.818) y fue pagado por Rio de Janeiro Refrescos Ltda. al contado.

La transacción se financió a través de la emisión de un bono en el mercado internacional en octubre de 2013 por US\$ 575 millones.

Con fecha 1 de diciembre de 2013, Rio de Janeiro Refrescos Ltda. absorbió legalmente Ipiranga.

Esta adquisición consolida a Embotelladora Andina S.A. como uno de los principales embotelladores de Coca Cola en Latinoamérica, con operaciones en Argentina, Brasil, Chile y Paraguay.

Para el 2017 el Sistema Coca Cola de Latinoamérica compra a Unilever el negocio de bebidas en base a proteína vegetal ADES. Y el año 2018 comienza a distribuir las bebidas alcohólicas del grupo Diageo y en conjunto el sistema Coca Cola en Chile (Embotelladoras Andina S.A. y Embonor S.A.) hace compra del 100% de Novaverde S.A., junto a su marca Guallarauco.

1.3 Regulación y fiscalización

Embotelladora Andina S.A., al ser emisor de valores en Chile y Estados Unidos, es fiscalizada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Comisión de Valores e Intercambio de los Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)).

A nivel de su operación Embotelladora Andina S.A. debe seguir las normas gubernamentales de cada país en ámbitos laborales, de salud pública, protección al consumidor, protección al medio ambiente, colusión, antimonopolio y libre competencia, entre otras, y es fiscalizada por las entidades a cargo de cada regulación.

En Chile las plantas y los productos elaborados son regularmente inspeccionadas por las SEREMI de Salud y al producir agua mineral está sujeta a regulaciones especiales para producir este tipo de productos solo en la fuente de origen, estando a cargo de su certificación el Servicio de Salud Metropolitano del Ambiente.

La regulación de Brasil establece que los productores de alimentos y bebidas deben registrar todos sus productos y recibir un permiso, con vigencia de 10 años, por el Ministerio de Agricultura y Aprovechamiento y del Ministerio de Salud.

En Argentina se exigen licencias para la elaboración y distribución de bebidas gaseosas dentro del territorio, para lo cual se deben registrar las Compañías en los registros nacionales de establecimiento alimenticio y de producto alimenticio. Las plantas son fiscalizadas por las por las agencias municipales de salud.

En Paraguay los productores de alimentos y bebidas deben registrar sus plantas y productos en el Ministerio de Salud, el cual está encargado de fiscalizar las plantas y productos en el mercado y en términos medioambientales las industrias deben contar con una licencia extendida por la Secretaria del Medio Ambiente, encargado de velar por el cumplimiento de este tipo de leyes.

1.4 Principales accionistas

La propiedad de la Compañía se encuentra distribuida entre un grupo controlador, formado en partes iguales por cinco familias chilenas; Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía, con el 43,0% de la participación accionaria, The Coca Cola Company propietaria del 7,3% y un 49,7% en manos de las Administradoras de Fondos de Pensiones, accionistas minoritarios y accionistas en el extranjero (ADR).

Tabla 9:

	Acciones	% Propiedad
Grupo Controlador	406.505.843	43,00%
Otros	340.283.287	35,90%
Coca Cola	69.348.241	7,30%
AFP	108.019.189	11,40%
ADR	22.414.044	2,40%
Total	946.570.604	100,00%

Distribución de la propiedad de la Compañía
Fuente: Memoria Anual Embotelladora Andina S.A. 2019.

Los 12 principales accionistas concentran el 63,4% de las acciones totales (Serie A y Serie B) suscritas y pagadas, de los cuales 6 fondos de inversión pertenecen al grupo controlador: Inversiones Cabildo SPA, Inversiones SH Seis Limitada, Inversiones El Olivillo Limitada, Inversiones Nueva Delta S.A., Inversiones Nueva Sofía Ltda., Inversiones Playa Amarilla SPA, Inversiones Los Robles Limitada.

Accionistas	Serie A	Serie B	Total	Participación
--------------------	----------------	----------------	--------------	----------------------

			Acciones Suscritas	
Inversiones Cabildo SPA	52.987.375	49.650.863	102.638.238	10,84%
Inversiones SH Seis Limitada	52.989.375	37.864.863	90.854.238	9,60%
Coca Cola de Chile S.A.	67.938.179	0	67.938.179	7,18%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros	26.109.840	33.172.846	59.282.686	6,26%
Banco Santander - JP Morgan	9.439.722	42.056.015	51.495.737	5,44%
Inversiones El Olivillo Limitada	46.426.645	0	46.426.645	4,90%
Inversiones Nueva Delta S.A.	46.426.645	0	46.426.645	4,90%
Banco Itaú por cuenta de Inversionistas	13.955.137	32.449.429	46.404.566	4,90%
Inversiones Nueva Sofía Ltda.	2.985.731	25.678.583	28.664.314	3,03%
The Bank of New York Mellon	2.461.146	19.952.898	22.414.044	2,37%
Inversiones Playa Amarilla SPA.	13.513.594	8.513.594	22.027.188	2,33%
Inversiones Los Robles Limitada	9.788.363	6.638.363	16.426.726	1,74%
Total	345.021.752	255.977.454	600.999.206	63,49%

Tabla 10: Principales Accionistas
Fuente: Memoria Anual 2019 de Embotelladora Andina S.A.

1.5 Empresas de la industria: Comparables

Dentro de las empresas comparables se pueden encontrar otros socios estratégicos de The Coca Cola Company como Embonor, FEMSA y Arca Continental, y competidores como CCU y Ambev.

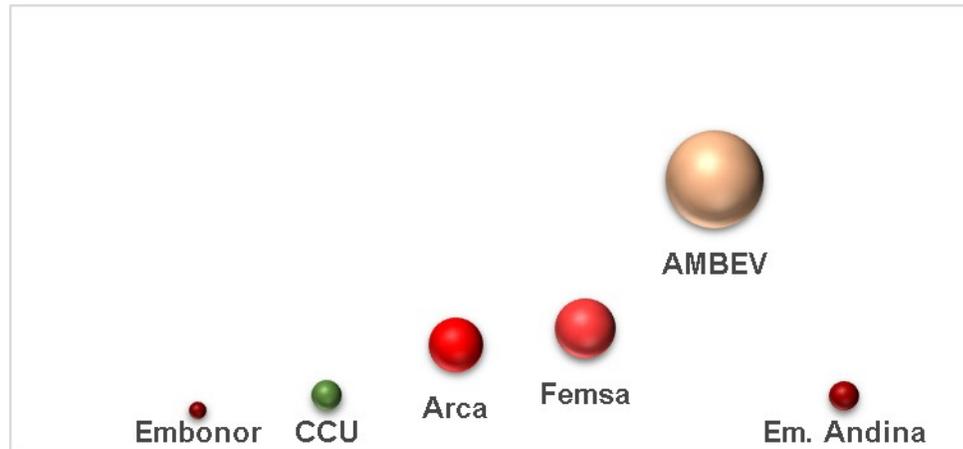


Ilustración 2: Tamaño Comparables según EBITDA 2019.
Fuente: Memoria Anual del 2019 de cada Cía.

A continuación, se presenta una breve descripción de las empresas comparables y los negocios en los que están inmersos.

- **EMBONOR S.A.**

Coca Cola Embonor es una sociedad anónima abierta. El grupo controlador, a cargo de la familia Vicuña, posee el 50,67% de las acciones de la compañía a diciembre del 2019. En 1962 comienza su operación como Embotelladora Arica, encargada de la producción, embotellado y distribución de los productos de la marca Coca Cola en las ciudades de Arica e Iquique, en 1995 ingresa al mercado boliviano con la compra de la franquicia y activos de Embotelladoras Bolivianas Unidas (EMBOL) y expandió su operación en el territorio nacional con la compra de Embotelladoras Williamson Balfour S.A. (plantas de Viña del Mar, Talca, Concepción, Temuco y Puerto Montt en Chile) en el año 1999. Desde 1999 al 2004 estuvo presente en el mercado peruano al comprar las operaciones de embotellado de Inchcape plc. vendiendo ese último año las operaciones en Perú para concentrar el desarrollo de las operaciones en Chile y Bolivia, estando presente en ambos países hasta la actualidad.

Los principales negocios de Embonor son bebidas gaseosas, aguas, bebidas no carbonatadas (jugos néctar), bebidas isotónicas y energizantes y otros. El total EBITDA

de la Cía., para el 2019 fue de MUF 4.063 (\$115.034 MMCLP) distribuido de la siguiente manera:

- Bebidas gaseosas: EBITDA Aprox., MUF 3.142 (\$88.949 MMCLP) equivalente al 77,33% de participación del volumen vendido.
- Aguas: EBITDA Aprox., MUF 513 (\$14.521 MMCLP) equivalente a 12,62% de participación del volumen vendido.
- Bebidas no carbonatadas y otros (principalmente néctares): EBITDA Aprox., MUF 408 (11.564 MMCLP) equivalente a 10,05% de participación del volumen vendido.

Nombre de la Empresa	Coca-Cola Embonor S.A.
Ticker o Nemotécnico	Embonor
Clase de Acción	Series A Serie B (Acciones preferentes hasta 2050)
Derechos de cada Clase	Serie A: Tiene derecho a elegir 6 directores titulares de la sociedad y sus respectivos suplentes. Serie B: Tiene derecho a: elegir 1 director de la sociedad, recibir dividendos aumentados en un 5% respecto a los recibidos por la serie A, convocar juntas ordinarias o extraordinarias cuando los solicitantes representen a lo menos el 5% de las acciones de la serie y a convocar juntas extraordinarias cuando el solicitante sea el director designado.
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas sin alcohol

Tabla 11: Ficha Comparable: Embonor S.A.
Fuente: Memoria Anual 2019 Embonor S.A.

- **Compañía Cervecerías Unidas S.A.**

CCU es una sociedad anónima abierta chilena. Sus principales accionistas son Quiñenco S.A., holding de la familia Luksic, y Heineken Chile Ltda., quienes controlan

el 60% de la compañía en partes iguales a través de Inversiones y Rentas S.A. (IRSA). En 1902 nace de la fusión de la cervecera de Plagemann, la Fábrica de Cerveza de Limache y la Fábrica de Cerveza y Hielo de Gubler y Cousiño. Actualmente produce y vende cerveza alcohólica y no alcohólica bajo marcas propias y con licencia y opera en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay. La Compañía también exporta sus productos a mercados internacionales como Europa, América Latina, Estados Unidos, Canadá, Asia y Oceanía.

La compañía define tres segmentos de operación dependiendo de la zona geográfica en donde opera, con un EBITDA total para el 2019 de MUF 12.425 (\$351.764 MMCLP).

- Chile, contempla bebidas no alcohólicas, licores y Unidades Estratégicas de Servicio (“UES”) en el mercado chileno, presenta para el 2019 EBITDA de MUF 9.422 (\$266.731MMCLP), equivalente al 75,83% del total EBITDA de la Cía.
- Negocios Internacionales, engloba la cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay, con EBITDA de MUF 1.651 (\$46.730 MMCLP), equivalente al 13,28% del total EBITDA de la Cía.
- Vinos que contempla el mercado doméstico, en Chile y Argentina, y exportación a más de 80 países, aportando a la Cía., EBITDA de 1.353 (\$38.303 MMCLP), equivalente al 10,89% del total.

Nombre de la Empresa	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Ticker o Nemotécnico	CCU
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Acciones Comunes ADR: Equivalente a 2 acciones comunes Las acciones no presentan derechos preferenciales.
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores de Nueva York
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas y cervezas

Tabla 12: Ficha Comparable: Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Fuente: Memoria Anual 2019 CCU

- **ARCA Continental**

Es una empresa mexicana dedicada a la producción, distribución y venta de bebidas no alcohólicas de las marcas de The Coca-Cola Company y snack salados bajo las marcas Bokados en México, Inalecsa en Ecuador y Wise y Deep River en los Estados Unidos. Es el segundo embotellador de la franquicia de Coca Cola más grande de Latinoamérica y opera en la región norte y occidente de México, Ecuador, Perú, la región norte de Argentina y la región suroeste de Estados Unidos.

El total EBITDA de la Compañía, para el 2019, fue de MUF 41.942 (\$30.403 MM MXN⁶).

Nombre de la Empresa	ARCA Continental, S.A.B. de C.V.
Ticker o Nemotécnico	AC
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Acciones Comunes
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa Mexica de valores
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas sin alcohol

Tabla 13: Ficha Comparable: ARCA Continental
Fuente: Memoria Anual 2019 ARCA Continental, S.A.B. de C.V.

- **Coca Cola FEMSA**

Es una empresa mexicana que produce, comercializa, vende y distribuye bebidas de la marca Coca Cola. Es la embotelladora de la franquicia más grande del mundo. Opera en México, Guatemala, Nicaragua, Costa Rica, Panamá, Colombia, Brasil, Argentina, Venezuela y Uruguay.

El total EBITDA de la Compañía a diciembre del 2019 fue de MUF 51.247 (\$37.148 MM MXN).

Los principales segmentos de Coca Cola Femsa son:

⁶ Cambio al 31 de diciembre del 2019. 1 MXN = 39.0548 CLP
Fuente: <https://es.exchangerates.org.uk/historia/MXN-CLP.html>

- Bebidas gaseosas: EBITDA Aprox., MUF 40.178 (\$29.124 MM MXN) equivalente al 78,40% de participación respecto al volumen vendido.
- Bebidas no carbonatadas: EBITDA Aprox., MUF 3.254 (\$2.359 MM MXN) equivalente al 6,35% de participación respecto al volumen vendido.
- Aguas y Otros: EBITDA Aprox., MUF 7.815 (\$5.665 MM MXN) equivalente al 15,25% de participación respecto al volumen vendido.

Nombre de la Empresa	Coca Cola FEMSA
Ticker o Nemotécnico	KOF (NYSE) KOFUBL (BMV)
Clase de Acción	Serie B Serie L
Derechos de cada Clase	Serie B: Tiene derecho a voto en cualquier junta ordinaria o extraordinaria, elegir por lo menos 11 miembros del consejo de administración de la Compañía Serie L: Tienen derecho a voto limitado, elegir 5 miembros del consejo de administración de la Compañía y un premio en el dividendo de 25% por sobre el dividendo de la serie B.
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Valores de Nueva York Bolsa Mexicana de Valores
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas sin alcohol

Tabla 14: Ficha Comparable: Coca Cola FEMSA
Fuente: Resultados 4T2019 Coca Cola FEMSA

- **American Beverage Company (“Ambev”)**

Cervecera brasileña y mayor embotellador de PepsiCo fuera de Estados Unidos. Vende y distribuye productos de PepsiCo en Brasil y otros países latinoamericanos.

El total EBITDA de Ambev el 2019 fue de MUF 137.393 (\$21.147⁷ MBRL) y opera a través de cuatro segmentos:

⁷ Cambio al 31 de diciembre del 2019. 1 BRL = 183,9316 CLP
Fuente: <https://es.exchangerates.org.uk/historia/BRL-CLP.html>

- Brasil, cuyo EBITDA Aprox., fue de MUF 76.267 (\$11.738 MBRL), equivalente a 55,51% del negocio.
- CAC (América central y el caribe), cuyo EBITDA Aprox., fue de MUF 19.249 (\$2.962 MBRL), equivalente al 14,01% del negocio.
- LAS (América del Sur), EBITDA Aprox., de MUF 28.521 (\$4.390 MBRL), equivalente al 20,75% del negocio.
- Canadá: EBITDA Aprox., de 13.982 (\$2.057 MBRL), equivalente al 9,73% del negocio.

Nombre de la Empresa	American Beverage Company (“Ambev”)
Ticker o Nemo-técnico	ABEV (NYSE) ABEV3.SA (SAO)
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Valores de Nueva York Bolsa de Valores de Sao Paulo
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas y cervezas

Tabla 15: Ficha Comparable: AMBEV
Fuente: Reporte Anual de sustentabilidad de AMBEV 2019

2 Descripción del Financiamiento de la Empresa y Estructura de Capital

En el siguiente capítulo se describe la composición del financiamiento de Embotelladora Andina S.A.

2.1 Deuda financiera

La Deuda Financiera de la Compañía está compuesta principalmente por obligaciones con Bancos en Chile (UF y CLP), Argentina (pesos Ar.) y Brasil (reales) a corto plazo, y a largo plazo con bancos de Chile (UF) y Brasil (reales) por un plazo de hasta 4 años, y obligaciones con el público, Bonos emitidos en Chile (UF) y Estados Unidos (USD).

Además, engloba depósitos en garantías por envases, los que corresponden a abonos entregados por los clientes a cambio de las botellas retornables y cajas que la Compañía les entrega para operar, monto que deberá ser devuelto al momento que los clientes retornen los productos, y obligaciones por contratos de arriendo e instrumentos derivados. Los últimos son contratados por la Compañía con dos fines: 1) Redenominar la deuda contraída por la Compañía en moneda y tasa en dólares a moneda y tasa en reales, a través de un Cross Currency Swap, debido a que la emisión de la deuda en dólares fue usada en la inversión de compra de una embotelladora de Brasil y 2) Futuros para asegurar el tipo de cambio en las compras de las materias primas futuras, principalmente denominadas en dólares.

Estas obligaciones contraídas con terceros, que devengan intereses, se agrupan en las partidas contables Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros No Corrientes, dependiendo del plazo de materialización del pasivo, cuyos valores, para los últimos cinco años, se detallan en la siguiente tabla:

	2015	2016	2017	2018	2019
Otros Pasivos Financieros Corrientes					
Obligaciones con bancos	936	782	1.174	782	51
Obligaciones con el público, neto	751	1.014	752	750	763
Depósitos en garantía por envases	634	510	517	444	394
Obligaciones por contratos a futuro	4	47	17	5	13
Obligaciones por arrendamiento	103	106	77	56	212
Total	2.428	2.459	2.537	2.036	1.434
Otros Pasivos Financieros No Corrientes					
Obligaciones con bancos	1.180	673	487	88	32
Obligaciones con el público, neto	28.015	26.024	24.189	25.406	25.396
Obligaciones por arrendamiento	666	689	540	501	828
Total	29.861	27.386	25.217	25.995	26.257

Tabla 16: Otros Pasivos Financieros de Embotelladora Andina S.A. (MUF)
Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Finalmente, la deuda financiera necesaria para determinar la estructura de capital que presenta la Compañía corresponde a la suma de las cuentas contables Otros Pasivos Financieros Corrientes y Otros Pasivos Financieros No Corrientes.

	2015	2016	2017	2018	2019
Otros Pasivos Financieros (corriente)	2.428	2.459	2.537	2.036	1.434
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	29.861	27.386	25.217	25.995	26.257
DEUDA FINANCIERA (B)	32.288	29.846	27.754	28.030	27.691

Tabla 17: Deuda Financiera de Embotelladora Andina S.A.(MUF)
Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Esta deuda financiera, en los últimos cinco años, se ha concentrado en promedio en un 93% en deuda a largo plazo y en su composición predomina la deuda asociada a obligaciones con el público (bonos), la cual a diciembre del 2019 representa el 94% del total de la deuda financiera de la Compañía.

2.1.1 Bonos

Para financiar las actividades de crecimiento Embotelladora Andina S.A. ha recurrido a financiamiento público, emitiendo bonos nacionales e internacionales. En la siguiente tabla se resumen las emisiones vigentes al 31.12.2019:

Bono	Mercado
<u>Bandi-B1</u>	Nacional
<u>Bandi-B2</u>	Nacional
<u>Bandi-C</u>	Nacional
<u>Bandi-D</u>	Nacional
<u>Bandi-E</u>	Nacional
<u>Bandi-F</u>	Nacional
<u>Bekop-C</u>	Nacional
<u>Bono USA</u>	Internacional

Tabla 18: Bonos vigentes Embotelladora Andina SA

El mayor endeudamiento la Compañía lo mantiene en Bonos Locales emitidos a tasa fija con un monto vigente de UF16.512 al 31 de diciembre del 2019 y mantiene la totalidad de sus obligaciones de deuda denominada a tasa fija con el fin de evitar las fluctuaciones en los gastos financieros producto de un alza en las tasas de interés. Esto hace que su riesgo financiero de tasa de interés esté acotado al nuevo endeudamiento.

De los Bonos Locales, el Bono Bekop-C fue asumido como deuda propia producto de la fusión entre Embotelladoras Coca Cola Polar S.A. y Embotelladora Andina S.A. llevada a cabo el 1° de octubre de 2012.

Con el fin de comprar su segunda embotelladora en Brasil, la Compañía de Bebidas Ipiranga, el año 2013 se emitió deuda en el mercado internacional mediante un Bono 144A/RegS a tasa fija por un monto US\$575 millones, para el cual se realizó un prepago parcial en octubre de 2018 por US\$210 millones, quedando una deuda vigente a diciembre del 2019 por de US\$365 millones, el cuál ha sido redenominado mediante contratos financieros derivados Cross Currency Swap a BRL.

El prepago al bono extranjero se financió con la emisión del bono Bandi F en el mercado local por UF 5,7 millones con vencimiento el 2039 y devengando una tasa de interés anual de 2,83%.

En general, los bonos no son garantizadas, aunque contemplan covenants, descritos en los prospectos de emisión, que requieren que la Compañía les haga seguimiento.

		Observaciones
Bono	Serie B	
Nemotécnico	BANDI-B1	
Fecha de Emisión	01-06-2001	
Valor Nominal (VN o D)	UF 800.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	01-06-2026	
Tipo de Bono	Francés	
Tasa Cupón (k_d)	6,50%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	8 años	
Motivo de la Emisión	Financiamiento de futuras adquisiciones de participaciones en sociedades, que operen dentro de América del Sur, cuyo giro esté relacionado al objeto social del Emisor, o en el financiamiento de otras inversiones vinculadas directa o indirectamente a dicho objeto.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: Fitch	Clasificación: AA-
	Clasificadora: Feller	Clasificación: AA
	Clasificadora: CCR	Clasificación: AA-
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	6,54%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 12-07-2001
		Precio: 95,45
		Spread: 1,30%
		TIR: 6,97%
		Cant.: UF 950.000
		Monto CLP: 14.362.958.976
		Bono transado: Bajo la Par
	Última transacción	Fecha: 20-12-2019
		Precio: 116,59
		Spread: 1,93%
		TIR: 1,67%
		Cant.: UF 1.000
		Monto CLP: 16.924.630
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 19: Parámetros Bono Bandi B1
Fuente: Prospecto de Emisión y plataforma Riskamerica

		Observaciones
Bono	Serie B	
Nemotécnico	BANDI-B2	
Fecha de Emisión	01-06-2001	
Valor Nominal (VN o D)	UF 2.900.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	01-06-2026	
Tipo de Bono	Francés	
Tasa Cupón (k_d)	6,50%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	8 años	
Motivo de la Emisión	Financiamiento de futuras adquisiciones de participaciones en sociedades, que operen dentro de América del Sur, cuyo giro esté relacionado al objeto social del Emisor, o en el financiamiento de otras inversiones vinculadas directa o indirectamente a dicho objeto.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: Fitch	Clasificación: AA-
	Clasificadora: Feller	Clasificación: AA
	Clasificadora: CCR	Clasificación: AA-
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	6,54%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 12-07-2001
		Precio: 95,63
		Spread: 1,28%
		TIR: 6,95%
		Cant.: UF 3.330.000
		Monto CLP: 51.386.200.064
		Bono transado: Bajo la Par
	Última transacción	Fecha: 16-12-2019
		Precio: 117,72
		Spread: 1,56%
		TIR: 1,40%
		Cant.: UF 180.000
		Monto CLP: 3.072.609.710
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 20: Parámetros Bono Bandi B2
Fuente: Prospecto de Emisión y plataforma Riskamerica

Observaciones

Bono	Serie C	
Nemotécnico	BANDI-C	
Fecha de Emisión	16-08-2013	
Valor Nominal (VN o D)	UF 2.000.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	16-08-2020	
Tipo de Bono	Alemán	
Tasa Cupón (k_d)	3,50%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	3 años	
Motivo de la Emisión	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos y/u otros fines corporativos del Emisor y/o sus Filiales. Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie C se destinarán aproximadamente en un 50% al refinanciamiento de pasivos de corto plazo del Emisor y aproximadamente en un 50% al financiamiento de otros fines corporativos del Emisor.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: Fitch	Clasificación: AA+
	Clasificadora: ICR	Clasificación: AA+
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	3,28%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 04-09-2013
		Precio: 101,01
		Spread: 1,09%
		TIR: 3,28%
		Cant.: UF 1.140.000
		Monto CLP: 26.591.281.092
		Bono transado: Sobre la Par
	Última transacción	Fecha: 30-12-2019
		Precio: 100,78
		Spread: 1,74%
		TIR: 1,36%
		Cant.: UF 1.000
		Monto CLP: 7.224.374
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 21: Parámetros Bono Bandi C
Fuente: Prospecto de Emisión y plataforma Riskamerica

Observaciones

Bono	Serie D	
Nemotécnico	BANDI-D	
Fecha de Emisión	16-08-2013	
Valor Nominal (VN o D)	UF 5.000.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	16-08-2034	
Tipo de Bono	Alemán	
Tasa Cupón (k_d)	3,80%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	18 años	
Motivo de la Emisión	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos y/u otros fines corporativos del Emisor y/o sus Filiales. Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie D se destinarán aproximadamente en un 50% al refinanciamiento de pasivos de corto plazo del Emisor y aproximadamente en un 50% al financiamiento de otros fines corporativos del Emisor.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: Fitch	Clasificación: AA+
	Clasificadora: ICR	Clasificación: AA+
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	3.76%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 04-09-2013
		Precio: 100,50
		Spread: 1,27%
		TIR: 3.76%
		Cant.: UF 4.090.000
		Monto CLP: 94.941.830.611
		Bono transado: Sobre la Par
	Última transacción	Fecha: 04-12-2019
		Precio: 114,12
		Spread: 1,58%
		TIR: 2.52%
		Cant.: UF 1.000
		Monto CLP: 32.614.827
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 22: Parámetros Bono Bandi D
Fuente: Prospecto de Emisión y plataforma Riskamerica

	Observaciones
Bono	Serie E

Nemotécnico	BANDI-E	
Fecha de Emisión	01-03-2014	
Valor Nominal (VN o D)	UF 3.000.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	01-03-2035	
Tipo de Bono	Alemán	
Tasa Cupón (k_d)	3,75%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	18 años	
Motivo de la Emisión	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos y/u otros fines corporativos del Emisor y/o sus Filiales. Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie E se destinarán aproximadamente en un 50% al refinanciamiento de pasivos de corto plazo del Emisor y aproximadamente en un 50% al financiamiento de otros fines corporativos del Emisor.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: Fitch	Clasificación: AA
	Clasificadora: ICR	Clasificación: AA
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	3,67%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 02-04-2014
		Precio: 101,65
		Spread: 1,38%
		TIR: 3,67%
		Cant.: UF 3.000.000
		Monto CLP: 71.837.588.546
		Bono transado: Sobre la Par
	Última transacción	Fecha: 26-11-2019
		Precio: 115,09
		Spread: 1,57%
		TIR: 2,44%
		Cant.: UF 1.000
		Monto CLP: 32.729.007
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 23: Parámetros Bono Bandi E
Fuente: Prospecto de Emisión y plataforma Riskamerica

	Observaciones
Bono	Serie F

Nemotécnico	BANDI-F	
Fecha de Emisión	25-09-2018	
Valor Nominal (VN o D)	UF 5.700.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	25-09-2039	
Tipo de Bono	Bullet	
Tasa Cupón (k_d)	2,80%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	18 años	
Motivo de la Emisión	Financiamiento de inversiones, refinanciamiento de pasivos y/u otros fines corporativos del Emisor y/o sus Filiales. Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie F se destinarán por el Emisor, en su totalidad, a la adquisición de parte de los bonos emitidos por la Compañía con fecha 26 de septiembre de 2013 de conformidad con las normas denominadas Rule 144 A y Regulation S del U.S. Securities Act of 1993 de los Estados Unidos de América, y que tienen vencimiento el año 2023.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: Fitch	Clasificación: AA
	Clasificadora: ICR	Clasificación: AA
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	2,83%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 05-10-2018
		Precio: 99,51
		Spread: 0,69%
		TIR: 2,83%
		Cant.: UF 5.700.000
		Monto CLP: 155.408.751.119
		Bono transado: Bajo la Par
	Última transacción	Fecha: 29-11-2019
		Precio: 102,08
		Spread: 1,54%
		TIR: 2,66%
		Cant.: UF 40.000
		Monto CLP: 1.156.893.271
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 24: Parámetros Bono Bandi F
Fuente: Prospecto de Emisión y plataforma Riskamerica

Observaciones	
Bono	Serie C (emisor original Coca-Cola Polar, KOPOLAR)
Nemotécnico	BEKOP-C

Fecha de Emisión	15-08-2010	
Valor Nominal (VN o D)	UF 1.500.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	15-08-2031	
Tipo de Bono	Bullet	
Tasa Cupón (k_d)	4,00%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	10 años	
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del Emisor y/o sus Filiales, y/o al financiamiento del programa de inversiones del Emisor y/o sus Filiales; y/o a otros fines corporativos generales del Emisor y/o sus Filiales. Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos Serie C se destinarán en un treinta por ciento, aproximadamente, al refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del Emisor y/o sus Filiales, independientemente de que estén expresados en moneda nacional o extranjera; y en un setenta por ciento, aproximadamente, al financiamiento del programa de inversiones del Emisor y/o sus Filiales.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: Fitch	Clasificación: AA-
	Clasificadora: Feller	Clasificación: AA-
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	3,63%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 01-09-2010
		Precio: 106,07
		Spread: 0,56%
		TIR: 3,48%
		Cant.: UF 1.593.500
		Monto CLP: 36.115.776.250
	Última transacción	Bono transado: Sobre la Par
		Fecha: 12-12-2019
		Precio: 111,18
		Spread: 1,73%
		TIR: 2,05%
		Cant.: UF 115.000
		Monto CLP: 3.663.919.786
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 25: Parámetros Bono Bekop C
Fuente: Prospecto de Emisión y plataforma Riskamerica

Observaciones	
Bono	Bono USA (o Yankee Bonds)
Nemotécnico	USP3697UAD02

Fecha de Emisión	01-10-2013	
Valor Nominal (VN o D)	5.700.000	
Moneda	UF	
Tipo de Colocación	Nacional	
Fecha de Vencimiento	15-08-2031	
Tipo de Bono	Bullet	
Tasa Cupón (k_d)	5,00%	
Periodicidad	Semestral	
Número de pagos (N)	2	
Período de Gracia	10 años	
Motivo de la Emisión	Financiar una parte del precio de compra de la adquisición de Ipiranga (Brasil); y utilizar los ingresos restantes para fines corporativos generales.	
Clasificación de Riesgo (Emisión)	Clasificadora: S&P	Clasificación: BBB
	Clasificadora: Bloomberg	Clasificación: BBB+
Tasa de mercado el día de la emisión (k_b)	4,90%	
Valor de Mercado	Valores de mercado del bono el día de la emisión (colocación).	Fecha: 10-01-2010
		Precio: 100,75
		Spread: N/A
		TIR: N/A
		Cant.: USD 575.000.000
		Monto CLP: N/A
		Bono transado: Sobre la Par
	Última transacción	Fecha: 01-07-2019
		Precio: 107,25
		Spread: N/A
		TIR: N/A
		Cant.: N/A
		Monto N/A
		Bono transado: Sobre la Par

Tabla 26: Parámetros Bono USA
Fuente: Prospecto de Emisión y plataformas de inversiones⁸

2.2 Patrimonio económico

⁸ Fuente:

- <https://www.investireoggi.it/forums/attachments/2013-10-08-usd-list-copy-pdf.253154/> ; pág. 9
- https://www.finanzen.ch/obligationen/boersenplaetze/embotelladora_andina_sadl-notes_201313-23_regs-obligation-2023-usp3697uad02

Embotelladora Andina S.A. transa en el mercado bursátil dos series de acciones, las que se distinguen entre sí por el número de directores que pueden elegir y el dividendo a recibir. El total de acciones suscritas en sus dos series (serie A y serie B) es de 946.570.604 de acciones.

Para determinar el Patrimonio Económico de la Compañía se utiliza el precio de la acción de la serie con mayor presencia bursátil. Para diciembre del 2019, las Serie A y Serie B de Embotelladora Andina S.A. presentaban una presencia bursátil de 45,00% y 100% respectivamente.

SERIE A	2015	2016	2017	2018	2019
N° Acciones	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301
Precio (pesos)	1.955	2.289	2.850	2.250	1.880
Presencia Bursátil	59,44%	55,56%	63,33%	48,33%	45,00%

Tabla 27: Evolución precio y presencia bursátil Serie A
Fuente: Elaboración propia

SERIE B	2015	2016	2017	2018	2019
N° Acciones	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303
Precio (pesos)	2.108	2.491	3.071	2.595	2.179
Presencia Bursátil	100,00%	99,44%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 28: Evolución precio y presencia bursátil Serie B
Fuente: Elaboración propia

El Patrimonio Económico se determina como la multiplicación entre el valor de la acción de la serie B al 31 de diciembre de cada año en estudio (2015 - 2019) y el total de las acciones suscritas por la Compañía (Serie A y Serie B).

TOTAL	2015	2016	2017	2018	2019
N° Acciones	946.570.604	946.570.604	946.570.604	946.570.604	946.570.604
Precio Serie B (\$)	2.108	2.491	3.071	2.595	2.179

Pat. Económico	1.995.182	2.358.097	2.906.634	2.455.972	2.062.577
----------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Tabla 29: Patrimonio Económico de Embotelladora Andina S.A. (MMCLP)
Fuente: Elaboración propia

Finalmente, a diciembre del 2019 el Patrimonio de Embotelladora Andina S.A. es de MUF 72.857, sufriendo una caída real el último año de 18,23%.

	2015	2016	2017	2018	2019
Patrimonio Económico (P)	77.848	89.498	108.464	89.095	72.857

Tabla 30: Patrimonio Económico de Embotelladora Andina S.A. (MUF)
Fuente: Elaboración propia

2.3 Valor económico de la empresa

El valor económico de los activos es el reflejo del valor de mercado de la Compañía y es representado por la suma del valor adeudado a los acreedores (Deuda Financiera) y el Patrimonio de Económico o bursátil. Con los valores de la Deuda Financiera y Patrimonio Económico anteriormente descritos se obtiene el siguiente valor económico para el periodo observado (2015-2019).

	2015	2016	2017	2018	2019
Valor de Activos (V = P + B)	110.137	119.344	136.218	117.125	100.548

Tabla 31: Valor económico de los activos de Embotelladora Andina S.A. (MUF)
Fuente: Elaboración propia

2.4 Estructura de capital objetivo

En base al análisis de los niveles de deuda financiera y patrimonio económico entre los años 2015 y 2019, se determina la estructura de capital objetivo como el promedio de la deuda financiera que ha mantenido la Compañía en los últimos cinco años.

	2015	2016	2017	2018	2019	Estructura Objetivo
B/V	29,32%	25,01%	20,37%	23,93%	27,54%	25,23%
P/V	70,68%	74,99%	79,63%	76,07%	72,46%	74,77%
B/P	41,48%	33,35%	25,58%	31,46%	38,01%	33,75%

Tabla 32: Estructura de Capital Objetivo
Fuente: Elaboración propia

3 Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa

En el siguiente capítulo se describe como se determina el costo de capital de Embotelladora Andina S.A. necesario para la valoración a diciembre del 2019.

3.1 Estimación Beta Patrimonial

Para determinar la tasa de costo patrimonial y finalmente el costo de capital de la Compañía, como insumo se debe considerar el riesgo sistemático respecto al mercado que tiene la Compañía, es decir el beta patrimonial o beta de la acción.

El beta patrimonial de Embotelladora Andina S.A. se calcula tomando en cuenta dos años de retornos semanales históricos de la acción y un índice representativo del mercado. Este se determina mediante una regresión lineal entre los retornos de la acción de la Compañía y el índice de mercado, $R_{Andina} = \alpha + \beta_{Andina} R_m + \varepsilon$, donde

β_{Andina} es:

$$\beta_{Andina} = \frac{cov(Andina B, IGPA)}{\sigma(IGPA)}$$

Embotelladora Andina S.A. tiene dos series de acciones y para este proceso, al igual que para el cálculo del patrimonio económico, la serie a utilizar es la que presenta una mayor presencia bursátil, es decir la Serie B.

	2015	2016	2017	2018	2019
SERIE A	59,44%	55,56%	63,33%	48,33%	45,00%
SERIE B	100%	99,44%	100%	100%	100%

Tabla 33: Presencia bursátil de las acciones Serie A y B de Embotelladora Andina S.A.

Fuente: Elaboración propia en base a Informativo Bursátil de la Bolsa de Valores de Santiago

El índice de mercado a utilizar en el modelo de mercado, para determinar el beta patrimonial, será el IGPA, debido a que es el índice más representativo del mercado nacional y engloba sectores como Utilities, Commodities, Banca, Retail, Consumo, Industria, Salmón, Tecnologías e Inmobiliaria, entre otros.

Una vez obtenida la información de los precios semanales de la acción y el índice, se debe calcular de los retornos con el objeto de llegar al Beta de la acción serie B de la Empresa.

Fecha	Precio cierre último día hábil semanal			Retornos Semanales		
	ANDINA -B	IGPA	IPSA	ANDINA -B	IGPA	IPSA
2/1/2015	1,721.90	18,870.20	3,851.23			
4/1/2015	1,665.00	18,608.54	3,783.06	-0.03304489	-0.01386631	-0.01770084
11/1/2015	1,701.20	18,378.88	3,729.91	0.02174174	-0.01234165	-0.01404947
18/1/2015	1,795.20	18,893.45	3,859.89	0.05525511	0.0279979	0.03484803
25/1/2015	1,784.40	18,761.30	3,836.73	-0.00601604	-0.00699449	-0.00600017
1/2/2015	1,790.30	19,216.59	3,951.17	0.00330643	0.02426751	0.02982748
8/2/2015	1,696.80	19,358.51	3,983.27	-0.05222588	0.00738529	0.00812418
15/2/2015	1,781.80	19,430.81	3,994.14	0.0500943	0.00373479	0.00272891

Ilustración 3: Precios y Retornos semanales AndinaB e IGPA

Fuente: Elaboración propia en base a datos de <https://es.investing.com/>

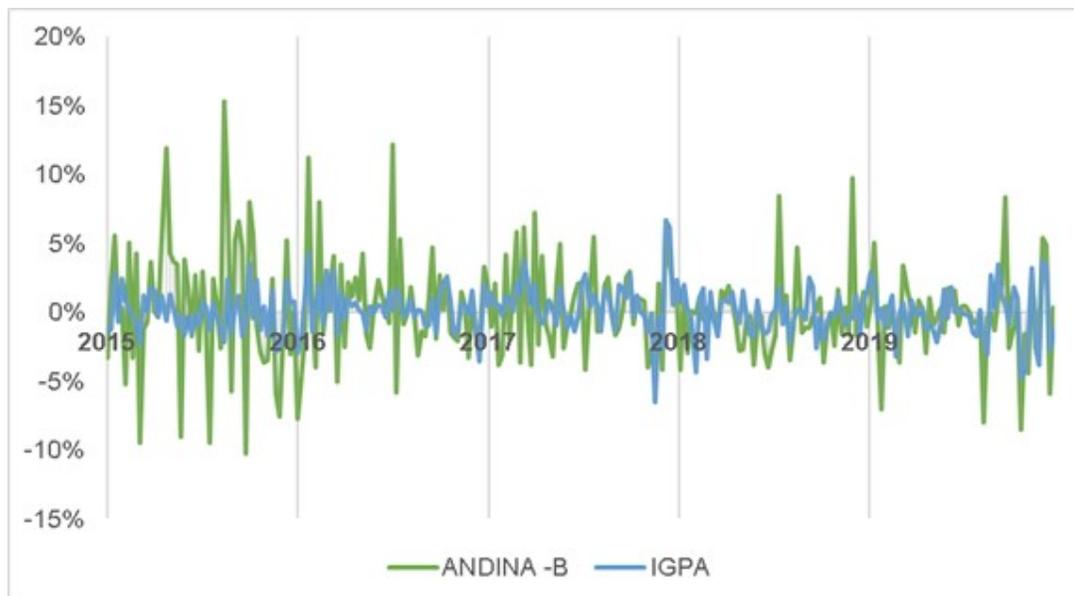


Ilustración 4: Retornos Semanales: Andina B vs IGPA
Fuente: Elaboración propia

Con los retornos semanales del IGPA y Andina B se calcula la beta patrimonial de la Compañía para los últimos 3 años a través del modelo de mercado, usando como información para cada uno de ellos los retornos semanales de dos años consecutivos. Por ejemplo, para calcular el beta patrimonial o beta de la acción para el 2017, se utilizan los retornos semanales desde la primera semana del año 2016 hasta la última semana del año 2017.

Realizando un test de significancia se obtiene que los betas de la acción para los tres últimos periodos son significativos. Esto se debe a la alta presencia bursátil que tiene la acción en el mercado accionario nacional.

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	1,041	0,717	0,727
p-value (significancia)	0,000	0,000	0,000
Presencia bursátil	100%	100%	100%

Tabla 34: Beta de la acción de Embotelladora Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia.

El beta patrimonial a utilizar para la valoración de embotelladora Andina S.A. es el beta del 2019, $\beta_{P \text{ Andina}} = 0,727$. Este se calcula con los retornos semanales de la acción Serie B e IGPA desde la primera semana de enero del 2018 hasta la última semana de diciembre del 2019 (103 semanas).

3.2 Costo de la deuda

La tasa de costo de la deuda k_b a utilizar en la construcción de la tasa de costo de capital de Embotelladora Andina S.A. corresponde a la última tasa de mercado (YTM) real a la que se transó el bono vigente más largo de la Compañía, la cual representa la tasa de rentabilidad exigida por los bonistas en la actualidad.

El bono más largo vigente corresponde a la última serie de bonos emitidos en septiembre del 2018, Bandi F, al cual, a diciembre del 2019, le quedan 19 años de vigencia.

La última transacción realizada en el mercado secundario para el bono Bandi F fue realizada el 29 de noviembre del 2019 a una TIR de 2,66%⁹.

3.3 Premio por Riesgo de Mercado (PRM)

El profesor Damodaran calcula el riesgo de un país con relación al riesgo base de EE.UU., al que denomina prima de riesgo implícado. Este valor es calculado con base a la estimación de los flujos de caja que genera el mercado descontada la tasa libre de riesgo. Para esto, utiliza un índice de mercado (S&P500) e iguala el valor presente del valor de mercado del índice con la proyección de flujos esperados, asumiendo un crecimiento de las ganancias del índice constante (3,96% de S&P a diciembre 2019). Con datos al 31 de diciembre del 2019 Damodaran obtuvo un retorno esperado implícado para el mercado accionario de Estados Unidos de 7,12%. Descontando la tasa libre de riesgo (TBond al 01/01/2020) de 1,92% obtuvo una tasa de riesgo implícado del capital para Estados Unidos de 5,2%.

⁹ Fuente: RiskAmerica

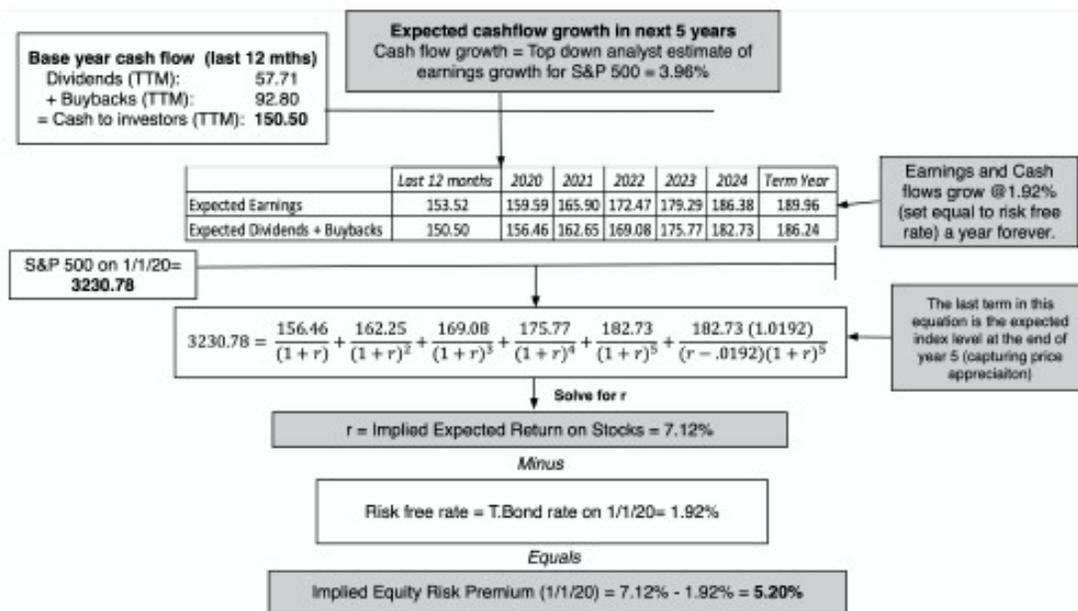


Ilustración 5: Modelo cálculo PRM Implicado Damodaran
Fuente: Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2020 Edition Updated: March 2020

Para construir el riesgo país fuera de Estados Unidos Damodaran adiciona al PRM implicado de EE. UU. un default spread para cada país. El default spread (DS) corresponde al spread de los bonos soberanos del país denominados en dólares y la tasa libre de riesgo de EE. UU. ajustado por la volatilidad de los mercados accionarios y de bonos. Dado que, en la mayoría de los países emergentes no se cuenta con bonos soberanos denominados en dólares Damodaran asume que todos los países bajo una misma clasificación de riesgo tendrán un comportamiento similar, por lo que utiliza un spread promedio por clasificación de riesgo.

$$PRM_{Chile} = PRM_{EE.UU.} + CDS \text{ o Default Spread} \frac{\sigma_{Rm Chile}}{\sigma_{CDS \text{ o DS}}}$$

Al 31 de diciembre del 2019 Damodaran determinó un DS promedio para los países con clasificación de riesgo A1, clasificación que tiene Chile a la fecha, de 0,59% lo que implicaba una disminución de 9,88% respecto al spread obtenido para el periodo anterior (0,65% al 01/07/2019), pero Chile a la misma fecha tenía un DS de 0,79% mostrando un aumento en su riesgo soberano en 12,86% respecto al periodo anterior

(0,70% al 01/07/2019) por lo que el spread promedio por clasificación no estaría recogiendo el aumento de riesgo que sufrió el país en el último semestre del 2019 detonado por el estallido social.

Por otro lado, otra variable incluida en el modelo de Damodaran es la relación entre la volatilidad del mercado de valores y de bonos del país. En el caso de países emergentes Damodaran utiliza para las acciones el índice de mercados emergentes de S&P BMI y para la deuda soberana el índice de bonos del sector público de mercados emergentes de Bank of America Merrill Lynch.

$$\text{Volatilidad Relativa del Capital EM} = \frac{\sigma \text{ S\&P BMI Mercados Emergentes}}{\sigma \text{ BAML Bonos Públicos de Mercado Emergente}}$$

$$\text{Volatilidad Relativa del Capital EM} = \frac{13,62\%}{11,55\%} = 1,18$$

Con los antecedentes anteriores, el PRM para Chile según Damodaran es de 5,89%

$$\text{PRM}_{\text{Chile}} = 5,2\% + 0,59\% * 1,18 = 5,89\%$$

El utilizar índices globales para mercados emergente genera perdida de información por país. En el caso de Chile, Damodaran entrega en su documento “Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2020 Edition Updated: March 2020” estimaciones de volatilidad del mercado de acciones y bonos para el país (18,41% y 12,33% respectivamente) y una volatilidad relativa del capital para Chile de 1.49.

Con estos antecedentes si se tomaran solo los indicadores de Chile y no un promedio asociado a la clasificación de riesgo para países emergentes, se tendría un riesgo país aproximado de 6,38%:

$$\text{PRM}_{\text{Chile}} = 5,2\% + 0,79\% * 1,49 = 6,38\%$$

Dado a que al 31 de diciembre del 2019 el riesgo del país no se estaba comportando como el promedio de los países emergentes bajo la categoría de riesgo A1 determinado por Damodaran, se buscaron otras medidas de riesgo país para utilizar en la presente valoración de Embotelladora Andina S.A.

En reemplazo del PRM calculado por Damodaran se utilizará el PRM entregado por Duff & Phelps en su libro Valuation Handbook 2019. Este PRM es calculado en base al modelo de clasificación de Riesgo país propuesto por ErB, Harvey y Viskanta (1996). Este modelo calcula el riesgo país en base a una regresión entre los retornos nominales de mercado de cada país y el logaritmo natural del rating crediticio del periodo anterior.

La tasa nominal entregada por Duff&Phelps para el 2019 fue de 10,90% y corresponde a una tasa de descuento mirada desde punto de vista de un inversor extranjero. Por ser una tasa calculada con valores nominales, para utilizarla en la valoración de Embotelladora Andina S.A., se transforma a una tasa real considerando la inflación de 3% para Chile el 2019 y se descuenta la tasa libre de riesgo del BCU a 30 años al 27 de diciembre del 2019 utilizada en la valoración para considerar el PRM desde un punto de vista de un inversor local.

Parámetro	Valor
Retorno Esperado de Mercado (Nominal)	10,90%
Retorno Esperado de Mercado (Real)	7,67%
Tasa libre de riesgo UF	0,80%
PRM	6,87%

Tabla 35: Premio por Riesgo de Mercado
Fuente: Elaboración propia en base a Valuation Handbook 2019

Finalmente, el PRM a utilizar en la valoración de Embotelladora Andina S.A. es de 6,87%.

3.4 Beta de la Deuda

El beta de la deuda representa el riesgo adicional que asumen los inversionistas al financiar una empresa en vez de invertir en instrumentos libres de riesgo.

Para determinar su valor se utiliza la tasa de la deuda para inversionistas de Embotelladora Andina S.A., el riesgo país PRM y la tasa de libre de riesgo que corresponde al BCU a 30 años al último día transado el 2019 (27 de diciembre del 2019), siguiendo la siguiente ecuación:

$$k_b = r_f + \text{PRM} \beta_b$$

$$\beta_b = \frac{k_b - r_f}{\text{PRM}}$$

$$\beta_b = \frac{2,66\% - 0,80\%}{6,87\%}$$

$$\beta_b = 0,271$$

3.5 Beta patrimonial con deuda

Beta patrimonial de la empresa con deuda mide el riesgo sistemático al que están expuestos los accionistas al invertir su patrimonio en una empresa que financia su operación con deuda y patrimonio. Representa tanto el riesgo operacional como el financiero.

Se estima que los betas de las empresas a largo plazo tienden a 1, por lo que se recomienda ajustar los betas de las acciones a través de la siguiente fórmula:

$$\beta_p^{C/D} = 0,33 + 0,67 * \beta_{\text{acción}} \quad 10$$

Realizando este ajuste, el beta patrimonial con deuda de Embotelladora Andina S.A. es:

$$\beta_p^{C/D} = 0,33 + 0,67 * 0,271$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,818$$

¹⁰ Maquieira, Carlos, Notas de Clases Valoración de Empresas, segundo semestre 2019.

3.6 Beta Patrimonial sin Deuda

El beta patrimonial de una empresa sin deuda corresponde al riesgo sistemático operacional que asumen los accionistas al invertir en una empresa financiada 100% por patrimonio.

Para obtener el beta patrimonial sin deuda, se debe desapalancar el beta patrimonial con deuda con la estructura de capital promedio de los últimos dos años, mismo horizonte utilizado para determinar el beta de la acción, y la tasa de impuesto a la que estuvo afecta en dicho periodo.

Datos	
k_b	2,66%
r_f	0,80%
PRM	6,87%
T_c	27%
$(B/P)_{2018-2019}$	34,65%

Tabla 35: Datos para desapalancar beta patrimonial con deuda.

Esto se efectúa a través de la fórmula de Rubinstein, ya que Embotelladora Andina S.A. es una empresa que presenta deuda riesgosa dentro de su estructura de capital.

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

$$0.818 = \beta_p^{S/D} * [1 + (1 - 27\%) * (34.65\%)] - 0.271 * (1 - 27\%) * (34.65\%)$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,708$$

3.7 Beta Patrimonial con Deuda Objetivo

Una vez calculado el beta patrimonial sin deuda de Embotelladora Andina S.A. se debe apalancar con la estructura de capital objetivo de la Compañía, a través de la fórmula de Rubinstein.

La estructura de capital objetivo, como fue calculada en el capítulo anterior, corresponde al promedio de la estructura de capital de los últimos cinco años de la Compañía equivalente a 33,75%. La tasa de impuestos a utilizar es la fijada según la normativa chilena disponible a la fecha de valoración.

$$\beta_{p\text{Obj}}^{C/D} = \beta_p^{S/D} * \left[1 + (1 - \tau_c) * \left(\frac{B}{P}\right)^{\text{Obj}} \right] - \beta_d * (1 - \tau_c) * \left(\frac{B}{P}\right)^{\text{Obj}}$$

$$\beta_{p\text{Obj}}^{C/D} = 0,818 * [1 + (1 - 27\%) * 33,75\%] - 0,271 * (1 - 27\%) * 33,75\%$$

Finalmente, el beta patrimonial con deuda objetivo es:

$$\beta_{p\text{Obj}}^{C/D} = 0,816$$

3.8 Costo Patrimonial

La tasa de costo patrimonial de la empresa corresponde a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas, dado el riesgo que asumen al invertir en una empresa.

La tasa de costo patrimonial tiene una relación lineal con el beta patrimonial con deuda objetivo y se determina mediante la siguiente fórmula:

$$k_p = r_f + PRM * \beta_{p\text{Obj}}^{C/D}$$

$$k_p = 0,80\% + 6,87\% * 0,816$$

Lo que arroja una tasa de Costo Patrimonial,

$$k_p = 6,41\%$$

3.9 Costo de Capital

La tasa de costo de capital k_0 , es la tasa de descuento o rendimiento mínimo exigido a una empresa para que cumpla con los beneficios exigidos por las diferentes fuentes de financiamiento que ésta presente. Esta tasa se determina a través del promedio ponderado entre las fuentes de financiamiento y su respectiva tasa exigida, mediante la fórmula del WACC.

$$WACC = k_0 = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_b * \left(\frac{B}{V}\right) * (1 - t_c)^{11}$$

Estructura de Capital	
$(P/V)^{obj}$	74,77%
$(B/V)^{obj}$	25,23%
$(B/P)^{obj}$	33,75%

Tabla 36: Estructura de Capital Objetivo

Utilizando la estructura de capital objetivo, determinada en la sección anterior, se tiene:

$$WACC = k_0 = 6,41\% * 74,77\% + 2,66\% * 25,23\% * (1 - 27\%)$$

$$k_0 = 5,28\%$$

Por lo tanto, la tasa de costo de capital de Embotelladora Andina S.A. es 5,28% a diciembre del 2019.

¹¹ Maquieira Carlos, Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Ed. Thomson Reuters; 2015

4 Análisis de Crecimiento

Para determinar el crecimiento de los ingresos de Embotelladora Andina S.A. se analiza la variación anual entre el 2015 y 2019 de las ventas netas de la Compañía contabilizadas en el estado de resultados, y el volumen por región franquiciada y categoría de producto que la Compañía produce y comercializa.

Adicionalmente, se analiza el comportamiento de la industria a nivel de volumen vendido en el mismo periodo y región, y las perspectivas de crecimiento del mercado entre el 2020 y 2024.

4.1 Crecimiento de la empresa

Haciendo un análisis global de los ingresos de actividades ordinarias de la Cía. en miles de UF, a nivel consolidado se observa que el comportamiento de los ingresos ha sido oscilante en el periodo, pero con tendencia a la baja, siendo el año 2018 el de menores ingresos. Esto está relacionado fuertemente con la depreciación de las monedas en Argentina y Brasil respecto al peso chileno y bajos niveles de crecimiento en estos países, junto con la declaración de Argentina como una economía hiperinflacionaria por el Financial Accounting Standards Board de EE.UU. y el International Accounting Standards Board.

	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Ingresos de actividades ordinarias (MUF)	73.252	67.461	68.993	60.688	62.841		
Crecimiento		-7,91%	2,27%	-12,04%	3,55%	-3,53%	-3,02%

Tabla 37: Crecimiento (decrecimiento) de los Ingresos de Actividades ordinarias (MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Al desglosar los ingresos por la contribución que realiza cada país, se puede observar que los ingresos de Chile y Paraguay son estables y crecientes en los últimos periodos.

En el otro extremo Argentina, ha presentado una fuerte caída en los ingresos e inestabilidad junto con Brasil, territorio que para el 2019 recuperó la baja importante sufrida el año anterior por la devaluación de su moneda.

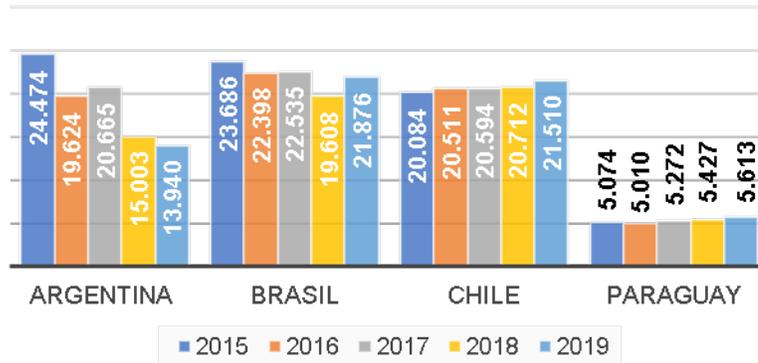


Ilustración 6: Ingresos por país de Embotelladora Andina S.A. (MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

	2015	2016	2017	2018	2019
Eliminaciones Interpaíses	(65,69)	(82,67)	(73,06)	(61,00)	(98,06)

Tabla 38: Eliminaciones Interpaíses por año (MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

País	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Argentina	-19,82%	5,30%	-27,40%	-7,08%	-12,25%	-6,61%
Brasil	-5,44%	0,61%	-12,99%	11,57%	-1,56%	-0,47%
Chile	2,13%	0,40%	0,57%	3,85%	1,74%	0,96%
Paraguay	-1,26%	5,23%	2,93%	3,43%	2,58%	2,30%

Tabla 39: Crecimiento de los ingresos por país
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

A nivel de distribución de ingresos por región, con el decrecimiento de Argentina y crecimiento estable de Chile, hubo un cambio en el porcentaje de participación en los ingresos de las regiones sobre el total de los ingresos de la Compañía.

País	2015	2016	2017	2018	2019	Contribución Promedio
Argentina	24.474	19.624	20.665	15.003	13.940	27,87%
	33,41%	29,09%	29,95%	24,72%	22,18%	
Brasil	23.686	22.398	22.535	19.608	21.876	33,06%
	32,33%	33,20%	32,66%	32,31%	34,81%	
Chile	20.084	20.511	20.594	20.712	21.510	31,21%
	27,42%	30,40%	29,85%	34,13%	34,23%	
Paraguay	5.074	5.010	5.272	5.427	5.613	7,97%
	6,93%	7,43%	7,64%	8,94%	8,93%	
Eliminaciones Interpaíses	(66)	(83)	(73)	(61)	(98)	-0,1%
	-0,09%	-0,12%	-0,11%	-0,10%	-0,16%	

Tabla 40: Contribución por país a los ingresos totales (MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

4.1.1 Análisis de Volumen

Desde el punto de vista del volumen, la categoría Gaseosas presenta un descenso en las unidades de cajas unitarias vendidas, principalmente por el cambio en los hábitos de los consumidores finales, migrando hacia productos más saludables y con menor índice de azúcar, lo que a su vez explica el crecimiento de los volúmenes vendidos de la categoría agua.

Volumen	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Total	820	779	756	751	746	-2,32%	-1,87%
		-4,99%	-2,93%	-0,74%	-0,63%		
Gaseosas	654	618	588	579	571	-3,31%	-2,67%
		-5,54%	-4,77%	-1,50%	-1,43%		
Jugos y otros	109	88	92	93	94	-3,25%	-3,03%
		-	5,05%	0,89%	0,80%		
Agua	57	74	76	78	81	9,85%	7,37%
		29,62%	3,02%	3,00%	3,76%		

Tabla 41: Crecimiento del volumen por tipo de producto en MMCU
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Realizando el análisis por país, se observa que las tendencias de crecimiento son las mismas que siguen los ingresos, pero en menor magnitud, existiendo doble efecto sobre los ingresos de actividades ordinarias de la Compañía: por precio de los productos y por volumen.

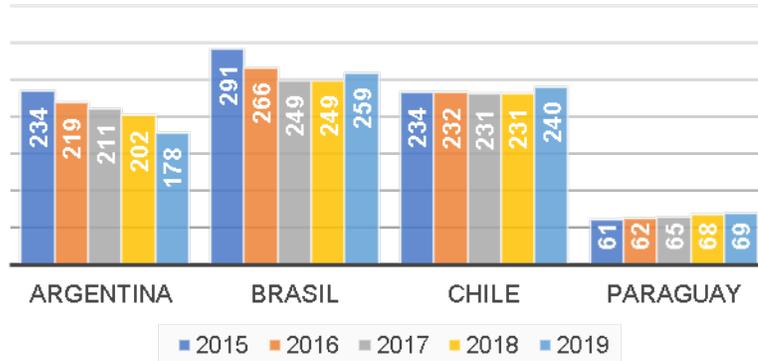


Ilustración 7: Volumen total vendido por país en MMCU

Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

País	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Argentina	-6,62%	-3,38%	-4,49%	-11,84%	-6,58%	-5,35%
Brasil	-8,43%	-6,46%	0,12%	3,93%	-2,71%	-2,28%
Chile	-0,64%	-0,52%	0,17%	3,72%	0,68%	0,53%
Paraguay	0,98%	4,84%	4,92%	1,17%	2,98%	2,36%
Total	-4,99%	-2,93%	-0,74%	-0,63%	-2,32%	-1,87%

Tabla 42: Crecimiento total del volumen por país

Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Por tipo de producto Brasil es el país que presenta mayor consumo en las categorías gaseosas y jugos y otros seguido por Chile y Argentina. A su vez, Chile es el país en donde más se consume agua. Por otro lado, Paraguay es un mercado más pequeño representando en total un 9.25% del total del volumen vendido.

Haciendo un desglose más detallado por país, Argentina presenta una caída pronunciada en todas sus categorías, las que van en línea con su escenario económico.

Tipo Producto	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Total	234	219	211	202	178		
		-6,62%	-3,38%	-4,49%	-11,84%	-6,58%	-5,35%
Gaseosas	200	184	175	167	150		
		-8,24%	-4,53%	-4,82%	-10,47%	-7,02%	-5,68%
Jugos y otros	24	9	11	12	11		
		-64,13%	20,77%	10,69%	-8,72%	-10,35%	-15,23%
Aguas	10	26	25	23	18		
		173,50%	-3,38%	-8,55%	-23,28%	34,57%	13,14%

Tabla 43: Crecimiento del volumen de Argentina por tipo de producto (MMCU)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

En Brasil a mediados del 2018 entra en operación la nueva planta de Duque de Caxias (en marcha blanca desde diciembre 2017), la cual cuenta con tres líneas de producción: Retornables, No-Retornables, y Agua Mineral, aumentando la capacidad instalada en la operación del país en un 30%.

Tipo Producto	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG	Crecimiento Promedio últ. 2 años
Total	291	266	249	249	259			
		-8,43%	-6,46%	0,12%	3,93%	-2,71%	-2,28%	2,03%
Gaseosas	236	216	202	202	207			
		-8,23%	-6,75%	-0,05%	2,83%	-3,05%	-2,54%	1,39%
Jugos y otros	49	43	42	40	41			
		-10,91%	-2,28%	-5,47%	3,60%	-3,76%	-3,14%	-0,93%
Aguas	6	7	5	8	10			
		3,12%	-24,58%	54,68%	34,55%	16,94%	10,11%	44,61%

Tabla 44: Crecimiento del volumen de Brasil por tipo de producto (MMCU)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

En Chile, hasta el 2018, solo la categoría “Gaseosas” presentaba tendencia a la baja, explicado principalmente por el cambio de las preferencias de los consumidores empujado por la nueva ley de etiquetados de alimentos promulgada en junio del 2016.

Tipo Producto	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Total	234	232	231	231	240		
		-0,64%	-0,52%	0,17%	3,72%	0,68%	0,53%
Gaseosas	166	165	157	155	158		
		-0,39%	-4,72%	-1,52%	2,39%	-1,06%	-0,87%
Jugos y otros	33	33	35	36	36		
		-0,89%	6,59%	3,90%	0,00%	2,40%	1,88%
Aguas	35	35	39	41	46		
		-1,61%	12,75%	3,13%	12,59%	6,72%	5,19%

Tabla 45: Crecimiento del volumen de Chile por tipo de producto (MMCU)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Paraguay presenta, en promedio, crecimiento en todas las categorías de productos. En este país un leve incremento (decremento) en el volumen, dado que es un mercado pequeño, genera altas tasas de variación.

Tipo Producto	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Total	61	62	65	68	69		
		0,98%	4,84%	4,92%	1,17%	2,98%	2,36%
Gaseosas	52	53	54	56	56		
		0,57%	2,37%	3,99%	-0,37%	1,64%	1,30%
Jugos y otros	3	3	5	5	6		
		-8,82%	46,77%	9,89%	10,40%	14,56%	10,18%
Aguas	6	6	7	7	8		
		10,71%	4,84%	7,69%	8,43%	7,92%	6,27%

Tabla 46: Crecimiento del volumen de Paraguay por tipo de producto (MMCU)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

4.1.2 Análisis de precio promedio

A nivel de precio promedio de la caja unitaria, existe alta volatilidad del precio nominal promedio para Argentina y Brasil, mostrando atisbos de recuperación el último año de análisis, y un crecimiento nominal estable para Chile y Paraguay.

País	2015	2016	2017	2018	2019
Global	\$ 2.272	\$ 2.259	\$ 2.402	\$ 2.220	\$ 2.362
Argentina	\$ 2.677	\$ 2.363	\$ 2.620	\$ 2.048	\$ 2.217
Brasil	\$ 2.089	\$ 2.218	\$ 2.426	\$ 2.169	\$ 2.391
Chile	\$ 2.203	\$ 2.327	\$ 2.389	\$ 2.467	\$ 2.537
Paraguay	\$ 2.118	\$ 2.129	\$ 2.173	\$ 2.193	\$ 2.303

Tabla 47: Precio promedio por caja unitaria en pesos chilenos
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

En términos nominales, a excepción de Argentina, la Compañía ha experimentado un alza promedio de precios en la región en donde opera en el periodo.

País	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Global	-0,54%	6,32%	-7,60%	6,42%	1,15%	0,78%
Argentina	-11,73%	10,85%	-21,81%	8,24%	-3,61%	-3,70%
Brasil	6,17%	9,40%	-10,60%	10,25%	3,80%	2,74%
Chile	5,7%	2,6%	3,3%	2,8%	3,61%	2,87%
Paraguay	1%	2%	1%	5,0%	2,13%	1,69%

Tabla 48: Crecimiento nominal del valor de una caja unitaria
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

En términos reales, considerando la inflación del país de la moneda funcional de los estados financieros (CLP), existe un fuerte decrecimiento en el precio promedio en Argentina lo que se ajusta a la devaluación del peso ARG sobre el CLP, en mayor medida en el 2018.

Para el 2019 la devaluación del peso chileno frente al dólar, producto de la crisis social detonada el 18 de octubre, provocó que se apreciaran las demás monedas en las regiones en donde opera Embotelladora Andina S.A. frente al peso chileno, generando un crecimiento del precio en UF en los demás países.

En forma global, al incorporar la inflación en los precios existe un decrecimiento adicional de 2.37% solo por tipo de cambio a UF.

País	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio	CARG
Global	-3,07%	5,35%	-11,38%	4,20%	-1,22%	-1,17%
Argentina	-14,14%	8,99%	-23,99%	5,39%	-5,94%	-5,60%
Brasil	3,27%	7,56%	-13,09%	7,35%	1,27%	0,72%
Chile	2,8%	0,9%	0,4%	0,1%	1,06%	0,84%
Paraguay	-2%	0%	-2%	2,2%	-0,38%	-0,32%

Tabla 49: Crecimiento real del valor de una caja unitaria
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

4.2 Crecimiento de la industria

El volumen total vendido en las regiones en donde opera Embotelladora Andina S.A. se estima en base a la participación de mercado por región-categoría y volumen vendido declarado por la Compañía en sus memorias anuales.

País	Tipo Producto	2015	2016	2017	2018	2019
Argentina	Gaseosas	61,6%	62,6%	62,3%	63,0%	63,0%
	Jugos y otros	30,5%	46,2%	46,2%	47,6%	45,0%
	Agua	13,0%	14,5%	16,3%	17,4%	17,0%
Brasil	Gaseosas	62,3%	63,4%	63,2%	63,3%	62,0%
	Jugos y otros	38,2%	31,4%	27,7%	25,1%	49,0%
	Agua	6,9%	8,2%	10,7%	13,8%	18,0%
Chile	Gaseosas	69,3%	68,2%	67,5%	66,8%	67,0%
	Jugos y otros	34,8%	34,6%	35,4%	36,6%	38,0%
	Agua	42,5%	42,9%	41,2%	41,3%	42,0%
Paraguay	Gaseosas	65,3%	67,7%	68,9%	71,6%	73,0%
	Jugos y otros	38,2%	39,5%	39,5%	37,0%	59,0%
	Agua	49,4%	44,5%	33,4%	30,9%	48,0%

Tabla 50: Participación de mercado de Embotelladora Andina S.A. por país y tipo de producto.
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

País	Tipo Producto	2015	2016	2017	2018	2019
Argentina	Total	479	494	460	423	366
	Gaseosas	325	294	282	265	237
	Jugos y otros	80	19	23	25	24
	Agua	74	181	156	133	105
Brasil	Total	598	559	518	533	476
	Gaseosas	378	341	319	318	334
	Jugos y otros	127	138	153	159	85
	Agua	93	80	47	56	58
Chile	Total	416	417	426	429	440
	Gaseosas	239	242	233	232	236
	Jugos y otros	94	94	98	99	95
	Agua	83	81	95	98	109
Paraguay	Total	100	100	109	115	102
	Gaseosas	80	78	78	78	77
	Jugos y otros	9	8	12	14	9
	Agua	11	14	19	23	16
Total Mercado Regional		1.594	1.570	1.514	1.500	1.384

Tabla 51: Volumen estimado del mercado por tipo de producto y país en MMCU.
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Del mercado estimado en base a la participación de Embotelladora Andina S.A. se obtuvo que la industria de las bebidas en Brasil y Argentina ha ido en descenso los últimos años y el decrecimiento de los ingresos por venta en esos países no solo afecta a la Compañía, sino al mercado en su conjunto. Por el contrario, tanto en Chile y Paraguay ha aumentado el consumo de bebidas carbonatadas, jugos y aguas. Hitos que se ven reflejados en los cambios de contribución que realiza cada país al mercado global.

País	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Promedio
Argentina	3,05%	-6,78%	-8,08%	-13,53%	-6,33%
Brasil	-6,48%	-7,35%	2,93%	-10,72%	-5,40%
Chile	0,12%	2,17%	0,62%	2,61%	1,38%
Paraguay	-0,85%	9,69%	4,79%	-11,17%	0,62%
Global	-1,54%	-3,56%	-0,93%	-7,74%	-3,44%

Tabla 52: Crecimiento estimado del mercado donde opera Embotelladora Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

País	2016	2017	2018	2019	Contribución Promedio
Argentina	30,05%	31,45%	30,40%	28,21%	30,03%
Brasil	37,52%	35,64%	34,24%	35,58%	35,75%
Chile	26,12%	26,56%	28,14%	28,58%	27,35%
Paraguay	6,30%	6,35%	7,22%	7,64%	6,88%

Tabla 53: Contribución promedio de cada país al mercado total
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

4.3 Perspectivas de crecimiento de la industria

En la siguiente sección se detalla la perspectiva de crecimiento de tres grandes indicadores: PIB, IPC e índice de confianza de los consumidores, los cuales pueden dar luces de cómo será la tendencia de crecimiento de la industria de bebestibles en las cuatro regiones en donde opera Embotelladora Andina S.A.

4.3.1 Crecimiento del Producto Interno Bruto e IPC por Región

La industria de las bebidas forma parte del producto interno bruto de cada país. En Chile representa aproximadamente el 4% por año, por lo que no es atribuible la tasa de crecimiento (decrecimiento) de este valor económico al crecimiento de la industria, pero coinciden en la tendencia.

Dado este indicador, se proyecta un escenario de crecimiento favorable para la mayor parte de la región en donde opera Embotelladora Andina S.A., exceptuando para Argentina, para cuyo país se proyecta un escenario de decrecimiento económico el 2020, con una inflación por sobre el 40%, repuntando a partir del 2021 según el FMI.

PIB	2015	2016	2017	2018	2019	Proyección 2020	Proyección 2021	Proyección 2022-2024
Argentina	2,73%	-2,08%	2,67%	-2,48%	-2,2%	-1,3%	1,4%	2,3%
Brasil	-3,55%	-3,31%	1,06%	1,12%	1,2%	2,0%	2,5%	2,4%
Chile	2,30%	1,67%	1,28%	3,59%	1,1%	1,5%	2,5%	2,5%
Paraguay	3,08%	4,31%	4,96%	3,68%	0,2%	3,1%	3,9%	3,8%

Tabla 54: PIB región de operación de Embotelladora Andina S.A.
Fuente: FMI y Banco Central de Chile.

Inflación	2015	2016	2017	2018	2019	Proyección 2020	Proyección 2021	Proyección 2022
Argentina	27%	36%	24,80%	47,60%	53,8%	42,2%	30,1%	25,5%
Brasil	11,30%	6,60%	2,10%	3,40%	4,5%	3,6%	3,8%	3,5%
Chile	4,40%	2,70%	2,30%	2,60%	3,0%	3,2%	3,0%	3,0%
Paraguay	3,10%	3,90%	4,50%	3,20%	2,8%	3,9%	4,0%	4,0%

Tabla 55: IPC región de operación de Embotelladora Andina S.A.
Fuente: Banco Central de cada país.

4.3.2 Índices de Confianza de los Consumidores por Región

El monitoreo de las expectativas o confianza de los consumidores en la situación económica familiar y del país, tiene como objetivo generar guías sobre cuáles serán sus futuras decisiones de gasto y ahorro, siendo indicadores relevantes para anticipar la dirección del crecimiento del consumo y la economía en general.

- **Argentina**

El índice de confianza de Argentina, formulado por el centro de investigación en finanzas de la Universidad de Torcuato di Tella, se basa en una encuesta mensual de 6 preguntas sobre la situación económica familiar y general del país, siguiendo la metodología de la Universidad de Michigan en EE. UU.

Las expectativas de los consumidores argentinos a 12 meses crecieron un 19,2% en diciembre del 2019, respecto al mismo mes del año 2018, en relación con su situación

personal y un 20,3% sobre la situación macroeconómica general del país, pero a largo plazo son menos optimistas y visualizan una situación macroeconómica 1,3% más mala que la que preveían al 2018. A la luz de estos resultados, podría existir cautela en la predisposición de los argentinos al consumo, ya que están visualizando un escenario futuro menos optimista lo que podría generar incentivos al ahorro y no gasto inmediato.

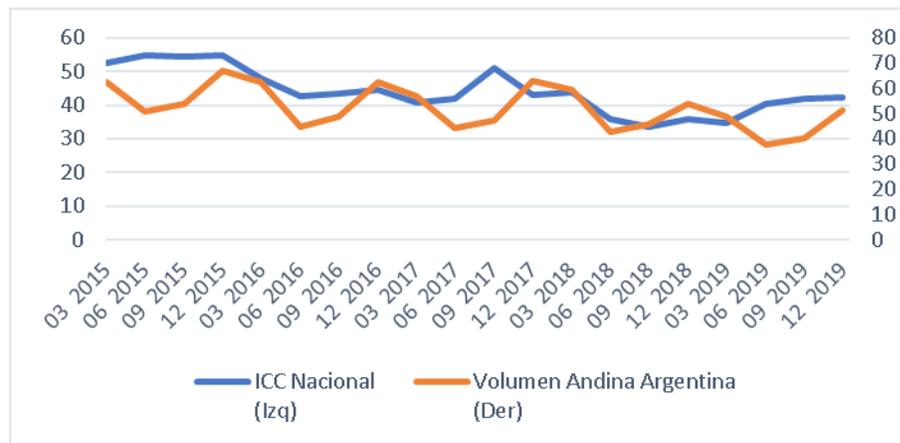


Ilustración 8: Confianza Consumidores v/s Crecimiento Volumen en Argentina
 Fuente: CIF Universidad Torcuato de Tella Argentina y Reportes Trimestrales de Andina.

- **Brasil**

El índice de confianza del consumidor de Brasil es calculado por el instituto brasileño de economía de la fundación Getulio Vargas a través de una encuesta mensual a consumidores. Este índice trata de captar la confianza de los consumidores sobre el estado general de la economía y sus finanzas personales, al igual que el índice argentino. El nivel de satisfacción permite ver la tendencia al gasto de las personas, por ende, de consumo.

La confianza de los consumidores brasileños ha presentado un leve repunte desde fines del 2016, luego de salir de la recesión económica que los afectaba desde la segunda mitad del 2014. Para los consumidores brasileños prima la “cautela”, subiendo levemente el indicador, aunque el nivel de confianza aun no es estable.

En la segunda mitad del 2019 la percepción de los consumidores ha aumentado, acercándose a un escenario favorable (índice sobre 100), pronosticándose a corto plazo una tendencia levemente positiva al consumo.

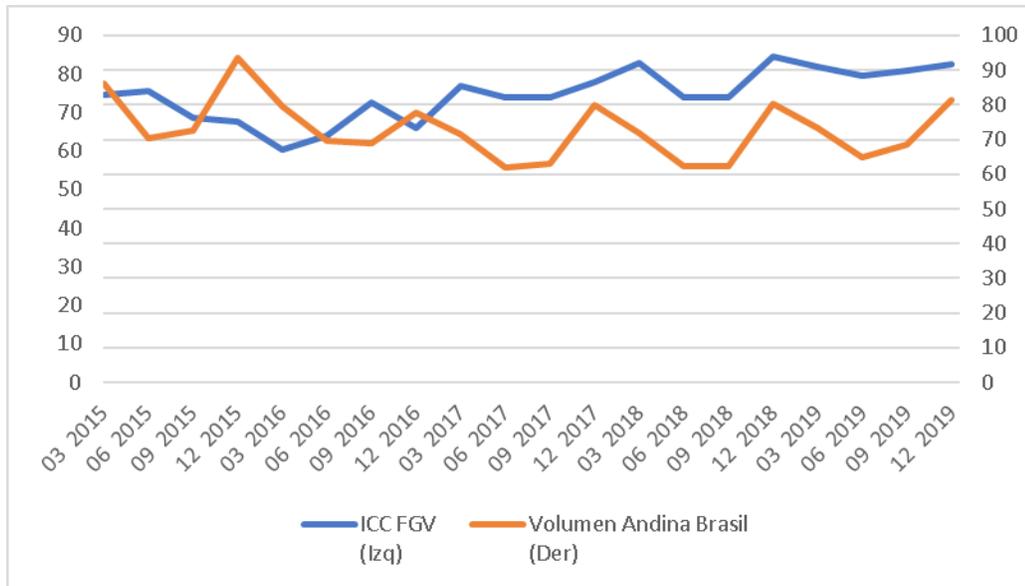


Ilustración 9: Confianza Consumidores v/s Crecimiento Volumen en Brasil
Fuente: FGV Instituto Brasileño de Economía y Reportes Trimestrales de Andina.

- **Chile**

En Chile, la confianza de los consumidores se mide a través del índice de percepción de la economía IPEC, desarrollado por GfKAdimark. Este se determina a través de una encuesta mensual, a mayores de 18 años, en donde se mide la percepción de las personas sobre la situación económica personal y del país actual, situación económica del país a corto plazo (12 meses) y largo plazo (5 años) y la compra de artículos para el hogar.

Entre los años 2015 y 2018 el índice presentaba una tendencia similar respecto al consumo de bebidas, aunque el volumen de ventas es más oscilante debido a que el consumo de bebidas es estacionario, teniendo peak en la época estival y celebraciones como las fiestas patrias en septiembre, y navidad y año nuevo en diciembre. Pero al

2019 la percepción del consumidor respecto a la economía empeoró y en mayor medida en el último trimestre del año producto de la crisis social que afectó el país, pero esta situación no influyó directamente en el consumo de bebidas en las personas, siguiendo una tendencia positiva.

A pesar de que las expectativas han empeorado los últimos meses del 2019, Chile tiene perspectivas de crecimiento en el consumo positivas. Los encuestados estiman que a corto plazo (12 meses) el país se encontrará en un escenario 24.25% más favorable que el presentado a diciembre del 2019. A su vez, a 5 años esperan encontrarse en un índice 121% mayor, es decir un 17.2% mejor en promedio cada año.

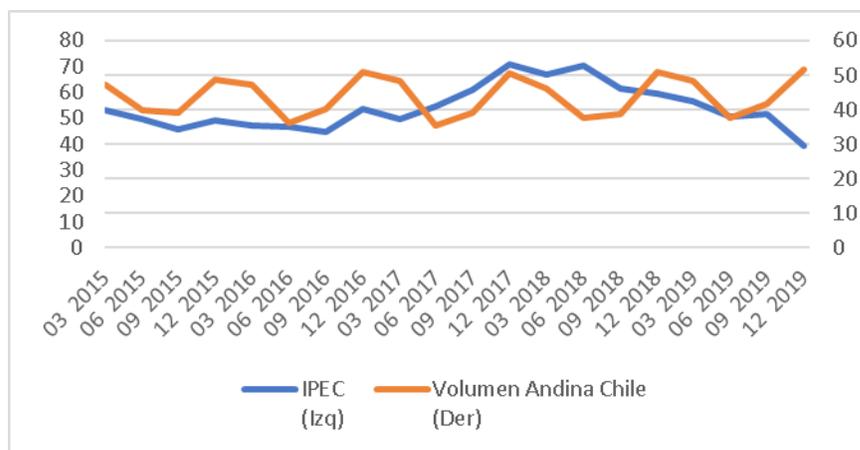


Ilustración 10: Confianza Consumidores v/s Crecimiento Volumen en Chile
Fuente: Índice de Expectativas Económicas (IPEC) de GfK Adimark y Reportes Trimestrales de Embotelladora Andina S.A.

- **Paraguay**

En Paraguay no se calcula un índice de confianza de los consumidores como los otros países de la región en donde opera Embotelladora Andina S.A.

En base a la información disponible del Banco Mundial la economía de Paraguay creció al 4,5% anual promedio entre los años 2014 y 2017 y una expansión de 3,7% para el 2018. Hacia el 2019 por la sequía que afectó el país y las malas condiciones de Argentina y bajo crecimiento de Brasil, países que reciben más del 60% de sus

exportaciones, y sumado a la depreciación del peso paraguayo llevó a una disminución de 2,5% del PIB interanual en el primer semestre, estimándose que el país estuvo en recesión económica en ese periodo, recuperándose en la segunda mitad del año. Esta baja en el crecimiento provocó que el consumo privado no presentara cambios y solo el sector público creciera en un 5%.

Para los años 2020 y 2021 se espera que Paraguay sea uno de los países con mayor crecimiento económico de Latinoamérica.

4.4 Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación de la embotelladora están compuestos en un 67% por costos directos de ventas y en un 33% por gastos de distribución y administración. El comportamiento de estos costos y gastos, en el periodo de análisis, ha sido estable y en conjunto presentan una desviación de 0,87% al asociarlo a los ingresos de la operación.

En la tabla presentada a continuación se encuentran detallados los costos según origen o naturaleza del costo de operación.

	2015	2016	2017	2018	2019
Costos directos de producción	32.834	29.483	30.430	27.542	31.004
Gastos por empleados	11.573	10.942	10.727	9.685	9.648
Gastos de Transporte y distribución	7.081	5.833	6.096	4.985	4.892
Publicidad	1.704	1.517	1.090	629	958
Reparación y mantención	1.316	1.310	1.278	1.020	1.078
Otros gastos	6.405	6.572	6.764	5.037	2.939
Gastos sin Dep. y Amort.	60.914	55.657	56.384	48.899	50.518
Depreciación y amortización	3.926	3.694	3.700	3.613	3.924
Total Gastos Operacionales	64.840	59.351	60.084	52.512	54.442

Tabla 56: Gastos por naturaleza de Embotelladora Andina S.A.(MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Los mayores costos de venta son los costos directos de producción, los que por sí solos representan en promedio el 52% del total de costos asociados a la operación y los gastos por empleados con un 18% de incidencia en los mismos.

Los principales costos directos de producción corresponden a concentrados para jugos y gaseosas adquiridos a The Coca-Cola Company, edulcorantes y materiales de empaque como resina y preformas de plástico para la confección de botellas y compra de botellas de plástico terminadas, CO₂, energía y aluminio para la confección de latas.

Aproximadamente entre un 35% y 40% de los costos directos de operación (azúcar, resina PET y aluminio) se encuentra expuestos a las fluctuaciones de los mercados internacionales, dado que en su mayoría se encuentran dolarizados, lo que afecta directamente a los costos para la Compañía.

En la siguiente tabla se presenta el peso relativo de cada uno de los costos según su naturaleza.

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Costos directos de producción	50,6%	49,7%	50,6%	52,4%	56,9%	52,1%
Gastos por empleados	17,8%	18,4%	17,9%	18,4%	17,7%	18,1%
Gastos de Transporte y distribución	10,9%	9,8%	10,1%	9,5%	9,0%	9,9%
Publicidad	2,6%	2,6%	1,8%	1,2%	1,8%	2,0%
Reparación y mantención	2,0%	2,2%	2,1%	1,9%	2,0%	2,1%
Otros gastos	9,9%	11,1%	11,3%	9,6%	5,4%	9,4%
Gastos sin Dep. y Amort.	94%	94%	94%	93%	93%	93,5%
Depreciación y amortización	6,1%	6,2%	6,2%	6,9%	7,2%	6,51%
Total Gastos Operacionales	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 57: Peso relativo de los costos según su naturaleza
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Los costos y gastos por naturaleza detallados anteriormente en el estado de resultados se clasifican como costos de venta, quienes contendrán los costos directos de operación y gastos de empleados asociados a la operación, y costos distribución y gastos de administración, que contemplan todos los demás costos y gastos.

2015	2016	2017	2018	2019
------	------	------	------	------

Costo de ventas	43.182	39.241	39.892	35.117	37.031
Costos de distribución	7.901	6.971	7.199	6.014	5.899
Gastos de administración sin Dep. y Amort	9.831	9.445	9.293	7.769	7.588
Depreciación y amortización	3.926	3.694	3.700	3.613	3.924
Total Gastos Operacionales	64.840	59.351	60.084	52.512	54.442

Tabla 58: Gastos Operacionales según clasificación en Estado de Resultados
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

En relación con los Ingresos de actividades ordinarias, los costos y gastos ligados a la operación representan un 81.67% de los ingresos en promedio, sin considerar la depreciación y 87.35% incluyéndola. Estos han seguido una leve tendencia a la baja, explicado por una leve caída en los costos de distribución y administración (sin depreciación) en los últimos años, los cuales en promedio representan el 10.17% y 13.15% de los ingresos respectivamente.

En la tabla que se presenta a continuación se detallan la incidencia sobre los ingresos de los costos y gastos de la operación en el periodo de análisis.

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Costo de ventas	58,95%	58,17%	57,82%	57,86%	58,93%	58,35%
Costos de distribución	10,79%	10,33%	10,43%	9,91%	9,39%	10,17%
Gastos de administración sin Dep. y Amort.	13,42%	14,00%	13,47%	12,80%	12,07%	13,15%
Costos Totales sin Dep. y Amort.	83,16%	82,50%	81,72%	80,57%	80,39%	81,67%
Depreciación y amortización	5,36%	5,48%	5,36%	5,95%	6,24%	5,68%
Costos Totales	88,52%	87,98%	87,09%	86,53%	86,63%	87,35%

Tabla 59: Incidencia de Gastos Operacionales sobre los Ingresos por Ventas
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

4.5 Análisis de Cuentas no operacionales

Se analizan las partidas del Estado de Resultados para identificar las cuentas No Operacionales, es decir las que no pertenecen al negocio principal, para determinar en base a su comportamiento en el periodo de estudio (años 2015 al 2019) si corresponde clasificarlas como cuentas recurrentes o no recurrentes.

Se considera una cuenta recurrente las partidas que son repetitivas dentro del periodo y que a pesar de no ser parte del negocio principal son necesarias para el funcionamiento de la compañía en su conjunto como, por ejemplo, el pago de los intereses de los bonos que se han emitido.

A su vez, las cuentas no recurrentes son partidas que aparecen eventualmente en los estados financieros y no son necesarias para el desarrollo de la actividad principal y pueden estar originadas por agentes externos como son los impuestos y diferencias de tipo de cambio dada la exposición a diferentes monedas.

Cuentas no Operacionales Estado de Resultados	Carácter (Recurrente o No recurrente)	Contenido
Otros Ingresos	No recurrente	En esta cuenta se incluye las partidas:

		Utilidad por venta de activo fijo, Recuperación crédito PIS y COFINS y otros.
Otros gastos, por función	Recurrente	Esta cuenta incluye las partidas: Contingencias y honorarios no operativos asociados, Impuesto a los débitos bancarios, Castigo, bajas y pérdida de activo fijo y otros.
Otras (pérdidas) Ganancias	Recurrente	Esta cuenta incluye: Pérdida porción inefectiva de derivados de cobertura y Otros ingresos.
Ingresos Financieros	Recurrente	En esta cuenta se incluyen partidas recurrentes y otras no recurrentes. Recurrentes: Ingreso por intereses, otros ingresos financieros (11,84% del saldo de la cuenta al 2019). No recurrentes: Actualización garantía compra Ipiranga, Recuperación crédito PIS y COFINS.
Costos Financieros	Recurrente	Esta cuenta incluye: Intereses bonos, Intereses por préstamos bancarios y Otros costos financieros.
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan bajo el método de participación	Recurrente	Esta cuenta incluye: Valor patrimonial sobre resultado de asociadas, Utilidad no realizada por stock de productos adquiridos a asociadas y no vendidos al cierre del período, que se presenta rebajando la respectiva cuenta de activo (Envases y/o Inventarios), Amortización mayor valor venta activos fijos Envases CMF S.A. y Amortización mayor valor derechos preferentes CCDV S.A.
Diferencias de cambio	No recurrente	Unidades monetarias resultantes del cambio de los resultados de la moneda de origen (reales, peso argentino y peso paraguayo) a la funcional (peso chileno) de los estados financieros.
Resultados por unidades de reajuste	No recurrente	Corresponde a la corrección monetaria.

Tabla 60: Análisis de Cuentas No Operacionales el Estado de Resultados
Fuente: Elaboración propia

4.6 Análisis de Activos

Para clasificar los activos de la Compañía en Operacionales si están directamente relacionados a la operación del negocio principal y No Operacionales en el caso contrario se analizan las cuentas del Activo del balance y las partidas que conforman cada una de ellas a diciembre del 2019.

En las siguientes tablas se explica en que consiste cada uno de los activos corrientes y su respectiva clasificación.

Activos Corrientes	Clasificación	Contenido
Efectivo y equivalentes al efectivo	No operacional	Esta cuenta incluye: - Efectivo en caja - Saldo en bancos - Depósitos a plazo (vencen en un plazo inferior a tres meses desde su fecha de adquisición y devengan el interés de mercado). - Otros instrumentos de renta fija (operaciones de compra con retroventa de instrumentos de deuda con vencimiento inferior a 90 días) Lo saldos se encuentran en dólares, euros, real, guaraní, peso chileno y argentino.
Otros activos financieros, corrientes	No operacional	Esta cuenta incluye: - Activos financieros medidos a costo (corresponden principalmente a depósitos a plazo que vencen dentro del corto plazo (a más de 90 días)). - Activos financieros a valor razonable.
Otros activos no financieros, corrientes	Operacional	En esta cuenta se incluye: - Gastos anticipados - Remanentes crédito fiscal (excesos pagados en impuestos en Brasil, recuperados por orden judicial). - Depósitos en garantía - Otros (están compuestos principalmente por anticipos a proveedores).

Tabla 61: Clasificación Operacional de los Activos Corrientes
 Fuente: Elaboración propia

Activos Corrientes	Clasificación	Contenido
Deudores comerciales y otras	Operacional	Esta cuenta incluye: - Deudores comerciales

cuentas por cobrar, corrientes		- Deudores varios - Otras cuentas por cobrar
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	No operacional	Esta cuenta incluye los saldos y principales transacciones con partes relacionadas como Embonor S.A., Coca-Cola de Chile S.A., Coca Cola de Argentina, Alimentos de Soja S.A.U., Coca Cola del Valle New Ventures S.A., UBI 3 (Ades), Embotelladora Iquique S.A., Envases CMF S.A., Cervecería Austral S.A., Comercial Patagona Ltda. y Monster.
Inventarios	Operacional	Esta cuenta incluye: - Materias primas (concentrado, endulzantes, tapas y suministros PET) - Productos terminados - Repuestos y otros suministros de la producción - Productos en proceso - Otros Inventarios - Provisión de obsolescencia
Activos por impuestos, corrientes	Operacional	Esta cuenta contempla los créditos al impuesto por gastos de capacitación, por compras de propiedades, planta y equipo y donaciones.

Tabla 62: Clasificación Operacional de los Activos Corrientes (Continuación).
Fuente: Elaboración propia

A continuación, se presentan los Activos no corrientes de la Compañía y la respectiva clasificación según las partidas que componen cada una de las cuentas.

Activos No Corrientes	Clasificación	Contenido
------------------------------	----------------------	------------------

Otros activos financieros, no corrientes	Operacional	Esta cuenta incluye: - Activos financieros medidos a costo amortizado - Activos financieros a valor razonable - Otros activos financieros medidos a costo amortizado (derechos en la sociedad Argentina Alimentos de Soya S.A., que están enmarcados en la compra de la marca “Ades” gestionada por The Coca Cola Company a fines del año 2016.)
Otros activos no financieros, no corrientes	Operacional	Esta cuenta incluye: - Gastos anticipados - Remanentes crédito fiscal (excesos pagados en impuestos en Brasil) - Depósitos Judiciales - Otros (están compuestos principalmente por anticipos a proveedores).
Cuentas por cobrar, no corrientes	No operacional	Esta cuenta incluye: - Deudores comerciales (sin valor) - Deudores varios - Otras cuentas por cobrar
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	No operacional	Esta cuenta incluye los saldos y principales transacciones con partes relacionadas como Embonor S.A., Coca-Cola de Chile S.A., Coca Cola de Argentina, Alimentos de Soja S.A.U., Coca Cola del Valle New Ventures S.A., UBI 3 (Ades), Embotelladora Iquique S.A., Envases CMF S.A., Cervecería Austral S.A., Comercial Patagona Ltda. y Monster. Para el cierre del 2019 solo Coca-Cola de Chile S.A., presenta saldo no corriente.
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	No operacional	Esta cuenta incluye las inversiones en las empresas relacionadas en Chile y Brasil: Chile: Envases CMF S.A. y Coca Cola del Valle New Ventures S.A. Brasil: Leão Alimentos e Bebidas Ltda., Kaik Participacoes Ltda., SRSA Participacoes Ltda., Sorocaba Refrescos S.A. y Trop Frutas do Brasil Ltda.
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional	Esta cuenta incluye: - Derechos de distribución: corresponden a los derechos contractuales que se tienen para producir y distribuir productos de la marca Coca-Cola en determinados territorios de Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Los contratos de producción y distribución son renovables por periodos de 5 años con Coca-Cola. - Programas informáticos. - Otros

Tabla 63: Clasificación Operacional de los Activos No Corrientes
Fuente: Elaboración propia

Activos No Corrientes	Clasificación	Contenido
Plusvalía	Operacional	La Plusvalía representa el exceso del costo de adquisición por sobre el valor razonable de la participación del Grupo en los activos netos adquiridos a la fecha de adquisición. Como es un activo intangible de vida útil indefinida, se deben realizar pruebas de deterioro anualmente. Su valor está determinado por su valor inicial menos las pérdidas acumuladas por deterioro. Se considera operacional ya que se origina de activos fijos utilizados en la operación
Propiedades, planta y equipo	Operacional	Esta cuenta incluye: Construcción en curso, terrenos, edificios, plantas y equipo, equipamiento de tecnologías de la información, instalaciones fijas y accesorios, vehículos, mejoras de bienes arrendados, derechos de uso y otras propiedades, planta y equipo.
Activos por impuestos diferidos	No Operacional	Los impuestos diferidos se originan cuando se debe pagar un mayor monto de impuesto en el período actual producto de las diferencias contables y tributarias, pero se pueden recuperar en los ejercicios siguientes. Se relacionan con las diferencias temporales, compensación de pérdidas y créditos no utilizados en períodos anteriores.

Tabla 64: Clasificación Operacional de los Activos No Corrientes
Fuente: Elaboración propia

5 Proyección de EERR

En el presente capítulo se establecen los supuestos para proyectar el Estado de Resultados de Embotelladora Andina S.A. para los próximos 5 años.

5.1 Ingresos de Operación

Del análisis de crecimiento de las ventas y perspectivas de la industria realizado en el capítulo anterior se establecen dos componentes a proyectar por país; i) volumen de venta por categoría y ii) crecimiento del precio promedio por caja unitaria por país.

5.1.1 Supuestos de crecimiento del volumen por país

A continuación, se detallan los supuestos de crecimiento del volumen por categoría de producto para cada uno de los países en donde opera Embotelladora Andina S.A.

- **Argentina**

Se utiliza como tasa de crecimiento del volumen, dada la alta volatilidad que ha presentado el volumen vendido en todas las categorías de productos (gaseosas, aguas y jugos y otros), el crecimiento armónico promedio (CARG) de los últimos 5 años por categoría.

Las tasas de crecimiento negativas para las categorías gaseosas y jugos y otros concuerdan con la proyección del PIB negativo en el corto plazo, y a pesar de que existe una mejora en la proyección a partir del 2021 la confianza de los consumidores a largo plazo es más desfavorable de la que presentan a la fecha, por esta razón se

proyectará de forma conservadora y se mantendrán las tasas negativas de crecimiento para las categorías gaseosas y jugos y otros para los 5 años de proyección.

- **Brasil**

Se utiliza como tasa de crecimiento del volumen para la categoría gaseosas el crecimiento promedio de los últimos 2 años. Esto se debe a que la Compañía ha incorporado una nueva planta en operación a fines del 2017, creciendo su capacidad productiva y haciéndola no comparable con los periodos anteriores. Para las otras categorías, dada la alta volatilidad que se observó en los volúmenes vendidos en el periodo analizado, generado en parte por la crisis económica sufrida en el país, se utiliza el promedio armónico del crecimiento del volumen vendido en los últimos 5 años para suavizar el efecto de las grandes fluctuaciones en el crecimiento.

Además, se considera razonable proyectar el flujo de ventas global positivo debido a la recuperación economía que está presentando el país. Presenta perspectivas de crecimiento del PIB positivas para los siguientes años y un aumento de confianza de los consumidores sobre un escenario económico futuro más positivo.

- **Chile**

La tasa para proyectar el crecimiento del volumen por categoría de producto se determina como el promedio armónico de los últimos 5 años del volumen por categoría. A pesar de ser el país más estable en crecimientos de todos en los que opera Embotelladora Andina S.A., el 2019 cambio la tendencia de crecimiento de la categoría gaseosas, resultado del aumento del mix de productos con menos azúcar, por lo que usar promedio simple castigaría el nuevo impulso que está teniendo dicha categoría. Por otra parte, la tendencia del crecimiento del volumen total proyectado se ajusta a la proyección del crecimiento del PIB determinado por el Banco Central y la perspectiva positiva que tienen los consumidores al escenario económico a corto plazo (12 meses) y a largo plazo (5 años).

- **Paraguay**

En Paraguay, al ser un mercado de bajos volúmenes de venta, una pequeña variación en el volumen vendido por categoría genera altos crecimientos, por esta razón se utiliza como tasa de crecimiento el promedio armónico de los últimos 5 años del volumen vendido por categoría.

	Argentina	Brasil	Chile	Paraguay
Volumen – Gaseosas	-5,68%	1,39%	-0,87%	1,30%
Volumen - Jugos y Otros	-15,23%	-3,76%	1,88%	10,18%
Volumen – Aguas	13,14%	10,11%	5,19%	6,27%

Tabla 65: Supuestos de crecimiento del volumen vendido por país y tipo de producto.
Fuente: Elaboración propia

5.1.2 Supuestos de crecimiento de precios

Del análisis de los precios promedio realizado en el capítulo anterior se estableció que la caja unitaria vendida no solo incrementa su valor por inflación de la moneda funcional, sino que, crece según las condiciones de cada país.

Se analizó si el PIB proyectado sería un buen indicador de crecimiento de los precios, y dado que el crecimiento esperado y el crecimiento de los precios de la caja unitaria de Embotelladora Andina S.A., por país no se han ajustado en los últimos 5 años, se descarta el PIB como predictor de crecimiento de precios para la proyección.

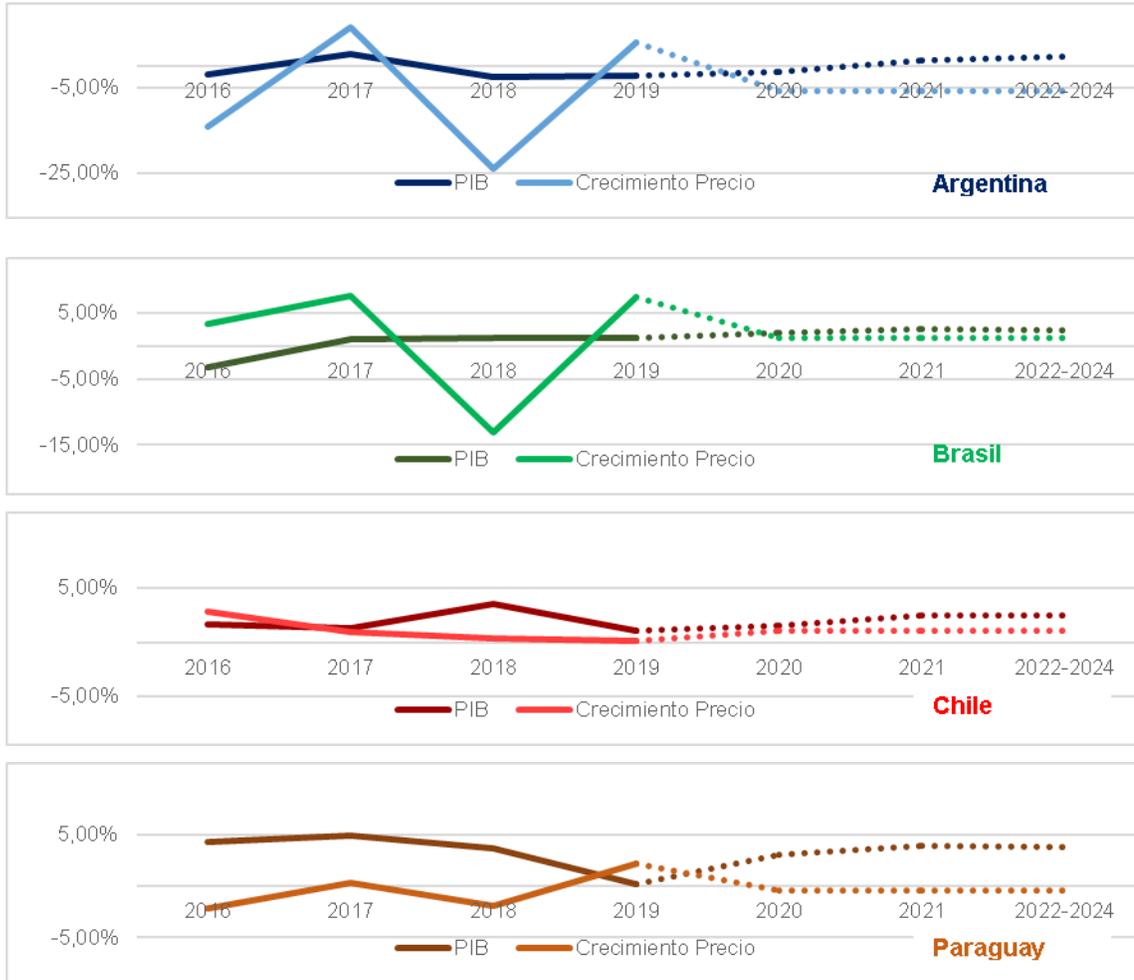


Ilustración 11: PIB y Crecimiento de Embotelladora Andina S.A., por región.
Fuente: Elaboración Propia

Para la proyección se utilizarán las tasas de crecimiento (decrecimiento) promedio del precio real de los últimos 5 años.

	Tasa de Proyección
Argentina	-5,94%
Brasil	1,27%
Chile	1,06%
Paraguay	-0,38%

Tabla 66: Supuesto de crecimiento del precio real.
Fuente: Elaboración propia

El resultado la proyección de ingresos se muestra en la siguiente tabla.

	2020	2021	2022	2023	2024
Argentina	12.539	11.327	10.280	9.379	8.607
Brasil	22.389	22.927	23.497	24.098	24.731
Chile	21.890	22.288	22.707	23.147	23.610
Paraguay	5.735	5.864	6.000	6.144	6.297
Ingresos Totales	62.553	62.407	62.484	62.769	63.245

Tabla 67: Proyección de ingresos por ventas (MUF)
Fuente: Elaboración propia

Para el primer año se proyectó una caída del volumen total vendido por la Compañía de 0,21% y una caída total de los ingresos reales de 0,46%, provocado principalmente por la no recuperación de los ingresos en Argentina. Para las operaciones en Chile, Brasil y Paraguay se estima crecimiento del volumen vendido y los ingresos producto de la operación.

5.2 Costos de Operación

Los costos operacionales de la Compañía se proyectan en base a las tasas de incidencia sobre las ventas promedio de los últimos 5 años determinados en el capítulo anterior. Respecto a la depreciación y amortización esta se mantendrá fija e igual a la informada en los estados financieros publicados a diciembre del 2019.

Costos de Operación	Incidencia sobre las ventas
Costo de ventas	58,35%
Costos de distribución	10,17%
Gastos de administración	13,15%
Depreciación (MUF)	3.924

Tabla 68: Supuestos de proyección de costos.
Fuente: Elaboración propia

El resultado la proyección de costos se muestra en la siguiente tabla.

Costos de Operación	2020	2021	2022	2023	2024
Costo de ventas	36.500	36.414	36.460	36.625	36.904
Costos de distribución	6.362	6.347	6.355	6.384	6.432
Gastos de administración sin Dep. y Amort.	8.226	8.206	8.217	8.254	8.317
Depreciación y Amortización	3.924	3.924	3.924	3.924	3.924
Total	55.011	54.892	54.955	55.187	55.576

Tabla 69: Proyección Costos Operacionales (MUF)
Fuente: Elaboración propia

5.3 Resultado No Operacional

Las cuentas clasificadas como no operacionales se proyectan como incidencia promedio sobre las ventas si presentan carácter recurrente en los estados financieros y se mantendrá constante el valor a diciembre del 2019 para las cuentas con carácter no recurrente.

A continuación, se detallan los supuestos a utilizar para cada cuenta no operacional.

Otros Ingresos: Corresponde a una cuenta no operacional con flujo no recurrente. Se proyecta constante a partir del 2019 sin considerar la cuenta Recuperación crédito PIS y COFINS, ya que corresponde a un reembolso del total de impuestos cobrados indebidamente dada la resolución favorable de una orden judicial presentada por Río de Janeiro Refrescos Ltda., que no se volverán a percibir.

Detalle Otros Ingresos 2019	\$MM	MUF	Proyección MUF
Utilidad venta de activo fijo	266	9	9
Recuperación reclamo AFIP		0	0
Recuperación crédito PIS y COFINS	40.282	1423	0
Otros	400,09	14	14
Total	40.947	1446	24

Tabla 70: Detalle otros ingresos diciembre 2019 (MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la
-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-----------------	-------------------------

							proyección
Otros Ingresos	18	67	21	95	1.446	No recurrente	
Incidencia sobre las ventas	0,03%	0,10%	0,03%	0,16%	2,30%		MUF 24

Tabla 71: Supuesto proyección Otros Ingresos (MUF)

Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Otros gastos, por función: Corresponde a un gasto no operacional pero recurrente en los estados financieros. Se proyecta como un porcentaje por sobre los ingresos de cada año. La tasa de incidencia a aplicar en la proyección se determina como la incidencia promedio sobre las ventas en los últimos 5 años.

	2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la proyección
Otros gastos, por función	(858)	(864)	(623)	(583)	(925)	Recurrente	
Incidencia sobre las ventas	1,17%	1,28%	0,90%	0,96%	1,47%		1,16%

Tabla 72: Supuesto proyección Otros gastos, por función

Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Otras (pérdidas) Ganancias: Corresponde a una cuenta no operacional pero recurrente en los estados financieros. Se proyecta como un porcentaje por sobre los ingresos de cada año. La tasa de incidencia a aplicar en la proyección se determina como la incidencia promedio sobre las ventas en los últimos 5 años.

	2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la proyección
Otras (pérdidas) Ganancias	(246)	(129)	(95)	(98)	0	Recurrente	
Incidencia sobre las ventas	0,34%	0,19%	0,14%	0,16%	0,00%		0,17%

Tabla 73: Supuesto proyección Otras (pérdidas) Ganancias

Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Ingresos Financieros: Corresponde a una cuenta no operacional pero recurrente en los estados financieros. Se proyecta como un porcentaje por sobre los ingresos de

cada año. La tasa de incidencia a aplicar en la proyección se determina como la incidencia promedio sobre las ventas en los últimos 5 años.

	2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la proyección
Ingresos Financieros	395	367	418	143	1.595	Recurrente	
Incidencia sobre las ventas	0,54%	0,54%	0,61%	0,24%	2,54%		0,89%

Tabla 74: Supuesto proyección Ingresos Financieros
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Costos Financieros: Corresponde a una cuenta no operacional pero recurrente en los estados financieros. Se proyecta como un porcentaje por sobre los ingresos de cada año. La tasa de incidencia a aplicar en la proyección se determina como la incidencia promedio sobre las ventas en los últimos 5 años.

	2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la proyección
Costos Financieros	(2.172)	(1.950)	(2.061)	(1.996)	(1.632)	Recurrente	
Incidencia sobre las ventas	2,97%	2,89%	2,99%	3,29%	2,60%		2,95%

Tabla 75: Supuesto proyección Costos Financieros
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan bajo el método de participación: Corresponde a una cuenta no operacional pero recurrente en los estados financieros. Se proyecta como un porcentaje por sobre los ingresos de cada año. La tasa de incidencia a aplicar en la proyección se determina como la incidencia promedio sobre las ventas en los últimos 5 años.

2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la
------	------	------	------	------	----------	------------------

							proyección
Participación en las ganancias de asociadas	(91)	(10)	(3)	51	(121)	Recurrente	
Incidencia sobre las ventas	0,12%	0,01%	0,00%	0,08%	0,19%		0,08%

Tabla 76: Supuesto proyección Participación en ganancias de asociadas
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Diferencias de cambio: Corresponde a una cuenta no operacional con flujo no recurrente. Se proyecta constante a partir del 2019.

	2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la proyección
Diferencias de cambio	(111)	(3)	(51)	(53)	(146)	No recurrente	
Incidencia sobre las ventas	0,15%	0,00%	0,07%	0,09%	0,23%		(146)

Tabla 77: Supuesto proyección Diferencias de cambio (MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Resultados por unidades de reajuste: Corresponde a una cuenta no operacional con flujo no recurrente. Se proyecta constante a partir del 2019.

	2015	2016	2017	2018	2019	Carácter	Supuesto para la proyección
Resultados por unidades de reajuste	(285)	(242)	(140)	(184)	(266)	No recurrente	
Incidencia sobre las ventas	0,39%	0,36%	0,20%	0,30%	0,42%		(266)

Tabla 78: Supuesto de proyección Resultados por unidades de reajuste (MUF)
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Aplicando los supuestos anteriormente descritos la proyección de las cuentas no operacionales es la siguiente:

Estados de Resultados - Cuentas No Operacionales	2020	2021	2022	2023	2024
---	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Otros Ingresos	24	24	24	24	24
Otros gastos, por función	(726)	(724)	(725)	(728)	(734)
Otras (pérdidas) Ganancias	(106)	(106)	(106)	(107)	(108)
Ingresos Financieros	557	555	556	559	563
Costos Financieros	(1.845)	(1.841)	(1.843)	(1.852)	(1.866)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan bajo el método de participación	(50)	(50)	(50)	(50)	(51)
Diferencias de cambio	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)
Resultados por unidades de reajuste	(266)	(266)	(266)	(266)	(266)

Tabla 79: Proyección flujo no operacional (MUF)

Fuente: Elaboración propia.

5.4 Impuestos

La Compañía, cancela impuestos a las ganancias en cada uno de los países en donde opera y declara sus ingresos. Para determinar el flujo de impuestos proyectado se utilizaron las tasas impositivas de cada región, según la normativa vigente de cada país al 31/12/2019.

País	Impuesto Proyección
Argentina	25%
Brasil	34%
Chile	27%
Paraguay	10%

Tabla 80: Tasa impositiva por país.

Fuente: Normativa de cada país.

La tasa de impuesto efectiva a aplicar en el periodo se estableció como un promedio ponderado de la contribución a los ingresos de cada país por año proyectado. Este supuesto asume que las demás cuentas que afectan a las ganancias antes de impuesto en el estado de resultados consolidado se distribuyen bajo la misma ponderación. Se determina una tasa impositiva para cada año debido a que el ingreso por ventas se determinó en base a un crecimiento de ingresos por país y no una tasa

global, no manteniéndose el mismo porcentaje de contribución a los ingresos totales para todos los años.

	2020	2021	2022	2023	2024
Ganancia antes de impuesto	4.983	4.961	4.973	5.015	5.086
Impositiva efectiva	27,55%	27,61%	27,67%	27,72%	27,77%
Gasto por impuesto a las ganancias	(1.373)	(1.370)	(1.376)	(1.390)	(1.412)

Tabla 81: Proyección de impuestos en (MUF)
Fuente: Elaboración propia.

5.5 Estado de resultados proyectado

A continuación, se presenta el estado de resultados proyectado en base a los supuestos anteriormente descritos.

Proyección EE.RR. MUF	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	62.553	62.407	62.484	62.769	63.245
Costo de ventas	(36.500)	(36.414)	(36.460)	(36.625)	(36.904)
Ganancia bruta	26.053	25.992	26.025	26.143	26.342
Otros Ingresos	24	24	24	24	24
Costos de distribución	(6.362)	(6.347)	(6.355)	(6.384)	(6.432)
Gastos de administración	(12.150)	(12.130)	(12.141)	(12.178)	(12.241)
Otros gastos, por función	(726)	(724)	(725)	(728)	(734)
Otras (pérdidas) Ganancias	(106)	(106)	(106)	(107)	(108)
Ingresos Financieros	557	555	556	559	563
Costos Financieros	(1.845)	(1.841)	(1.843)	(1.852)	(1.866)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan bajo el método de participación	(50)	(50)	(50)	(50)	(51)
Diferencias de cambio	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)
Resultados por unidades de reajuste	(266)	(266)	(266)	(266)	(266)
Ganancia antes de impuesto	4.983	4.961	4.973	5.015	5.086
Gasto por impuesto a las ganancias	(1.373)	(1.370)	(1.376)	(1.390)	(1.412)
Ganancia	3.610	3.591	3.597	3.625	3.673

Tabla 82: Estado de Resultado proyectado para Embotelladora Andina S.A. (MUF)
Fuente: Elaboración propia

Haciendo un análisis porcentual del Estado de Resultados proyectado para los años 2020 al 2014, se muestra estabilidad para cada uno de los componentes proyectados, manteniendo una rentabilidad promedio para el negocio de 5,77%.

Proyección EE.RR. (%)	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-58,35%	-58,35%	-58,35%	-58,35%	-58,35%
Ganancia bruta	41,65%	41,65%	41,65%	41,65%	41,65%
Otros Ingresos	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Costos de distribución	-10,17%	-10,17%	-10,17%	-10,17%	-10,17%
Gastos de administración	-19,42%	-19,44%	-19,43%	-19,40%	-19,35%
Otros gastos, por función	-1,16%	-1,16%	-1,16%	-1,16%	-1,16%
Otras (pérdidas) Ganancias	-0,17%	-0,17%	-0,17%	-0,17%	-0,17%
Ingresos Financieros	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%
Costos Financieros	-2,95%	-2,95%	-2,95%	-2,95%	-2,95%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan bajo el método de participación	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%
Diferencias de cambio	-0,23%	-0,23%	-0,23%	-0,23%	-0,23%
Resultados por unidades de reajuste	-0,43%	-0,43%	-0,43%	-0,42%	-0,42%
Ganancia antes de impuesto	7,97%	7,95%	7,96%	7,99%	8,04%
Gasto por impuesto a las ganancias	-2,19%	-2,19%	-2,20%	-2,21%	-2,23%
Ganancia	5,77%	5,75%	5,76%	5,77%	5,81%

Tabla 83: Estado de Resultado proyectado para Embotelladora Andina S.A. (%)
Fuente: Elaboración propia

6 Proyección de Flujos de Caja Libre

En este capítulo se realizan los ajustes necesarios al Estado de Resultados proyectado para la obtención del flujo de caja libre a utilizar en la valoración de Embotelladora Andina S.A.

6.1 Flujo de Caja Bruto

Para obtener el flujo de caja libre de la Compañía, mediante el método indirecto, el primer paso es ajustar la Utilidad Neta de la proyección realizada por los ingresos y egresos no operacionales, para obtener el Flujo de Caja Bruto. Estos ajustes pueden ser antes o después de impuestos dependiendo de si su incidencia en la utilidad de la Compañía es permanente en el tiempo. Por ejemplo, las variaciones por Diferencias de tipo de cambio y Corrección monetaria tienen efectos tributarios permanentes en la Utilidad Neta, por lo que estas partidas se descuentan antes de impuestos. Se debe considerar que los ajustes se realizan con el signo inverso al utilizado en el estado de resultados para el cálculo de la utilidad neta.

Los ajustes por realizar a la utilidad neta proyectada son los siguientes:

1. Incorporación de la Depreciación y Amortización. Este no es un egreso real de la Compañía, su incorporación al estado de resultados solo tiene un efecto contable y disminuyen la utilidad neta del ejercicio para efectos tributarios.
2. Descuento (Incorporación) de Otros ingresos y Otros gastos por función. Se deben eliminar todas las partidas de ingresos y gastos cuyo origen no sea la operación a la que se dedica la Compañía. Estos se deben descontar después de impuesto para eliminar el efecto tributario y son descontados porque suelen ser transitorios.

3. Descuento de los Ingresos Financieros e incorporación de los costos financieros. Estas partidas se deben descontar ya que no corresponden a partidas operacionales en una compañía del rubro de bebidas. Se deben considerar después de impuesto.
4. Descuento de las ganancias de asociadas y negocios conjuntos después de impuesto, ya que no se consideran parte de la operación.
5. Descuento (incorporación) de las Diferencias de cambio y Resultados por unidad de reajuste.

En la siguiente tabla se muestran los ajustes realizados a la utilidad neta proyectada para Embotelladora Andina S.A.

	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad Neta	3.610	3.591	3.597	3.625	3.673
(+/-) Ajustes	5.892	5.887	5.887	5.893	5.904
Depreciación y Amortización	3.924	3.924	3.924	3.924	3.924
Otros Ingresos (desp. de imp.)	-17	-17	-17	-17	-17
Otros Gastos, por función (desp. de imp.)	526	524	524	526	530
Otras Pérdidas y Ganancias (desp. de imp.)	77	77	77	77	78
Ingresos Financieros (desp. de imp.)	-403	-402	-402	-404	-407
Costos Financieros (desp. de imp.)	1.337	1.333	1.333	1.338	1.348
Ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos	36	36	36	36	37
Diferencias de cambio	146	146	146	146	146
Resultados por unidades de reajuste	266	266	266	266	266
Flujo de Caja Bruto	9.502	9.478	9.484	9.518	9.578

Tabla 84: Flujo de Caja Bruto: Ajustes a Utilidad Neta proyectado (MUF)
Fuente: Elaboración propia

6.2 Inversión de Reposición

Embotelladora Andina S.A., no declara una estructura de inversión enfocada a la reposición de activos deteriorados por la operación en sus publicaciones corporativas. Para proyectar el nivel de inversión de reposición o CAPEX de mantenimiento que la Compañía tendrá en los siguientes años se analizó el comportamiento de los activos

fijos netos, principalmente la cuenta del Activo Propiedad, planta y equipos, y su relación con la Depreciación acumulada en los últimos 5 años.

Propiedad, planta y equipos, Neto	2015	2016	2017	2018	2019
Construcción en curso	1.351	1.897	3.139	945	964
Terrenos	3.391	3.490	3.619	3.645	3.681
Edificios	6.222	6.569	6.060	7.769	7.488
Planta y equipo	7.936	7.226	5.815	7.524	6.547
Equipamiento de tecnologías de la información	169	232	173	188	177
Instalaciones fijas y accesorios	870	777	731	764	701
Vehículos	706	907	1.092	791	776
Mejoras de bienes arrendados	11	7	0	1	2
Derechos de uso	0	0	0	0	1.139
Otras propiedades, planta y equipo	4.337	4.177	3.990	4.158	4.055
Total Propiedad, planta y equipos neto	24.992	25.283	24.619	25.785	25.529
Total Propiedad, planta y equipos neto sin cuentas Construcción en curso y Terrenos	20.251	19.895	17.861	21.194	20.884

Tabla 85: Valor neto de los Activos fijos (MUF)

Fuente: Elaboración propia, en base a estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Depreciación Acumulada	2015	2016	2017	2018	2019
Construcción en curso	-	-	-	-	-
Terrenos	-	-	-	-	-
Edificios	1.957	2.174	2.228	5.700	3.084
Planta y equipo	8.954	9.980	10.301	15.097	13.628
Equipamiento de tecnologías de la información	502	515	600	637	668
Instalaciones fijas y accesorios	413	461	500	822	926
Vehículos	615	787	870	1.157	1.172
Mejoras de bienes arrendados	15	21	4	4	5
Derechos de uso	0	0	0	0	292
Otras propiedades, planta y equipo	10.348	10.911	10.780	11.744	11.933
Total Propiedad, planta y equipos neto	22.803	24.849	25.284	35.161	31.707

Tabla 86: Depreciación acumulada de los Activos Fijos (MUF)

Fuente: Elaboración propia, en base a estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

A raíz del análisis de cada componente de la cuenta “Propiedad, planta y equipos, neto” y la depreciación acumulada respectiva, se establece que para el cálculo de la

inversión de reposición solo se deben considerar los activos fijos sujetos a depreciación, descontando los valores contabilizados en las cuentas Construcción en curso y Terrenos. La tasa de inversión en reposición a utilizar entre los años 2020-2023 corresponderá al promedio simple de los últimos 5 años de la relación entre activos fijos netos depreciables y depreciación acumulada, lo que se muestra en la siguiente tabla.

	2015	2016	2017	2018	2019
Activo Fijo Depreciable Neto	20.251	19.895	17.861	21.194	20.884
Depreciación Acumulada	22.803	24.849	25.284	35.161	31.707
Act. Fijo Dep. / Dep. Ac.	88,81%	80,07%	70,64%	60,28%	65,87%
Promedio	73,13%				

Tabla 87: Relación entre valor de los activos y depreciación
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A.

Finalmente, la inversión de reposición proyectada para determinar el Flujo de Caja Libre es:

	2020	2021	2022	2023	2024
Depreciación	3.924	3.924	3.924	3.924	3.924
Inversión de Reposición	2.870	2.870	2.870	2.870	3.924

Tabla 88: Inversión de Reposición proyectada (MUF)
Fuente: Elaboración propia

6.3 Nuevas Inversiones (Activo Fijo)

Embotelladora Andina S.A., como comenta en su memoria corporativa, no tiene una estructura de inversión definida, pero ha presupuestado para el año 2020 una inversión de entre \$US160 y \$US170 los que espera destinar a:

- Mejorar capacidad productiva por proyectos de inversión en etiquetados de productos retornables y nuevas líneas de producción en Brasil, Chile y Paraguay
- Mejorar infraestructura en Chile y Paraguay.

- Compra de equipos en frío.

Para nuestra proyección se utilizará la máxima inversión estimada para el año (\$US 170) convertida al tipo de cambio proyectado por el Banco Central a diciembre del 2019 para el 2020 (\$750). Esta inversión será equivalente a MUF 4.504.

Para establecer las nuevas inversiones para los siguientes años se analizan las actividades de inversión de los últimos 5 años registradas en el estado de flujo de efectivo. De este estado financiero se determinó que la única cuenta que se podía asociar a nuevas inversiones en activo fijo era “Compras de propiedades, planta y equipo”.

Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	2015	2016	2017	2018	2019
Flujos de efectivo procedentes en la venta de participaciones no controladoras (Venta de participación en Leao Alimentos e Bebidas Ltda.)	0	0	0	0	0
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras (Aporte de capital en Leao Alimentos e Bebidas Ltda.)	(40)	0	0	0	0
Aportes realizados en asociadas	0	(670)	(580)	(570)	0
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	80	0	0	10	0
Compras de propiedades, planta y equipo	(4.390)	(4.870)	(6.300)	(4.390)	(3.910)
Compra de activos intangibles	0	0	(440)	0	(20)
Importes procedentes de otros activos a largo plazo (Rescate depósitos a plazo superiores a 90 días)	4.160	4.170	3.030	500	0
Compras de otros activos a largo plazo (Inversión en depósitos a plazo superiores a 90 días)	(3.710)	0	0	0	0
Pagos derivados de contratos a futuro a término, de opciones y de permuta financiera	0	(2.950)	(1.530)	230	40
Cobros procedentes de contratos a futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	(130)	(10)	50	0	0
Otros pagos por compras de instrumentos financieros	0	0	(530)	(70)	0
Cobros procedentes de contratos a futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	0	0	0	0	0
Flujos de efectivo netos utilizados en actividades de inversión	(4.020)	(4.320)	(6.300)	(4.280)	(3.890)

Tabla 89: Flujo de efectivo de actividades de inversión (MUF)

Fuente: Flujo de efectivo de Embotelladora Andina S.A

Para proyectar el CAPEX de los años 2021 a 2024 se estima la incidencia promedio de los últimos 5 años de las inversiones en compras de propiedades, planta y equipo realizadas por Embotelladora Andina S.A. sobre las ventas, obteniendo una tasa de 7,16%.

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	73.252	67.461	68.993	60.688	62.841
CAPEX	4.390	4.870	6.300	4.390	3.910
CAPEX / I x V	5,99%	7,22%	9,13%	7,23%	6,22%
CAPEX / IxV promedio	7,16%				

Tabla 90: Tasa de incidencia promedio de las nuevas inversiones sobre las ventas.
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

Finalmente, la inversión en CAPEX proyectada es:

	2020	2021	2022	2023	2024
CAPEX	4.504	4.468	4.474	4.494	4.528

Tabla 91: Proyección de nuevas inversiones en MUF
Fuente: Elaboración propia.

6.4 Inversión en Capital de Trabajo

El capital de trabajo neto operativo corresponde a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses como inventario o existencias, cuentas por cobrar y valores negociables y los pasivos corrientes que no devengan intereses como proveedores, acreedores varios y cuentas por pagar.

La tasa sobre los ingresos por ventas que se ha de usar para la proyección de las inversiones en capital de trabajo se determina como la ratio promedio de los últimos 5 años del capital de trabajo operativo neto sobre las ventas.

Capital de trabajo	2015	2016	2017	2018	2019
Cuentas por cobrar	6.882	7.231	7.138	6.316	6.749
Inventarios	5.202	5.492	4.902	5.489	5.215
Cuentas por pagar	8.292	9.217	9.610	8.638	8.608
CTON (Capital de Trabajo Op. Neto)	3.792	3.507	2.430	3.168	3.356
Ingreso por ventas	73.252	67.461	68.993	60.688	62.841
RCTON	5,18%	5,20%	3,52%	5,22%	5,34%
RCTON Promedio	4,89%				

Tabla 92: Capital de trabajo promedio sobre las ventas
Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Embotelladora Andina S.A

De forma conservadora se supone que el incremento de capital de trabajo se realiza un periodo antes de que ocurra el incremento de las ventas, por esta razón para estimar la inversión en capital de trabajo se debe aplicar la tasa de incidencia sobre las ventas (RCTON) al aumento de las ventas que ocurrirá en el siguiente periodo. Es decir:

$$\Delta CTON = RCTON (Ventas_{t+1} - Ventas_t)^{12}$$

	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos por ventas	62.553	62.407	62.484	62.769	63.245
CTON	3.059	3.052	3.055	3.069	3.093
Inversión en capital de trabajo	-7	4	14	23	0

Tabla 93: Inversión en capital de trabajo (MUF)
Fuente: Elaboración propia.

Se obtuvo para el primer año un decrecimiento del capital de trabajo operativo neto equivalente a 7 MUF debido a que se proyecta una caída en los ingresos por ventas, provocado principalmente por la inestabilidad en los ingresos de Argentina.

¹² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas Teoría y Práctica, Thomson Reuters, 2015

6.5 Flujo de Caja Libre

Obtenido el flujo de caja bruto de la Cía., año a año se descuentan las inversiones que se tendrán que realizar para hacer frente a las ventas proyectadas en el año siguiente, las que corresponde a Inversión en reposición, Capex e inversión en capital de trabajo.

Para la proyección del flujo perpetuo, dado que no se proyecta crecimiento en las ventas, solo se incorporan al flujo las inversiones de reposición, las que serán equivalente a la depreciación.

	2020	2021	2022	2023	2024	Flujo Perpetuo
Flujo de Caja Bruto	9.502	9.478	9.484	9.518	9.578	9.578
Inversión en Reposición	-2.870	-2.870	-2.870	-2.870	-3.924	-3.924
Nuevas Inversiones (CAPEX)	-4.504	-4.468	-4.474	-4.494	0	
Inversión en Capital de Trabajo	7	-4	-14	-23	0	
Flujo de Caja Libre	2.136	2.136	2.127	2.131	5.654	5.654

Tabla 94: Flujo de Caja Libre proyectado (MUF)
Fuente: Elaboración propia.

7 Valoración Económica de la Empresa y precio de acción

En el siguiente capítulo se determina el Valor Económico de Embotelladora Andina S.A. y el precio de la acción al 31 de diciembre del 2019 mediante los flujos de caja proyectados con anterioridad y descontados a la tasa de costo de capital ponderado WACC.

7.1 Flujo de los Activos Operacionales

Disponibles el flujo de caja libre para Embotelladora Andina S.A., se debe obtener el valor terminal de la Compañía. Para esto es necesario calcular el valor presente del flujo perpetuo, mediante la siguiente fórmula:

$$VP_0 = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{P}{(1 + k_0)^k} = \frac{P}{k_0}$$

Donde k_0 es la tasa de costo de capital WACC calculada con anterioridad, equivalente a 5,28% y P, el flujo perpetuo de MUF 5.654

Aplicando la fórmula de perpetuidad se obtiene que el valor terminal de Embotelladora Andina S.A. es de MUF 107.077.

$$VP_0 = \frac{5.654}{5,28\%} = 107.077$$

A su vez, se debe determinar el valor de los flujos de los activos operacionales mediante la siguiente fórmula:

$$VP_0 = \sum_{t=1}^5 \frac{FCL_t}{(1 + k_0)^t} + \frac{P}{k_0(1 + k_0)^5}$$

Donde FCL_i corresponden a los flujos de caja libre para los años 2020 al 2024, P el flujo perpetuo y k_0 la tasa de costo de capital de Embotelladora Andina S.A.

Aplicando la fórmula de valor presente se tiene:

$$\text{Flujo de los Activos Op} = \frac{2.136}{(1+5,28\%)^1} + \frac{2.136}{(1+5,28\%)^2} + \frac{2.127}{(1+5,28\%)^3} + \frac{2.131}{(1+5,28\%)^4} + \frac{5.654}{(1+5,28\%)^5} + \frac{5.654}{5,28\%(1+5,28\%)^5}$$

$$\text{Flujo de los Activos Operacionales} = \text{MUF } 94.672$$

	2020	2021	2022	2023	2024	Flujo Perpetuo
Flujo de Caja Bruto	9.502	9.478	9.484	9.518	9.578	9.578
Inversión en Reposición	-2.870	-2.870	-2.870	-2.870	-3.924	-3.924
Nuevas Inversiones (CAPEX)	-4.504	-4.468	-4.474	-4.494	0	
Inversión en Capital de Trabajo	7	-4	-14	-23	0	
Flujo de Caja Libre	2.136	2.136	2.127	2.131	5.654	5.654
Valor Terminal					107.077	
FCL + Valor Terminal	2.136	2.136	2.127	2.131	112.731	
VP Flujo	2.028	1.927	1.822	1.735	87.159	
Flujos de los Activos Operacionales	94.672					

Tabla 95: Flujo de los Activos Operacionales (MUF)
Fuente: Elaboración propia.

7.2 Déficit o Exceso de Capital de Trabajo

El año 2020 producto de la caída de ingresos proyectados para Argentina, se requerirá un 8,86% menos de CTON para hacer frente al escenario proyectado, lo que genera un exceso de capital de trabajo de MUF 298 a diciembre del 2019.

	2019	2020
Ingresos	62.841	62.553
CTON	3.356	3.059

Exceso (déficit) de Capital de Trabajo	298
---	------------

Tabla 96: Exceso de Capital de Trabajo (MUF)
Fuente: Elaboración propia

7.3 Activos Prescindibles

Los activos prescindibles son activos que no influyen en la operación y cuya venta u eliminación no pone en riesgo la continuidad del negocio.

Se consideraron como activos prescindibles todos los activos clasificados como no operacionales en el análisis efectuado en el capítulo 5.

Activos Prescindibles	2019
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.566
Otros activos financieros, corrientes	12
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	383
Cuentas por cobrar, no corrientes	19
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	10
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	3.528
Total Activos Prescindibles	9.517

Tabla 97: Activos Prescindibles (MUF)
Fuente: Elaboración propia.

7.4 Deuda Financiera

La deuda financiera de Embotelladora Andina S.A. contempla las cuentas préstamos que devengan intereses (corrientes y no corrientes) y otros pasivos financieros.

Al 31 de diciembre de 2019 la deuda financiera es:

Deuda Financiera	2019
Préstamos que devengan intereses, corrientes	-
Otros pasivos financieros, corrientes	1.434
Préstamos que devengan intereses, no corrientes	-

Otros pasivos financieros, no corrientes	26.257
Deuda Financiera Total	27.691

Tabla 98: Deuda Financiera (MUF)
Fuente: Elaboración propia

7.5 Valoración Económica del Precio

Calculado el valor presente de los activos operacionales o flujo de los activos operacionales, para obtener el valor total de los activos de la Compañía mediante el método del flujo de caja descontado, se debe incorporar el valor de los activos que se consideran prescindibles para la continuidad del negocio y que sean efectivamente liquidables. Además, se debe adicionar el exceso de capital de trabajo operativo, ya que corresponde a capital que no se tendrá que desembolsar para mantener la operación como se proyecta o en el caso de existir un déficit se deben descontar del flujo de los activos operacionales, ya que son recursos a desembolsar para seguir la continuidad de la operación proyectada.

Finalmente, el patrimonio económico de la Compañía, el cual pertenece a todos los accionistas, será el valor total de los activos que está presente deducida la deuda financiera a la fecha.

	MUF	MM\$
Flujos de los Activos Operacionales	94.672	2.680.157
Activos Prescindibles	9.517	269.425
Exceso (déficit) de Capital de Trabajo	298	8.422
Valor Total de los Activos	104.486	2.958.004
Deuda Financiera al 31/12/2019	27.691	783.921
Patrimonio Económico	76.796	2.174.083

Tabla 99: Patrimonio Económico
Fuente: Elaboración propia.

A partir del patrimonio económico resultante de la valoración se determina el precio de la acción al 31 de diciembre del 2019. Esto es resultado de dividir el patrimonio económico de la Compañía por el total de acciones en circulación.

Con un total de 946.570.604 acciones suscritas por Embotelladora Andina S.A. al 31 de diciembre del 2019, el precio de la acción obtenido mediante el método de flujo de caja descontados a la fecha de valoración es de \$2.297.

	UF	Pesos
Número de Acciones (M)	946.571	946.571
Precio de la acción	0,081	2.297
Precio acción Serie B al 31/12/2019	0,077	2.179
Desviación Serie B	5,36%	5,42%

Tabla 100: Precio de la Acción Serie B de Embotelladora Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia

	UF	Pesos
Número de Acciones (M)	946.571	946.571
Precio de la acción	0,081	2.297
Precio acción Serie A al 31/12/2019	0,066	1.880
Desviación Serie A	22,18%	22,19%

Tabla 101: Precio de la Acción Serie A de Embotelladora Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia

8 Valoración de la empresa por Múltiplos

La valoración por múltiplos es un método en donde se utilizan valores de los estados financieros y valores de mercado de Compañías que desarrollan el mismo negocio que la empresa que se está valorando como indicadores para determinar el precio de la acción.

8.1 Valores para la Industria

En el capítulo dos se analizó un grupo de empresas pertenecientes al rubro de las bebidas, cuyas características permiten considerarlas como empresas comparables a Embotelladora Andina S.A. por el tipo de producto que se comercializa, la región en donde opera y el grado de competencia que existe entre ellas en el mercado.

8.1.1 Información Contable de las Empresas Comparables

Para determinar los múltiplos que requieren información contable de las empresas, como el ratio Enterprise value to EBITDA, se busca en los estados financieros de las Empresas Comparables seleccionadas la información publicada para los cierres anuales 2018 y 2019 sobre utilidad, deuda financiera, número de acciones, EBITDA, valor libro de la empresa y patrimonio, entre otros ítems contables.

Las empresas comparables para Embotelladora Andina S.A. utilizadas para la valoración mediante múltiplos son:

Embonor S.A.: Socio estratégico de Embotelladora Andina S.A. en Chile. Ambas distribuyen las marcas de The Coca Cola Company en el país.

Información Contable	2018	2019
Utilidad por acción (\$)	86	92
EBITDA (MM\$)	109.460	115.034
EBIT (MM\$)	70.454	75.868
Valor libro del patrimonio (MM\$)	374.195	389.647
Valor libro de la empresa (MM\$)	771.370	858.848
Ventas por acción (\$)	1.105	1.221
Ventas (MM\$)	564.388	623.960
Número de acciones (M)	510.853	510.853
Utilidad (MM\$)	44.147	47.073
Efectivo (MM\$)	58.779	67.377
Deuda financiera (MM\$)	229.466	269.577

Tabla 102: Indicadores contables Embonor S.A.

Fuente: Elaboración propia, en base a Estados financieros de Embonor S.A. a diciembre 2019.

CCU: Principal competidor de Embotelladora Andina S.A. en el mercado chileno, en todas sus categorías de productos: Gaseosas, Aguas y Jugos y otros

Información Contable	2018	2019
Utilidad por acción (\$)	831	352
EBITDA (MM\$)	562.011	335.829
EBIT (MM\$)	468.722	230.808
Valor libro del patrimonio (MM\$)	1.389.116	1.442.927
Valor libro de la empresa (MM\$)	2.405.865	2.353.691
Ventas por acción (\$)	4.826	4.932
Ventas (MM\$)	1.783.282	1.822.541
Número de acciones (M)	369.503	369.503
Utilidad (MM\$)	322.085	145.646
Efectivo (MM\$)	319.014	196.369
Deuda financiera (MM\$)	290.952	330.155

Tabla 103: Indicadores contables CCU.

Fuente: Elaboración propia, en base a Estados financieros de CCU a diciembre 2019.

Arca Continental: Embotellado de origen mexicano, segundo más grande a nivel de volumen vendido de productos licenciados de The Coca Cola Company en

Latinoamérica. Comparte con Embotelladora Andina S.A franquicia de la marca en territorio argentino.

Información Contable	2018	2019
Utilidad por acción (MXN)	5	5
EBITDA (MM MXN)	27.466	29.924
EBIT (MM MXN)	17.616	18.934
Valor libro del patrimonio (MM MXN)	139.529	141.387
Valor libro de la empresa (MM MXN)	237.879	238.447
Ventas por acción (MXN)	88	92
Ventas (MM MXN)	155.653	162.728
Número de acciones (M)	1.764.283	1.764.283
Utilidad (MM MXN)	8.703	9.588
Efectivo (MM MXN)	15.941	22.051
Deuda financiera (MMM MXN)	55.827	53.261

Tabla 104: Indicadores contables Arca Continental

Fuente: Elaboración propia, en base a Estados financieros de Arca Continental a diciembre 2019.

Compañía de Bebidas de las Américas (Ambev): Principal competidor de Embotelladora Andina S.A. en Brasil, líder en la región en donde opera.

Información Contable	2018	2019
Utilidad por acción (Reales)	0,72	0,77
EBITDA (MM Reales)	21.686	21.147
EBIT (MM Reales)	17.237	16.472
Valor libro del patrimonio (MM Reales)	57.455	62.556
Valor libro de la empresa (MM Reales)	95.714	101.743
Ventas por acción (Reales)	3,17	3,31
Ventas (MM Reales)	50.231	52.600
Número de Acciones (M)	15.856.200	15.869.000
Utilidad (MM Reales)	11.348	12.188
Efectivo (MM Reales)	11.464	11.901
Deuda Financiera (MM Reales)	4.104	3.063

Tabla 105: Indicadores contables Ambev

Fuente: Elaboración propia, en base a Estados financieros de Ambev a diciembre 2019.

8.1.2 Múltiplos de Empresas Comparables

Con la información contable para cada empresa comparable de los años 2018 y 2019 extraída de los estados financieros de cada Compañía, y la información sobre múltiplos relacionados con el valor de la empresa, del capital y deuda en el mercado rescatados de los informes de morningstar e inversiones Security, se obtienen los múltiplos de ganancias, valor libro y de ingresos, cuyo promedio se han de utilizar para determinar el precio de la acción de Embotelladora Andina S.A., bajo el método de múltiplos.

A continuación, se presentan los valores de los múltiplos obtenidos para cada una de las empresas comparables.

Tipo de Múltiplo	Múltiplo	CCU		Embonor		ARCA		Ambev		Promedio
		2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	
Múltiplos de Ganancias	Price-Earning PE	22,4	22	18,6	14,4	18,21	23,7	22,67	26,88	21,11
	Enterprise value to EBITDA (EV/EBITDA)	10,4	9,8	9	7,5	8,47	7,53	12,32	14,41	9,93
	Enterprise value to EBIT (EV/EBIT)	12,47	14,26	13,98	11,37	13,21	11,90	15,50	18,50	13,90
Múltiplos de Valor Libro	Price to book equity (PBV)	2,8	2,1	2,2	1,6	1,87	1,57	4,05	4,49	2,59
	Value to book	3,67	1,97	1,73	1,41	1,27	1,27	4,53	4,83	2,58
Múltiplos de Ingresos	Price to sales (PS)	2,18	1,66	1,46	1,00	1,68	1,36	4,63	5,34	2,41
	Enterprise value to sales (VS)	3,28	1,81	1,75	1,38	1,49	1,38	5,32	5,79	2,78

Tabla 106: Múltiplos de empresas Comparables

Fuente: Elaboración propia, en base a Estados financieros a diciembre 2019, Informe Inversiones Security diciembre 2019 e indicadores de morningstar.

Los múltiplos por sí solos no se pueden usar para valorar la Compañía, para esto se debe combinar el múltiplo rescatado en base a las empresas comparables con la información contable de Embotelladora Andina S.A.

Información Contable	2019
Utilidad por acción (\$)	185
EBITDA (MM\$)	348.869
EBIT (MM\$)	237.781
Valor libro del patrimonio (MM\$)	968.904
Valor libro de la empresa (MM\$)	2.390.949
Ventas por acción (\$)	1.879
Ventas (MM\$)	1.779.025
Número de acciones (M)	946.571
Deuda Financiera al 31/12/2019	783.921

Tabla 107: Indicadores contables Embotelladora Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia, en base a Estados financieros de Embotelladora Andina S.A.

Según Pablo Fernández, profesor de finanzas del IESE Business School, para una empresa del sector de Alimentación y Tabaco, en donde se encuentran los subsectores de producción de alimentos y bebidas el múltiplo más representativo es EV/EBITDA.

El promedio del múltiplo EV/EBITDA obtenido de las empresas comparables para los años 2018 y 2019 permite determinar el valor de los activos de Embotelladora Andina S.A. al combinarlo con el EBITDA de la Compañía al 31 de diciembre del 2019, el cual se determina de la siguiente manera:

$$\text{Valor de mercado de los Activos de Embotelladora Andina (Valor de la Empresa)} \\ = \text{Múltiplo } \frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} \times \text{EBITDA}_{\text{Embotelladora Andina 2019}}$$

$$\text{Valor de mercado de los Activos de Embotelladora Andina} = 9,93 \times 348.869$$

$$\text{Valor de mercado de los Activos de Embotelladora Andina} = 3.464.269$$

Restando la deuda financiera de la Compañía al 31 de diciembre del 2019 al valor de los activos se tiene el siguiente patrimonio económico y precio de la acción:

$$\text{Patrimonio Económico} = \text{Valor de los Activos} - \text{Deuda Financiera}$$

$$\text{Patrimonio Económico} = 3.464.269 - 783.921$$

$$\text{Patrimonio Económico} = 2.680.348$$

Por lo tanto, el valor de la acción de Embotelladora Andina S.A. mediante el múltiplo EV/EBITDA es:

$$\text{Precio Acción} = \frac{\text{Patrimonio Económico}}{\text{Número de Acciones}}$$

$$\text{Precio Acción} = \frac{\text{MM\$ } 2.680.348}{\text{MN } 946.571}$$

$$\text{Precio Acción} = \$ 2.832$$

A continuación, se presenta el precio de la acción de Embotelladora Andina S.A. con otros múltiplos comúnmente utilizados, en los cuales se puede apreciar como los múltiplos no recomendados para la industria de bebidas entregan valores de la acción con desviaciones de hasta 191%.

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa (MM\$)	Patrimonio (MM\$)	Precio (\$)
Price Earning ratio (PE)	-	-	3.905
Enterprise value to EBITDA (EV/EBITDA)	3.464.269	2.680.348	2.832
Enterprise value to EBIT (EV/EBIT)	3.305.156	2.521.235	2.664
Price to book equity (PBV)	-	2.509.461	2.651
Value to book ratio	6.168.648	5.384.727	5.689
Price to sales ratio (PS)	-	4.287.450	4.529
Enterprise value to sales ratio (VS)	4.945.690	4.161.769	4.397

Tabla 108: Precio de acción de Embotelladora Andina S.A. por múltiplo
Fuente: Elaboración propia

9 Conclusiones

Al comparar el precio de cierre de la acción con mayor presencia bursátil de Embotelladora Andina S.A., ANDINA B o Serie B, disponible al 31 de diciembre del 2019, cuyo precio fue el utilizado para determinar el patrimonio bursátil de la estructura de capital objetivo y posterior tasa de descuento WACC, el precio calculado mediante este método de valoración presenta con esta serie una desviación de 5,42%

En el caso de la serie A las acciones cerraron en \$1.880 a la fecha de valoración, por lo que el precio obtenido mediante el método de flujo de cajas descontados presenta una diferencia de 22,19%. Esto se explica porque el patrimonio bursátil usado para la estructura de capital de la empresa se determina en base a la serie con mayor presencia bursátil, la serie B, con la cual se presenta una diferencia de 15,9%, provocado en parte por la gran caída que presentó la acción de la serie A por la crisis social detonada el 18 de octubre del 2019 y la lenta recuperación que ha tenido a la fecha de valoración, ya que es menos atractiva para el mercado, porque paga menores dividendos y es difícil que los accionistas minoritarios puedan ejercer los privilegios en la toma de decisiones que presenta esta clase de acción, de ahí su baja presencia bursátil (menos a 50%).

Mediante la valoración por múltiplos, específicamente el recomendado para la industria de bebestibles Enterprise value to EBITDA, se obtiene un precio estimado de 29,97% por sobre el precio de cierre al día de la valoración para la serie B. Este valor se encuentra dentro de los parámetros aceptables para este tipo de metodología, ya que es menos precisa debido a que utiliza información de otras empresas que a pesar de ser comparables no son empresas espejo de la situación política, económica y financiera que está enfrentado la empresa a valorar.

10 Bibliografía

1. Maquieira V, Carlos. Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Thomson Reuters, capitulo 9 (pp367-456), 2015
2. Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>
3. Damodaran Aswath, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2020 Edition Updated: March 2020
4. Maquieira V, Carlos. El premio por riesgo de mercado: Estimación para Chile, 2019.
5. Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas, segundo semestre 2019.
6. Fernandez, Pablo Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos, 2017
7. Le Fort Economía y Finanzas, Informe de Final: Metodología de cálculo para la tasa de actualización de una empresa eficiente de Distribución Eléctrica. 25 de noviembre 2019.
8. Emisores de Valor de Oferta Pública. Comisión para el Mercado Financiero (CMF) www.cmfchile.cl
9. Oficio electrónico:6695. CMF. Prospectos de Emisión Embotelladora Andina S.A.
10. RiskAmerica
11. Estados Financieros desde el 2015 al 2019 de Embotelladora Andina S.A., <http://www.koandina.com/>
12. Memoria Anual 2019 Embonor S.A., <https://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/Sitio/Home/Inversionistas/Informacion+Financiera/>
13. Memoria Anual 2019 CCU, https://ccuinvestor.com/es/EE_FF_2019
14. Reporte financiero 2019 Arca Continental, <http://www.arcacontal.com/inversionistas/reportes-financieros.aspx>
15. Informe anual 2019 FEMSA, <http://www.informeanual.femsa.com/>
16. Reporte de sustentabilidad 2019 AMBEV, <https://www.ambev.com.br/sustentabilidade/>

17. <https://es.investing.com/equities/>
18. Diario Security del 23 de diciembre del 2019
19. www.inversionessecurity.cl
20. Morningstar Rating Embotelladora Andina SA ANDINA-B,
21. <https://www.morningstar.com/stocks/xsgo/andina-b/valuation>, Consulta: 1 mayo 2020
22. Morningstar Rating United Breweries Co Inc CCU,
23. <https://www.morningstar.com/stocks/xsgo/ccu/valuation>, Consulta: 1 mayo 2020
24. Morningstar Rating Coca-Cola Embonor SA Pfd Shs Series -B- EMBONOR-B
25. <https://www.morningstar.com/stocks/xsgo/embonor-b/valuation>, Consulta: 1 mayo 2020
26. Morningstar Rating Arca Continental SAB de CV AC, <https://www.morningstar.com/stocks/xmex/ac/valuation>, Consulta: 1 mayo 2020
27. Bolsa de Santiago, https://www.bolsadesantiago.com/estadisticas_boletinbursatil

Anexos

Estados Financieros

BALANCE (MILES DE UF)	2015	2016	2017	2018	2019
ACTIVOS					
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.040	5.361	5.084	4.989	5.566
Otros activos financieros, corrientes	3.414	2.283	528	25	12
Otros activos no financieros, corrientes	339	326	209	216	572
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	6.882	7.231	7.138	6.316	6.749
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	180	220	200	343	383
Inventarios	5.202	5.492	4.902	5.489	5.215
Activos por impuestos, corrientes	302	65	0	92	347
Total Activos Corrientes	21.359	20.979	18.061	17.470	18.844
Otros activos financieros, no corrientes	7.081	3.043	2.771	3.532	3.913
Otros activos no financieros, no corrientes	714	1.338	1.769	1.269	4.438
Cuentas por cobrar, no corrientes	231	134	89	46	19
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	1	6	6	3	10
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.114	2.930	3.239	3.715	3.528
Activos intangibles distintos de la plusvalía	25.973	25.846	24.751	24.263	23.846
Plusvalía	3.739	3.906	3.493	4.253	4.282
Propiedades, planta y equipo	24.992	25.283	24.619	25.785	25.529
Activos por impuestos diferidos	0	0	120	0	48
Total Activos no Corrientes	64.846	62.486	60.857	62.865	65.612
Total Activos	86.205	83.464	78.918	80.335	84.456
PASIVOS					
Otros pasivos financieros, corrientes	2.428	2.459	2.537	2.036	1.434
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	8.292	9.217	9.610	8.638	8.608
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	1.898	1.675	1.267	1.662	1.895
Otras provisiones, corrientes	13	26	100	126	73
Pasivos por impuestos, corrientes	292	411	119	339	239
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.240	1.353	1.342	1.205	1.356
Otros pasivos no financieros, corrientes	685	782	1.008	1.225	936
Total Pasivos Corrientes	14.849	15.923	15.982	15.231	14.541
Otros pasivos financieros, no corrientes	29.861	27.386	25.217	25.995	26.257
Cuentas por pagar, no corrientes	363	361	42	27	22
Otras provisiones, no corrientes	2.496	2.748	2.349	2.139	2.368
Pasivos por impuestos diferidos	5.080	4.767	4.672	5.269	5.986
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	321	310	309	342	359
Otros pasivos no financieros, no corrientes	9	6	0	0	0
Total Pasivos no Corrientes	38.131	35.578	32.590	33.771	34.992
Capital emitido	10.564	10.275	10.103	9.822	9.563
Resultados retenidos	10.720	11.223	12.520	16.768	21.226
Otras reservas	11.119	9.646	6.905	4.021	2.720
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	32.404	31.145	29.529	30.611	33.509
Participaciones no controladoras	822	818	818	722	715
Patrimonio total	52.980	51.501	48.572	49.002	49.533
Total Pasivos y Patrimonio	86.205	83.464	78.918	80.335	83.758

Tabla 109: Balances históricos de Emb. Andina S.A.
Fuente: Estados Financieros anuales Embotelladora Andina S.A.

ANÁLISIS VERTICAL

BALANCE (MILES DE UF)	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio Últimos 5 Años	Desviación
ACTIVOS							
Efectivo y equivalentes al efectivo	5,85%	6,42%	6,44%	6,21%	6,59%	6,30%	0,29%
Otros activos financieros, corrientes	3,96%	2,74%	0,67%	0,03%	0,01%	1,48%	1,78%
Otros activos no financieros, corrientes	0,39%	0,39%	0,27%	0,27%	0,68%	0,40%	0,17%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	7,98%	8,66%	9,04%	7,86%	7,99%	8,31%	0,52%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	0,21%	0,26%	0,25%	0,43%	0,45%	0,32%	0,11%
Inventarios	6,03%	6,58%	6,21%	6,83%	6,18%	6,37%	0,33%
Activos por impuestos, corrientes	0,35%	0,08%	0,00%	0,11%	0,41%	0,19%	0,18%
Total Activos Corrientes	24,78%	25,13%	22,89%	21,75%	22,31%	23,37%	1,51%
Otros activos financieros, no corrientes	8,21%	3,65%	3,51%	4,40%	4,63%	4,88%	1,92%
Otros activos no financieros, no corrientes	0,83%	1,60%	2,24%	1,58%	5,25%	2,30%	1,73%
Cuentas por cobrar, no corrientes	0,27%	0,16%	0,11%	0,06%	0,02%	0,12%	0,10%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2,45%	3,51%	4,10%	4,62%	4,18%	3,77%	0,84%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	30,13%	30,97%	31,36%	30,20%	28,23%	30,18%	1,20%
Plusvalía	4,34%	4,68%	4,43%	5,29%	5,07%	4,76%	0,41%
Propiedades, planta y equipo	28,99%	30,29%	31,20%	32,10%	30,23%	30,56%	1,16%
Activos por impuestos diferidos	0,00%	0,00%	0,15%	0,00%	0,06%	0,04%	0,07%
Total Activos no Corrientes	75,22%	74,87%	77,11%	78,25%	77,69%	76,63%	1,51%
Total Activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%		
PASIVOS							
Otros pasivos financieros, corrientes	2,82%	2,95%	3,21%	2,53%	1,71%	2,64%	0,58%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	9,62%	11,04%	12,18%	10,75%	10,28%	10,77%	0,95%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	2,20%	2,01%	1,61%	2,07%	2,26%	2,03%	0,26%
Otras provisiones, corrientes	0,01%	0,03%	0,13%	0,16%	0,09%	0,08%	0,06%
Pasivos por impuestos, corrientes	0,34%	0,49%	0,15%	0,42%	0,29%	0,34%	0,13%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1,44%	1,62%	1,70%	1,50%	1,62%	1,58%	0,10%
Otros pasivos no financieros, corrientes	0,80%	0,94%	1,28%	1,53%	1,12%	1,13%	0,29%
Total Pasivos Corrientes	17,23%	19,08%	20,25%	18,96%	17,36%	18,57%	1,28%
Otros pasivos financieros, no corrientes	34,64%	32,81%	31,95%	32,36%	31,35%	32,62%	1,25%
Cuentas por pagar, no corrientes	0,42%	0,43%	0,05%	0,03%	0,03%	0,19%	0,21%
Otras provisiones, no corrientes	2,90%	3,29%	2,98%	2,66%	2,83%	2,93%	0,23%
Pasivos por impuestos diferidos	5,89%	5,71%	5,92%	6,56%	7,15%	6,25%	0,60%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	0,37%	0,37%	0,39%	0,43%	0,43%	0,40%	0,03%
Otros pasivos no financieros, no corrientes	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Total Pasivos no Corrientes	44,23%	42,63%	41,30%	42,04%	41,78%	42,39%	1,13%
Capital emitido	12,25%	12,31%	12,80%	12,23%	11,42%	12,20%	0,50%
Resultados retenidos	12,44%	13,45%	15,87%	20,87%	25,34%	17,59%	5,42%
Otras reservas	12,90%	11,56%	8,75%	5,01%	3,25%	8,29%	4,13%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	37,59%	37,32%	37,42%	38,10%	40,01%	38,09%	1,12%
Participaciones no controladoras	0,95%	0,98%	1,04%	0,90%	0,85%	0,94%	0,07%
Patrimonio total	61,46%	61,70%	61,55%	61,00%	59,14%	60,97%	1,06%
Total Pasivos y Patrimonio	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%		

Tabla 110: Análisis vertical de cuentas del Balance de Emb. Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia.

ANÁLISIS INTERANUAL

BALANCE (MILES DE UF)	2016	2017	2018	2019
ACTIVOS				
Efectivo y equivalentes al efectivo	6,39%	-5,18%	-1,86%	11,55%
Otros activos financieros, corrientes	-33,12%	-76,89%	-95,30%	-50,52%
Otros activos no financieros, corrientes	-3,68%	-35,85%	3,06%	164,98%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	5,07%	-1,29%	-11,51%	6,86%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	22,13%	-8,78%	71,07%	11,64%
Inventarios	5,57%	-10,75%	11,98%	-5,00%
Activos por impuestos, corrientes	-78,61%	-100,00%	0,00%	277,43%
Total Activos Corrientes	-1,78%	-13,91%	-3,27%	7,86%
Otros activos financieros, no corrientes	-57,03%	-8,94%	27,46%	10,79%
Otros activos no financieros, no corrientes	87,45%	32,21%	-28,26%	249,75%
Cuentas por cobrar, no corrientes	-42,15%	-33,23%	-48,43%	-59,87%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	884,21%	4,10%	-53,77%	270,37%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	38,57%	10,56%	14,69%	-5,05%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	-0,49%	-4,24%	-1,97%	-1,72%
Plusvalía	4,46%	-10,58%	21,76%	0,69%
Propiedades, planta y equipo	1,16%	-2,62%	4,73%	-0,99%
Activos por impuestos diferidos	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%
Total Activos no Corrientes	-3,64%	-2,61%	3,30%	4,37%
Total Activos	-3,18%	-5,45%	1,80%	5,13%
PASIVOS				
Otros pasivos financieros, corrientes	1,31%	3,15%	-19,75%	-29,56%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	11,14%	4,27%	-10,11%	-0,34%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	-11,79%	-24,32%	31,18%	13,97%
Otras provisiones, corrientes	103,69%	285,45%	26,61%	-42,21%
Pasivos por impuestos, corrientes	40,54%	-71,08%	185,05%	-29,49%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	9,09%	-0,85%	-10,21%	12,56%
Otros pasivos no financieros, corrientes	14,15%	28,82%	21,57%	-23,59%
Total Pasivos Corrientes	7,23%	0,37%	-4,70%	-4,53%
Otros pasivos financieros, no corrientes	-8,29%	-7,92%	3,08%	1,01%
Cuentas por pagar, no corrientes	-0,57%	-88,29%	-36,87%	-17,98%
Otras provisiones, no corrientes	10,08%	-14,52%	-8,93%	10,70%
Pasivos por impuestos diferidos	-6,16%	-2,00%	12,78%	13,60%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	-3,58%	-0,13%	10,47%	5,21%
Otros pasivos no financieros, no corrientes	-36,26%	-100,00%	0,00%	0,00%
Total Pasivos no Corrientes	-6,69%	-8,40%	3,63%	3,61%
Capital emitido	-2,73%	-1,68%	-2,78%	-2,63%
Resultados retenidos	4,69%	11,56%	33,93%	26,59%
Otras reservas	-13,25%	-28,41%	-41,76%	-32,37%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	-3,88%	-5,19%	3,67%	9,47%
Participaciones no controladoras	-0,40%	-0,04%	-11,75%	-0,90%
Patrimonio total	-2,79%	-5,69%	0,89%	1,08%
Total Pasivos y Patrimonio	-3,18%	-5,45%	1,80%	4,26%

Tabla 111: Análisis interanual de las cuentas del Balance de Emb. Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos de actividades ordinarias	73.252	67.461	68.993	60.688	62.841
Costo de ventas	(43.182)	(39.241)	(39.892)	(35.117)	(37.031)
Ganancia bruta	30.071	28.220	29.101	25.571	25.810
Otros Ingresos	18	67	21	95	1.446
Costos de distribución	(7.901)	(6.971)	(7.199)	(6.014)	(5.899)
Gastos de administración	(13.758)	(13.140)	(12.993)	(11.382)	(11.512)
Otros gastos, por función	(858)	(864)	(623)	(583)	(925)
Otras (pérdidas) Ganancias	(246)	(129)	(95)	(98)	0
Ingresos Financieros	395	367	418	143	1.595
Costos Financieros	(2.172)	(1.950)	(2.061)	(1.996)	(1.632)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios con	(91)	(10)	(3)	51	(121)
Diferencias de cambio	(111)	(3)	(51)	(53)	(146)
Resultados por unidades de reajuste	(285)	(242)	(140)	(184)	(266)
Ganancia antes de impuesto	5.062	5.346	6.374	5.551	8.351
Gasto por impuesto a las ganancias	(1.625)	(1.852)	(1.933)	(2.016)	(2.161)
Ganancia	3.437	3.494	4.441	3.535	6.190

Tabla 112: Estados de Resultados históricos de Emb. Andina S.A.
Fuente: Estados Financieros anuales Embotelladora Andina S.A.

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE UF)	ANÁLISIS VERTICAL					Promedio Últimos 5 Años	Desviación
	2015	2016	2017	2018	2019		
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%		
Costo de ventas	58,95%	58,17%	57,82%	57,86%	58,93%	58,35%	0,56%
Ganancia bruta	41,05%	41,83%	42,18%	42,14%	41,07%	41,65%	0,56%
Otros Ingresos	0,03%	0,10%	0,03%	0,16%	2,30%	0,52%	1,00%
Costos de distribución	10,79%	10,33%	10,43%	9,91%	9,39%	10,17%	0,54%
Gastos de administración	18,78%	19,48%	18,83%	18,75%	18,32%	18,83%	0,41%
Otros gastos, por función	1,17%	1,28%	0,90%	0,96%	1,47%	1,16%	0,23%
Otras (pérdidas) Ganancias	0,34%	0,19%	0,14%	0,16%	0,00%	0,17%	0,12%
Ingresos Financieros	0,54%	0,54%	0,61%	0,24%	2,54%	0,89%	0,93%
Costos Financieros	2,97%	2,89%	2,99%	3,29%	2,60%	2,95%	0,25%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios con	0,12%	0,01%	0,00%	0,08%	0,19%	0,08%	0,08%
Diferencias de cambio	0,15%	0,00%	0,07%	0,09%	0,23%	0,11%	0,09%
Resultados por unidades de reajuste	0,39%	0,36%	0,20%	0,30%	0,42%	0,34%	0,09%
Ganancia antes de impuesto	6,91%	7,92%	9,24%	9,15%	13,29%	9,30%	2,43%
Gasto por impuesto a las ganancias	2,22%	2,75%	2,80%	3,32%	3,44%	2,91%	0,49%
Ganancia	4,69%	5,18%	6,44%	5,83%	9,85%	6,40%	2,04%

Tabla 113: Análisis vertical de cuentas del Balance de Emb. Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia

ANÁLISIS INTERANUAL

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE UF)	2016	2017	2018	2019
Ingresos de actividades ordinarias	-7,91%	2,27%	-12,04%	3,55%
Costo de ventas	-9,13%	1,66%	-11,97%	5,45%
Ganancia bruta	-6,15%	3,12%	-12,13%	0,93%
Otros Ingresos	263,21%	-69,25%	360,58%	1428,15%
Costos de distribución	-11,77%	3,27%	-16,47%	-1,91%
Gastos de administración	-4,49%	-1,11%	-12,40%	1,15%
Otros gastos, por función	0,73%	-27,87%	-6,53%	58,77%
Otras (pérdidas) Ganancias	-47,71%	-26,35%	3,75%	-100,10%
Ingresos Financieros	-7,12%	13,92%	-65,78%	1015,89%
Costos Financieros	-10,23%	5,68%	-3,15%	-18,21%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios con	-89,02%	-69,91%	-1806,33%	-335,65%
Diferencias de cambio	-97,70%	1898,44%	2,76%	177,53%
Resultados por unidades de reajuste	-15,11%	-41,99%	31,37%	44,31%
Ganancia antes de impuesto	5,61%	19,22%	-12,91%	50,44%
Gasto por impuesto a las ganancias	14,01%	4,34%	4,29%	7,19%
Ganancia	1,64%	27,11%	-20,39%	75,10%

Tabla 114: Análisis interanual de las cuentas del EE.RR. de Emb. Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia

Datos Mercado Bonos

TIR de mercado bono más largo de la Compañía

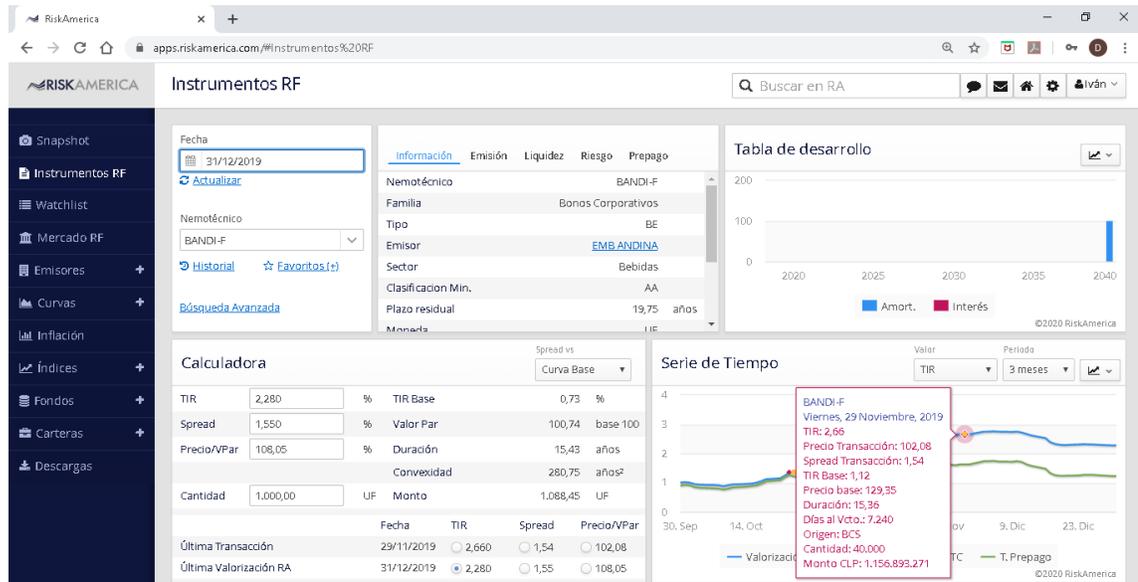


Ilustración 12: Ultima transacción Bani-F
Fuente: RiskAmerica

Significancia de los betas de la acción

Resultados Regresiones ANDINA-B v/s IGPA a través de herramienta "Análisis de Datos" de Excel.

Beta 2017 (2016-2017)

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,536515746
Coefficiente de determinación R ²	0,287849146
R ² ajustado	0,28093506
Error típico	0,028862164
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,034680707	0,034680707	41,63227752	3,65294E-09
Residuos	103	0,085801524	0,000833025		
Total	104	0,120482232			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,000442514	0,002908823	-0,152128127	0,879383472	-0,006211478	0,00532645
Variable X 1	1,040805325	0,161307448	6,452307922	3,65294E-09	0,720890047	1,3607206

Beta 2018 (2017-2018)

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,440109211
Coefficiente de determinación R ²	0,193696118
R ² ajustado	0,185867924
Error típico	0,025832508
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,016511729	0,016511729	24,74340077	2,62902E-06
Residuos	103	0,068733805	0,000667318		
Total	104	0,085245533			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	-0,001049325	0,00254501	-0,412306937	0,680971348	-0,006096751	0,0039981
Variable X 1	0,71691521	0,144124595	4,974273893	2,62902E-06	0,431078068	1,00275235

Beta 2019 (2018-2019)

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,442966091
Coefficiente de determinación R ²	0,196218958
R ² ajustado	0,18826073
Error típico	0,025457696
Observaciones	103

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,015979485	0,015979485	24,65611122	2,79219E-06
Residuos	101	0,065457522	0,000648094		
Total	102	0,081437007			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,003922903	0,002891124	1,356878143	0,177844795	-0,001812309	0,00965811
Variable X 1	0,726816255	0,146373461	4,965492042	2,79219E-06	0,436450683	1,01718183

Ilustración 13: Test de significancia del beta acción de Emb. Andina S.A.
Fuente: Elaboración propia.

Índices de Confianza

	ICC Nacional	Volumen Andina Argentina	Var. ICC	Var. Andina trimestral	Vol. Var. trim. anterior	Igual Año
dic-14	44	68				
mar-15	53	62	18.9%	-8.1%		
jun-15	55	51	4.3%	-18.4%		
sept-15	55	54	-0.5%	5.7%		
dic-15	55	67	0.5%	24.7%		
mar-16	48	63	-12.3%	-6.7%		0.3%
jun-16	43	45	-11.6%	-28.6%		-12.2%
sept-16	43	49	1.7%	9.4%		-9.1%
dic-16	44	63	2.7%	28.0%		-6.7%
mar-17	41	57	-7.9%	-9.1%		-9.1%
jun-17	42	44	2.7%	-22.3%		-1.1%
sept-17	51	47	21.4%	6.8%		-3.5%
dic-17	43	63	-15.4%	33.5%		0.6%
mar-18	44	60	1.5%	-5.6%		4.6%
jun-18	36	43	-17.9%	-28.4%		-3.6%
sept-18	34	46	-6.3%	7.7%		-2.8%
dic-18	36	54	6.8%	17.7%		-14.3%
mar-19	35	49	-3.3%	-9.3%		-17.6%
jun-19	41	38	16.6%	-23.3%		-11.7%
sept-19	42	40	3.7%	7.4%		-11.9%
dic-19	42	51	0.6%	27.2%		-4.8%

Tabla 115: Índice de confianza de los consumidores y volumen vendido por trimestre de Argentina

Fuente: CIF Universidad Torcuato de Tella Argentina y Reportes Trimestrales de Andina

	ICC FGV	Volumen Andina Brasil	Var. ICC	Var. Vol. Andina trimestral	Var. Igual trim. Año anterior
dic-14	96	88			
mar-15	83	78	-13.8%	-11.6%	

jun-15	84	63	1.2%	-18.7%	
sept-15	76	65	-9.1%	3.3%	
dic-15	75	84	-1.4%	29.1%	
mar-16	67	72	-10.8%	-15.1%	-7.9%
jun-16	71	63	6.3%	-12.4%	-0.8%
sept-16	81	62	13.0%	-1.3%	-5.2%
dic-16	73	70	-9.1%	12.9%	-17.1%
mar-17	85	64	16.4%	-8.2%	-10.3%
jun-17	82	56	-3.5%	-12.9%	-10.8%
sept-17	82	57	0.0%	1.8%	-8.1%
dic-17	86	72	5.0%	26.4%	2.9%
mar-18	92	65	6.5%	-10.0%	0.8%
jun-18	82	56	-10.8%	-13.1%	0.5%
sept-18	82	56	0.0%	-0.4%	-1.6%
dic-18	94	72	14.3%	28.9%	0.4%
mar-19	91	66	-3.0%	-8.6%	2.0%
jun-19	89	58	-2.7%	-11.7%	3.7%
sept-19	90	62	1.4%	5.7%	10.0%
dic-19	92	73	2.1%	19.2%	1.7%

Tabla 116: Índice de confianza de los consumidores y volumen vendido por trimestre de Brasil
Fuente: FGV Instituto Brasileño de Economía y Reportes Trimestrales de Andina

	IPEC	Volumen Andina Chile	Var. IPEC	Var. Vol. Andina trimestral	Var. Igual trim. Año anterior
dic-14	45	65			
mar-15	40	63	-12.4%	-3.7%	
jun-15	37	53	-6.3%	-15.4%	

sept-15	34	52	-8.3%	-1.9%	
dic-15	37	65	8.5%	24.3%	
mar-16	35.5	63	-4.1%	-3.4%	-0.3%
jun-16	35.1	48	-1.1%	-23.6%	-9.9%
sept-16	33.4	54	-4.8%	11.7%	2.5%
dic-16	40.1	68	20.1%	26.3%	4.2%
mar-17	37.3	65	-7.0%	-4.7%	2.7%
jun-17	40.8	47	9.4%	-27.0%	-1.9%
sept-17	45.9	52	12.5%	11.0%	-2.4%
dic-17	53.1	67	15.7%	28.5%	-0.7%
mar-18	50.0	62	-5.8%	-8.5%	-4.7%
jun-18	52.7	50	5.4%	-18.2%	6.8%
sept-18	46.1	52	-12.5%	2.8%	-1.1%
dic-18	44.6	68	-3.3%	31.3%	1.0%
mar-19	42.3	65	-5.2%	-5.0%	4.9%
jun-19	37.8	50	-10.6%	-22.2%	-0.2%
sept-19	38.6	56	2.1%	11.2%	7.9%
dic-19	29.4	69	-23.8%	23.8%	1.8%

Tabla 117: Índice de confianza de los consumidores y volumen vendido por trimestre de Chile
Fuente: Índice de Expectativas Económicas (IPEC) de GfK Adimark y Reportes Trimestrales de Andina.

Múltiplos

Embotelladora Andina SA (ANDI) x +

morningstar.com/stocks/xsgo/andina-b/valuation

Embotelladora Andina SA ANDINA-B Morningstar Rating

Rating as of May 1, 2020

Quote Stock Analysis News Price vs Fair Value Trailing Returns Financials **Valuation** Operating Performance Dividends Ownership Executive

Valuation

Calendar

	2015	2016	2017	2018	2019	Current	5Yr	Index
Price/Sales	1.06	1.32	1.58	1.49	1.16	1.03	1.30	0.78
Price/Earnings	27.23	27.96	26.40	25.48	16.96	11.28	24.72	12.79
Price/Cash Flow	7.95	10.79	10.85	11.72	8.75	7.40	9.77	4.56
Price/Book	2.40	2.89	3.61	3.22	2.44	1.90	2.83	1.04
Price/Forward Earnings	—	—	—	—	—	15.41	—	—
Earnings Yield %	—	3.58	3.79	—	—	8.87	4.27	—
Enterprise Value (Bil)	—	2,977.92	3,521.49	—	—	2,501.93	2,957.29	—
Enterprise Value/EBIT	—	16.05	16.40	—	—	9.07	14.51	—
Enterprise Value/EBITDA	—	16.05	16.40	—	—	9.07	14.51	—

CLP | As of May 02, 2020 | Index: Morningstar Chile GR CLP
<https://www.morningstar.com/stocks/xsgo/andina-b/price-fair-value> [Less Valuation Data](#)

Alexa, enable the Morningstar skill

Stay focused on the long term with Morningstar Premium

[Start Free Trial](#)

Apple Inc

Arca Continental SAB de CV (AC) x +

morningstar.com/stocks/mxex/ac/valuation

Arca Continental SAB de CV AC Morningstar Rating

Rating as of May 1, 2020

Quote Stock Analysis News Price vs Fair Value Trailing Returns Financials **Valuation** Operating Performance Dividends Ownership Executive

Valuation

Calendar

	2015	2016	2017	2018	2019	Current	5Yr	Index
Price/Sales	2.40	1.99	1.99	1.22	1.12	0.98	1.82	0.97
Price/Earnings	23.51	20.51	22.39	18.21	23.70	14.78	23.55	12.34
Price/Cash Flow	13.95	11.73	15.50	10.02	6.95	5.67	12.06	5.27
Price/Book	3.33	2.87	2.68	1.87	1.57	1.17	2.56	1.37
Price/Forward Earnings	—	—	—	15.05	15.06	14.95	—	—
PEG Ratio	—	—	—	—	—	—	—	—
Earnings Yield %	4.25	4.88	4.47	5.49	4.22	6.77	4.49	—
Enterprise Value (Bil)	199.69	208.59	275.01	232.91	216.15	196.64	227.61	—
Enterprise Value/EBIT	16.56	13.47	13.04	11.73	10.05	9.00	13.60	—
Enterprise Value/EBITDA	13.20	10.40	10.15	8.47	7.53	6.34	10.32	—

MXN | As of May 02, 2020 | Index: Morningstar Mexico GR MXN
[Less Valuation Data](#)

Morningstar Dividend Investor Free Download

Review your asset allocation with Morningstar Premium Portfolio X-Ray

[Start Free Trial](#)

Discover how our financial communications library can help deepen client relationships

