



# VALORIZACIÓN DE EMPRESA COCA-COLA EMBONOR S.A. POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN  
FINANZAS

Alumno: Arturo Zuleta Pozo  
Profesor guía: Francisco Sánchez Morales

Santiago, Chile. Marzo 2021

# Índice de contenidos

|      |  |    |
|------|--|----|
| I.   | Resumen Ejecutivo.....   | 6  |
| II.  | Marco Teórico: Principales Métodos de Valorización.....                | 7  |
| 1.   | Modelo de Flujo de Caja Descontado. ....                               | 7  |
| 2.   | Método de Múltiplos.....   | 9  |
| -    | Múltiplos de Ganancias:.....   | 10 |
| -    | Múltiplos de Valor Libro:.....   | 10 |
| -    | Múltiplos de Ventas:.....  | 10 |
| -    | Múltiplo de Variables de industria Específica:.....                    | 11 |
| 3.   | Modelo de Descuento de Dividendos.....                                 | 11 |
| III. | Descripción de la Industria y Empresa.....                             | 12 |
| 1.   | Características principales de Coca-Cola Embonor. ....                 | 12 |
| 2.   | Estructura de propiedad y filiales.....                                | 15 |
| 3.   | Capital social y gobierno corporativo.....                             | 17 |
| -    | Capital Social.....  | 17 |
| -    | Gobierno corporativo.....  | 19 |
| -    | Política de dividendos. ....   | 20 |
| 4.   | Industria en las que participa.....                                    | 21 |
| -    | Mercado Chileno. ....  | 21 |
| -    | Industria boliviana. ....  | 23 |
| -    | Regulación.....  | 26 |
| -    | Impacto por crisis asociada al Covid-19.....                           | 27 |
| 5.   | Estrategia de la empresa. ....   | 28 |
| IV.  | Financiamiento de la empresa y estructura de capital.....              | 30 |
| 1.   | Financiamiento vía bonos.....  | 31 |
| 2.   | Estructura de capital. ....  | 32 |
| -    | Deuda financiera histórica.....  | 32 |
| -    | Patrimonio económico.....  | 33 |
| -    | Valor económico.....   | 34 |
| -    | Estructura de capital objetivo. ....                                   | 34 |
| V.   | Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa..... | 35 |
| 1.   | Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa. ....                    | 35 |
| 2.   | Estimación del costo de la deuda ( $K_b$ ).....                        | 37 |
| 3.   | Premio por riesgo de mercado (PRM).....                                | 38 |
| 4.   | Beta de la deuda ( $\beta_b$ ). ....                                   | 39 |

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 5.    | Beta patrimonial sin deuda ( $\beta_{ps}/d$ ).....                 | 40 |
| 6.    | Beta patrimonial con deuda ( $\beta_{pc}/d$ ). ....                | 41 |
| 7.    | Estimación del costo patrimonial ( $k_p$ ).....                    | 42 |
| 8.    | Estimación del costo de capital ( $k_0$ ).....                     | 42 |
| VI.   | Análisis de resultados .....                                       | 43 |
| 1.    | Crecimiento de las compañías chilenas.....                         | 43 |
| 2.    | Análisis del crecimiento en los ingresos de Embonor.....           | 44 |
| 3.    | Análisis de la evolución en los costos y gastos operacionales..... | 47 |
| 4.    | Análisis de las cuentas no operacionales. ....                     | 50 |
| 5.    | Análisis de activos.....   | 51 |
| 6.    | Análisis vertical. ....  | 52 |
| 7.    | Análisis de ratios financieros. ....                               | 53 |
| VII.  | Proyección del Estado de Resultados.....                           | 55 |
| 1.    | Proyección de ingresos.....  | 55 |
| 2.    | Proyección de costos, gastos y otras cuentas operacionales. ....   | 59 |
| 3.    | Proyección del resultado no operacional. ....                      | 60 |
| 4.    | Proyección del estado de resultados.....                           | 61 |
| VIII. | Proyección de los flujos de caja libres.....                       | 63 |
| 1.    | Determinación del flujo de caja bruto. ....                        | 63 |
| 2.    | Determinación del flujo de caja libre.....                         | 64 |
| -     | Inversiones proyectadas. ....                                      | 65 |
| -     | Estimación del capital de trabajo. ....                            | 66 |
| IX.   | Valor económico de Embonor y precio de la acción. ....             | 68 |
| 1.    | Valor presente de los flujos de caja.....                          | 68 |
| 2.    | Valor económico del patrimonio y precio de la acción.....          | 69 |
| -     | Valor económico del patrimonio.....                                | 71 |
| -     | Valor proyectado del precio de la acción de Embonor.....           | 71 |
| 3.    | Análisis de sensibilidad.....                                      | 72 |
| 4.    | Premio por control.....  | 75 |
| X.    | Conclusiones. ....   | 77 |
|       | Bibliografía. ....   | 78 |

# Índice de gráficos

|   |    |
|---|----|
| Gráfico 1: Estructura de propiedad.....                         | 15 |
| Gráfico 2: Distribución de propiedad .....                      | 19 |
| Gráfico 3: Evolución de Market Share en Chile. ....             | 22 |
| Gráfico 4: Volúmenes de venta por canal en Chile.....           | 23 |
| Gráfico 5: Evolución de Market Share en Bolivia.....            | 23 |
| Gráfico 6: Volúmenes de venta por canal en Bolivia. ....        | 25 |
| Gráfico 7: Evolución de volúmenes de ventas. ....               | 28 |
| Gráfico 8: Inversiones realizadas. ....                         | 29 |
| Gráfico 9: Distribución porcentual de la deuda financiera. .... | 31 |
| Gráfico 10: Evolución de endeudamiento. ....                    | 33 |
| Gráfico 11: Evolución de ingresos por segmento. ....            | 45 |
| Gráfico 12: Evolución de ingresos por categoría. ....           | 46 |
| Gráfico 13: Evolución de precios series A y B. ....             | 76 |

# Índice de tablas

|  |    |
|--|----|
| Tabla 1: Licencias de operación.....                                   | 12 |
| Tabla 2: Principales accionistas.....                                  | 18 |
| Tabla 3: Miembros del directorio.....                                  | 20 |
| Tabla 4: Composición de deuda financiera.....                          | 30 |
| Tabla 5: Bonos vigentes de la entidad.....                             | 31 |
| Tabla 6: Evolución de la deuda financiera.....                         | 32 |
| Tabla 7: Evolución del patrimonio.....                                 | 33 |
| Tabla 8: Evolución de valor económico.....                             | 34 |
| Tabla 9: Evolución de estructura de capital.....                       | 34 |
| Tabla 10: Estadística descriptiva de la estructura de capital.....     | 35 |
| Tabla 11: Beta patrimonial Embonor.....                                | 36 |
| Tabla 12: Evolución de volúmenes de ventas.....                        | 43 |
| Tabla 13: Evolución de ingresos.....                                   | 44 |
| Tabla 14: Crecimiento real en los ingresos.....                        | 46 |
| Tabla 15: Evolución de costos operacionales.....                       | 48 |
| Tabla 16: Evolución de costos como porcentaje de los ingresos.....     | 48 |
| Tabla 17: Evolución de los costos de distribución.....                 | 49 |
| Tabla 18: Evolución de gastos de administración.....                   | 50 |
| Tabla 19: Resultado no operacional.....                                | 50 |
| Tabla 20: Activos al 30 de septiembre de 2020.....                     | 51 |
| Tabla 21: Análisis vertical.....                                       | 52 |
| Tabla 22: Indicadores financieros Embonor.....                         | 53 |
| Tabla 23: Principales proyecciones sobre Chile.....                    | 55 |
| Tabla 24: Principales proyecciones para Bolivia.....                   | 56 |
| Tabla 25: Evolución de volúmenes proyectados.....                      | 57 |
| Tabla 26: Precios implícitos proyectados.....                          | 58 |
| Tabla 27: Ingresos operacionales proyectados.....                      | 59 |
| Tabla 28: Evolución de ponderadores de costos y gastos proyectada..... | 60 |
| Tabla 29: Proyección de egresos operacionales.....                     | 60 |
| Tabla 30: Ponderadores proyectados para cuentas no operacionales.....  | 61 |
| Tabla 31: Evolución de resultado no operacional.....                   | 61 |
| Tabla 32: Estado de resultados proyectado.....                         | 62 |
| Tabla 33: Evolución de cuentas como porcentaje de los ingresos.....    | 63 |
| Tabla 34: Proyección del flujo de caja bruto.....                      | 64 |
| Tabla 35: Evolución del capex.....                                     | 65 |
| Tabla 36: Capex proyectado.....  | 65 |
| Tabla 37: Evolución de capital de trabajo.....                         | 66 |
| Tabla 38: CTON/Ventas.....   | 67 |
| Tabla 39: Capital de trabajo proyectado.....                           | 67 |
| Tabla 40: Flujo de caja libre proyectado.....                          | 68 |
| Tabla 41: Determinación del valor presente de los FCL.....             | 69 |
| Tabla 42: Exceso o déficit de capital de trabajo estimado.....         | 70 |
| Tabla 43: Valor de activos prescindibles.....                          | 70 |
| Tabla 44: Valor total de activos a septiembre de 2020.....             | 70 |
| Tabla 45: Valor económico del patrimonio proyectado.....               | 71 |
| Tabla 46: Precio proyectado de la acción.....                          | 71 |
| Tabla 47: Comparación precio proyectado con precio de mercado.....     | 72 |
| Tabla 48: Resumen sensibilización de ingresos.....                     | 72 |

|  |    |
|--|----|
| Tabla 49: Resumen sensibilización de costo de capital. ....            | 73 |
| Tabla 50: Resumen sensibilización del costo de la deuda. ....          | 74 |
| Tabla 51: Precios en Bolivia ajustados por inflación.....              | 74 |
| Tabla 52: Resumen de sensibilización con presiones inflacionarias..... | 75 |

# I. Resumen Ejecutivo

El propósito del presente análisis es entregar una estimación, al 30 de septiembre de 2020, para el valor económico de la acción de Coca-Cola Embonor S.A., embotelladora de bebidas refrescantes que comercializa, esencialmente, bebidas gaseosas, aguas y jugos licenciados por The Coca-Cola Company, en Chile y Bolivia.

Para efectuar la valoración se utilizó el método de Flujos de Cajas Descontados utilizando información pública de los años 2015 hasta septiembre de 2020 obtenida de los Estados Financieros, Memoria Anual y Presentaciones a los inversionistas, publicadas por la misma empresa.

En primera instancia, se realizó una descripción de la industria y la empresa para entender el contexto en el cual se desenvuelve la empresa, con posterioridad, se identificó el financiamiento y estructura de capital objetivo de la empresa y con esto se determinó el costo de capital, el cual corresponde a 5,56%.

Para poder realizar la proyección de los Estados Financieros para el periodo desde el último trimestre de 2020 al 2025, se realizó un análisis de los Estados Financieros históricos con el objetivo de entender el comportamiento de las cuentas.

Considerando todo lo anterior, se pudieron estimar los flujos de caja libre para el 2020 al 2025 de acuerdo con los supuestos, que a lo largo de este trabajo se explicitan y fundamentan, para descontar los flujos a la tasa de costo de capital antes mencionada y así concluir con la valorización económica de la acción.

Los resultados obtenidos muestran que al 30 de septiembre de 2020 el valor del patrimonio económico de Embonor es de UF 19.647 millones con un precio de acción estimado de \$ 1.104 pesos. Este precio de la acción nos da a entender que, a esa fecha,

la acción estaba levemente subvalorada en el mercado accionario, considerando que el precio al cierre de la acción al 30 de septiembre del 2020 fue de \$ 973 pesos, lo que equivale a un 13,4% inferior a la estimación.

## II. Marco Teórico: Principales Métodos de Valorización.

Con el fin de determinar el valor de una compañía en un determinado momento del tiempo, se utilizan métodos de valorización, aplicados dependiendo del tipo de empresa y la información disponible. Entre estos, se pueden distinguir métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado y métodos basados en el descuento de flujo de fondos o alguna mezcla de metodologías antes mencionadas. Los resultados obtenidos en este tipo de análisis permiten encontrar un valor para la entidad en cuestión, sin embargo, este valor teórico será dinámico y dependerá tanto de las condiciones de mercado, como de los supuestos realizados por el analista, entre otros factores.

Este análisis en particular se centrará en los métodos por múltiplos y flujo descontado, siendo este último el principal foco de trabajo.

### 1. Modelo de Flujo de Caja Descontado.

El caso del método de Flujo de Caja Descontado ("FCD") los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado y luego descontados para reflejar el valor presente de estos. A su vez, este valor presente debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, llamado "valor terminal"



o “perpetuidad”. Lo anterior, muestra la relevancia que tiene la determinación de una adecuada tasa de descuento para la entidad.

Los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales buscan modelar el desempeño financieros de una compañía, ante factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que tengan efectos sobre los resultados de la entidad.

La perpetuidad en un FCD representa parte importante del valor final de la empresa y es altamente sensible a los efectos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. De esta forma, las proyecciones de largo plazo y la tasa de crecimiento perpetuo ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía.

Por otro lado, la determinación de la tasa de descuento se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo determinan, incluso, los inversionistas interesados. En general, cuando se habla de la determinación de una tasa de descuento en un contexto de una valoración por el método de FCD, se hace referencia al costo de capital ( $K_{wacc}$ ) o “WACC” por sus siglas en inglés. Esta tasa se calcula como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $K_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina también como costo patrimonial ( $K_p$ ).

Por otro lado, para valorar la empresa utilizando el método de FCD, se requiere determinar una estructura de capital objetivo de largo plazo, con el fin de poder determinar su adecuado costo de capital.

La determinación del valor completo de la empresa debe considerar los activos prescindibles y ajustar este en base al exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Finalmente, para valorar el

patrimonio, se debe restar al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera, a la fecha de la valoración.

En el caso de que la empresa no cuente con endeudamiento a la fecha de la valoración, esta se realiza descontando los flujos de caja totales, a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir a su industria. Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, donde el valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

## 2. Método de Múltiplos.

Este método determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la industria y la compañía misma, obteniendo así un aproximado del valor de esta.

De esta manera, el valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables, donde la variación en la valoración de las acciones se dará según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Para aplicar este método es necesario identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos y convertir estos a valores estandarizados. Una vez obtenidos los múltiplos, es necesario comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los comparables, controlando por diferencias que podrían afectar el múltiplo de la empresa, en la medida que tengan riesgo similar y características parecidas.

Existen distintos tipos de múltiplos que pueden ser utilizados para este método, entre ellos destacan:

- Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad.
- Valor/EBIT.
- Valor/EBITDA.
- Valor/Flujo de caja.

Se utilizan este tipo de relaciones para al comparar este valor con la tasa de crecimiento esperado, con el fin de determinar si la empresa se encontraría subvalorada o sobrevalorada.

También se utiliza la relación Precio/Utilidad para comparar mercados y concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo y 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.
- Valor de mercado/Valor libro de activos.
- Valor de Mercado/Costo de reemplazo (Q de Tobin).

- Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por acción.
- *Enterprise Value/Ventas.*

- Múltiplo de Variables de industria Específica:

- Precio/Kwh.
- Precio por tonelada de cobre.
- Valor por m<sup>2</sup> construido en *retail*.

### 3. Modelo de Descuento de Dividendos.

De acuerdo con este método, el valor de la acción es el valor actual de dividendos que se espera obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras, por las características operacionales de estos.

El cálculo del valor de la empresa a través de este modelo es el siguiente:

$$\text{Valor de acción} = \frac{DPA}{K_p}$$

Donde:

*DPA = Dividendo por acción.*

*K<sub>p</sub> = Retorno exigido al patrimonio.*

El retorno exigido a las acciones, 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:

$$\text{Valor de acción} = \frac{DPA}{(K_p - g)}$$

Donde DPA son los dividendos por acción del próximo periodo, no siendo estos los dividendos efectivamente repartidos.

### III. Descripción de la Industria y Empresa.

#### 1. Características principales de Coca-Cola Embonor.

Coca-Cola Embonor S.A. es una sociedad que se dedica principalmente a la producción y distribución de bebidas analcohólicas bajo licencia de The Coca-Cola Company (“TCCC”), en Chile y Bolivia. Al mismo tiempo, la entidad distribuye y comercializa en Chile el portafolio de las marcas Diageo plc, y de Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui Limitada y Viña Francisco de Aguirre S.A.

En nuestro país, opera a través de Coca-Cola Embonor S.A. y Embotelladora Iquique S.A., mientras que en Bolivia opera a través de Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A. (“Embol”).

Su condición de franquiciado le permite la comercialización de productos con una alta valoración de marca y reconocimiento a nivel mundial, lo que deriva de las altas participaciones de mercado y amplia cobertura geográfica mundial de TCCC. En la Tabla 1 a continuación, se muestran los plazos de las licencias de operación, que han sido renovadas continuamente desde su origen.

**Tabla 1: Licencias de operación.**

| Franquicia | Vencimiento | Origen |
|------------|-------------|--------|
| Arica      | ene-23      | 1962   |
| Iquique    | ene-23      | 1988   |
| Concón     | dic-20      | 1985   |
| Talca      | mar-21      | 1983   |
| Concepción | ene-23      | 1983   |
| Temuco     | abr-22      | 1983   |
| Bolivia    | mar-22      | 1995   |

Fuente: Elaboración propia en base a la Memoria Anual 2019.

En contrapartida, lo anterior también implica una posición marginalmente más débil que la de una compañía que opera productos propios. Sin embargo, TCCC se ha caracterizado por mantener relaciones estables y de largo plazo con sus franquiciados, lo que en el caso de Embonor ha significado la adjudicación y renovación constante de licencias desde el año 1962.

En Chile, la compañía mantiene concesión en las regiones XV, I, VII, VIII, IX, XIV, XVI, X, y gran parte de la V y VI Región, atendiendo a más de 8,2 millones de habitantes en su franquicia<sup>1</sup>. Para esto, la empresa cuenta con 4 plantas embotelladoras y 20 centros de distribución en el país.

En Bolivia, a través de la filial Embol S.A., representa cerca de un 96% de las ventas totales de Coca-Cola en el país<sup>1</sup>. La operación abarca a las provincias de La Paz, Cochabamba, Santa Cruz, Sucre, Tarija, Oruro y Potosí, con una cobertura de 10,8 millones de habitantes<sup>1</sup>.

Por otro lado, a partir de agosto de 2018, empresa inicia la distribución y comercialización de las bebidas alcohólicas bajo las marcas de Diageo plc, además, a partir de octubre de 2019 se incorporan las marcas producidas por Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui Limitada y por la Viña Francisco de Aguirre S.A. Estos acuerdos consideran la distribución y comercialización del portafolio de tales marcas en el canal tradicional, en el canal “comer y beber”, dentro de los respectivos territorios en los que opera la Compañía en Chile.

En cuanto a su estructura de costos, los principales egresos de la compañía de la guardan relación con la compra de insumos, los cuales son los concentrados, el azúcar y la resina *pet* utilizada para fabricar los envases.

---

<sup>1</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

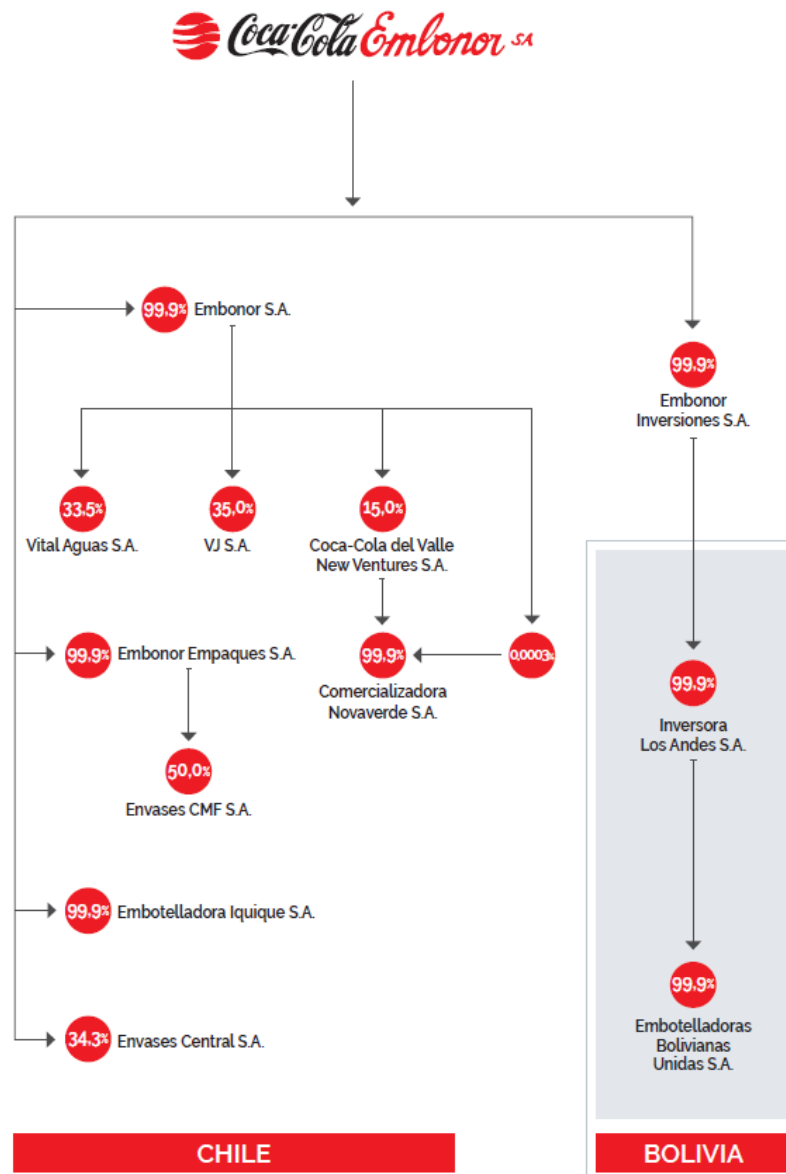
El valor de dichos productos presenta una volatilidad inherente a sus precios internacionales, lo que lleva a una mayor sensibilidad de los márgenes de Embonor a la variación de las condiciones de mercado internacional. Lo anterior, es mitigado parcialmente a través de contratos de abastecimiento de compras anticipadas y/o contratos de cobertura de tipo de cambio.

No obstante lo anterior, la empresa mantiene cierta capacidad de traspaso de aumentos en sus costos a sus precios finales. Sin embargo, lo anterior se encuentra restringido por factores de competencia, principalmente.

## 2. Estructura de propiedad y filiales.

A la fecha de la valorización, la entidad cuenta con una serie de filiales complementarias al negocio principal, la cual se muestra de manera resumida en el Gráfico 1, a continuación.

Gráfico 1: Estructura de propiedad.



Fuente: Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.



Entre estas sociedades, se destacan como filiales en los estados financieros consolidados, las siguientes:

- Embotelladora Iquique S.A.: Con un 99,99% de la propiedad, tiene como objeto social corresponde a la distribución y comercialización de bebidas en la localidad de Iquique.
- Embonor S.A.: Presta servicios de administración y manejo de transportes terrestre nacional e internacional, entre los que destacan servicios de distribución y logística a Coca-Cola Embonor S.A. (consolidado), la cual mantiene un 99,99% de la propiedad.
- Embonor Empaques S.A.: Con un 99,99% de participación, tiene como objeto social fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores; y prestar servicios de embotellamiento. Donde presta servicios de soplado de botellas a la entidad.
- Embonor Inversiones S.A. e Inversora Los Andes S.A.: Con el 99,99% de la propiedad de cada una, ambas se constituyen como vehículos de inversión, con el fin de desarrollar el negocio en Bolivia.
- Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A.: Embonor mantiene el 99,99% de la propiedad de esta entidad, la cual se dedica a la producción, embotellamiento y comercialización de refrescos y bebidas en general, en el mercado boliviano.

Por otro lado, la entidad mantiene una serie de inversiones en sociedades coligadas, las cuales, a la fecha de la valorización correspondían a las siguientes:

- Envases Central S.A.: La empresa posee el 34,31% de esta sociedad, la cual se dedica a producir y envasar toda clase de bebidas, y comercializar todo tipo de envases, en particular, vende bebidas no alcohólicas en envases de latas a Coca-Cola Embonor S.A.

- Coca-Cola del Valle New Ventures S.A.: Con el 15,00% de la propiedad, se dedica a fabricar, distribuir y comercializar toda clase de jugos, aguas y bebestibles en general, no obstante, durante 2019, no hubo relación comercial con esta entidad.
- Comercializadora Novaverde S.A.: Embonor posee el 15,00% de la entidad, cuyo giro es la venta a esta de aguas saborizadas y jugos.
- Envases CMF S.A.: La empresa posee el 50,00% de la propiedad de esta entidad. Se dedica a fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores; y prestar servicios de embotellamiento.
- VJ S.A.: Con el 35,00% de la participación, la sociedad se dedica a fabricar, distribuir y comercializar todo tipo de productos alimenticios, jugos y bebestibles, en particular, vende bebidas no carbonatadas a Embonor.
- Vital Aguas S.A.: Con el 33,50% de la propiedad, Fabrica, distribuye y comercializa toda clase de aguas y bebestibles en general.

### 3. Capital social y gobierno corporativo.

- **Capital Social.**

Al septiembre de 2020, el capital social de Embonor se componía de 510.853.230 acciones suscritas y pagadas, distribuidas entre 310 accionistas, correspondiendo un 47,8% a la Serie A, equivalente a 244.420.704 títulos, y un 52,2% a la serie B, con 266.432.526 acciones<sup>2</sup>. Las series A y B se diferencian por sus derechos de voto y económicos, en donde la serie A cuenta con derecho a elegir 6 directores titulares de la sociedad con sus respectivos suplentes, mientras que la serie B tienen derecho a elegir

---

<sup>2</sup> De acuerdo con la información publicada por la Comisión para el Mercado Financiero en su página web.

un director y su respectivo suplente, además de derecho a recibir dividendos aumentados en un 5% respecto a los recibidos por la Serie A<sup>3</sup>.

Al tercer trimestre de 2020, la sociedad era controlada por la familia Vicuña, que poseía el 84,11% de las acciones de la serie A y el 20,56% de las acciones serie B, representando el 51,0% de ambas series<sup>2</sup>.

De esta manera, el *free float* de la compañía corresponde al 49,0% restante de las acciones, es decir el 15,89% de la serie A y el 79,44% de la serie B. En la Tabla 2, se muestra los 12 principales accionistas de la entidad, mientras que en el Gráfico 2 se muestra en forma resumida los principales controladores de la propiedad de Embonor.

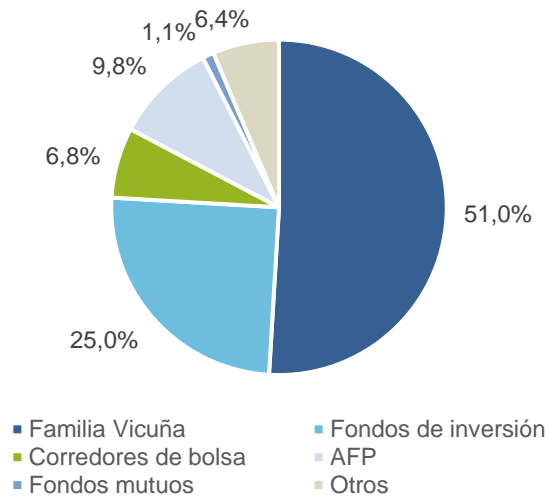
**Tabla 2: Principales accionistas.**

| Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)         | Número de acciones | % de propiedad |
|---|--------------------|----------------|
| Libra inversiones limitada                          | 244.643.874        | 47,89%         |
| Moneda SA AFI para Pionero Fondo de Inversión       | 32.903.000         | 6,44%          |
| Rentas Latin SA Limitada                            | 16.837.274         | 3,30%          |
| Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes | 14.406.626         | 2,82%          |
| Larrain Vial SA Corredora de bolsa                  | 13.326.750         | 2,61%          |
| Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión          | 11.043.281         | 2,16%          |
| Toesca Small Cap Chile Fondo de Inversión           | 10.672.466         | 2,09%          |
| Siglo XXI Fondo de Inversión                        | 9.846.665          | 1,93%          |
| BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión      | 8.996.648          | 1,76%          |
| Inversiones Nilahue Limitada                        | 7.700.970          | 1,51%          |
| Inv V y S LTDA                                      | 7.401.203          | 1,45%          |
| Credicorp Capital SA Corredores de bolsa            | 7.231.399          | 1,42%          |

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero.

<sup>3</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

**Gráfico 2: Distribución de propiedad**



Fuente: Elaboración propia en base a la Presentación para Inversionistas, octubre 2020.

- **Gobierno corporativo.**

Conforme a la Ley Chilena, la administración de Coca-Cola Embonor es ejercida por un directorio que está compuesto por 7 miembros titulares con sus respectivos suplentes, los que son propuestos y elegidos cada 2 años por la junta ordinaria de accionistas de la compañía. Los directores son elegidos por votaciones separadas de las distintas series en donde, como se mencionó anteriormente, las acciones serie A tienen derecho a elegir 6 directores titulares y sus respectivos suplentes, y las acciones serie B tienen derecho a elegir un director titular y su respectivo suplente.

Los directores pueden ser elegidos indefinidamente y no requieren ser accionistas de la sociedad para ejercer el cargo.

Los actuales directores de la compañía fueron elegidos en Junta Ordinaria de Accionistas celebrada con fecha 17 de abril de 2019<sup>4</sup>.

Cabe destacar que dentro de este ámbito, la compañía no tiene un proceso establecido para que los accionistas envíen directamente comunicaciones a los directores. Sin embargo, aquellos que lo desean pueden manifestar sus opiniones en la junta de accionistas, las que son escuchadas y atendidas durante esta.

En la Tabla 3, se pueden observar los miembros del directorio, en conjunto con su rango de antigüedad en este.

**Tabla 3: Miembros del directorio**

| Nombre                        | Cargo                            | Antigüedad       |
|-------------------------------|----------------------------------|------------------|
| Andrés Vicuña García-Huidobro | Presidente del directorio        | Más de 12 años   |
| Diego Vicuña García-Huidobro  | Director titular                 | Más de 12 años   |
| Jorge Lesser García-Huidobro  | Director titular                 | Más de 12 años   |
| Leonidas Vial Echeverría      | Director titular                 | Más de 12 años   |
| José Errázuriz Grez           | Director titular                 | Entre 6 y 9 años |
| Felipe Zegers Vial            | Director titular (independiente) | Menos de 3 años  |
| Manuel Tocornal Astoreca      | Director titular (independiente) | Más de 12 años   |

Fuente: Elaboración propia en base a la Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

- **Política de dividendos.**

De acuerdo con lo establecido en la ley N°18.046, salvo acuerdo diferente adoptado en la junta de accionistas, por unanimidad de las acciones emitidas, cuando exista utilidad deberá destinarse a lo menos el 30% de la misma al reparto de dividendos. Adicionalmente a las normas legales, se tiene en consideración la política de distribución de dividendos aprobada por la Junta General Ordinaria de Accionistas<sup>5</sup>.

No obstante, la política de dividendos es propuesta por el directorio y aprobada en la junta ordinaria de accionistas que se celebra cada año. A raíz de lo anterior, no es posible

<sup>4</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

<sup>5</sup> Estados Financieros Coca-Cola Embonor, a septiembre de 2020.

describir la política de dividendos de la compañía, sin embargo, en términos efectivos, la compañía ha mantenido un reparto de dividendos cercano al 80% de las utilidades generadas en el periodo, asignando, en 2019, cerca del 72,4% de las ganancias correspondientes al ejercicio 2018.

Lo anterior, con excepción de que, en 2020, se acordó repartir el 55,1% de las utilidades registradas en 2019, que comprende el dividendo pagado en mayo de 2020, en conjunto con el dividendo provisorio distribuido en diciembre de 2019<sup>6</sup>, esto, asociado con la flexibilidad de reparto con el fin de resguardar los niveles de caja y equivalentes que mantiene la entidad en consideración de la crisis por Covid-19.

## 4. Industria en las que participa

### - Mercado Chileno.

Embonor es la segunda mayor embotelladora de Coca-Cola en Chile, con una participación de mercado, al cierre de 2019, de 63,5% en el segmento de bebidas gaseosas<sup>7</sup>, medido en términos de volúmenes en los territorios donde opera.

La industria chilena de bebidas no alcohólicas y refrescantes se divide en tres categorías principales: bebidas gaseosas, aguas y bebidas no carbonatadas. Entre las gaseosas, destacan las bebidas cola, con un 57,4% de la participación<sup>7</sup>, al cierre de 2019, donde los embotelladores de Coca-Cola mantienen el liderazgo.

En Chile, el sistema Coca-Cola cuenta con dos grupos embotelladores, en donde Embonor representa en torno al 38,1% del volumen total vendido<sup>7</sup> durante el 2019,

---

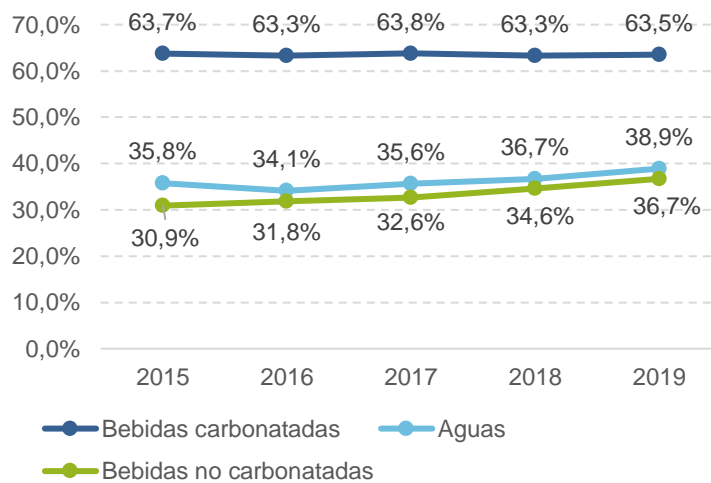
<sup>6</sup> Estados Financieros Coca-Cola Embonor, a septiembre de 2020.

<sup>7</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

siendo el porcentaje restante de Embotelladora Andina S.A, que comercializa sus productos en su territorio correspondiente.

En el Gráfico 3 se puede observar la evolución del market share en Chile, por categoría de producto.

**Gráfico 3: Evolución de Market Share en Chile.**



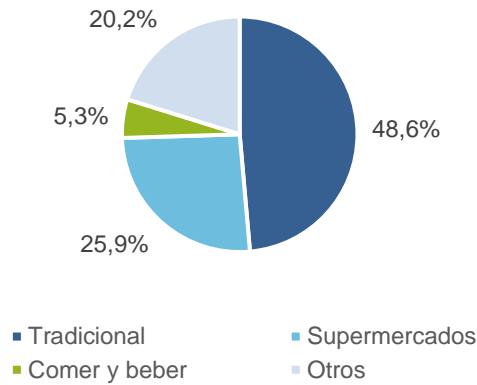
Fuente: Elaboración propia en base a la Presentación para Inversionistas, octubre 2020.

El consumo per cápita en cada región en la que opera la entidad varía de acuerdo con distintos factores, tales como el ingreso per cápita, las actividades comerciales de la competencia, densidad poblacional, empleo, condiciones climáticas, entre otros.

El principal competidor del Coca-Cola en el país, es CCU S.A. mediante su filial Embotelladoras Chilenas Unidas S.A. (ECUSA), la cual directa o indirectamente comercializa marcas de bebidas en distintas categorías. También se consideran como competidores en el mercado nacional, las denominadas marcas de precio y las marcas privadas de empresas de *retail* en bebidas gaseosas.

En el Gráfico 4, a continuación, es posible observar la distribución de ventas por canal en Chile, al 31 de diciembre de 2019.

**Gráfico 4: Volúmenes de venta por canal en Chile.**

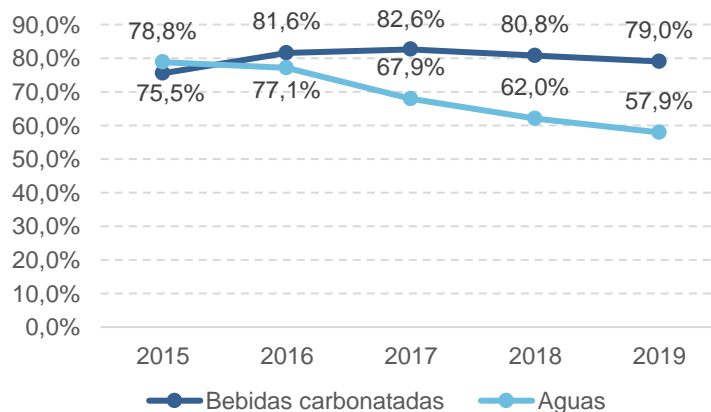


Fuente: Elaboración propia en base a Presentación a Inversionistas, octubre 2020

- **Industria boliviana.**

En Bolivia, la entidad es el principal embotellador de la marca, alcanzando una participación de mercado del 79,0% al cierre de 2019<sup>8</sup>, sustentada principalmente en la fortaleza de las marcas de TCCC. Lo anterior, es posible de observar en el Gráfico 5 a continuación:

**Gráfico 5: Evolución de Market Share en Bolivia.**



Fuente: Elaboración propia en base a la Presentación a Inversionistas, octubre 2020.

<sup>8</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.



En la industria boliviana, las bebidas no alcohólicas listas para el consumo, se dividen en siete categorías: gaseosas, aguas, energizantes, isotónicos, jugos néctar, jugos ligeros y alimentos de semillas, en donde la entidad participa en todas estas categorías.

En Bolivia existen dos embotelladores del Sistema Coca-Cola, Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A. (Embol) filial de Embonor, que opera en 7 departamentos de Bolivia (La Paz, Cochabamba, Santa Cruz, Oruro, Sucre, Potosí y Tarija), y que, al cierre de 2019, representaban el 96% de las ventas totales de Coca-Cola en este país<sup>9</sup>. Además, atiende, a igual fecha, al 95% de la población. El otro embotellador es Nudelpa Ltda. con el 4% restante del volumen, correspondientes a los departamentos del norte de Bolivia (Beni y Pando).

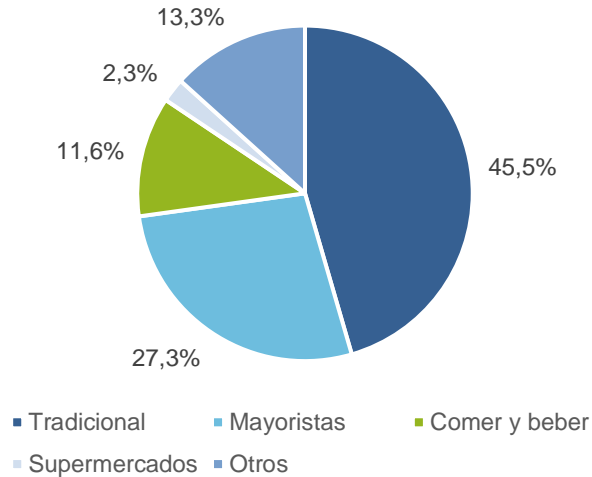
De acuerdo con datos de la empresa, el mercado boliviano ha experimentado un crecimiento en el consumo per cápita de más de tres veces en la última década<sup>9</sup>, donde Embol, atiende 117 mil clientes activos, al cierre de 2019, de los cuales el 45,5% corresponden al canal tradicional (tiendas de barrio), atendidas con altos estándares de servicio mediante fuerza de ventas directa<sup>9</sup>.

En el Gráfico 6, a continuación, es posible observar los volúmenes de ventas por canal en Bolivia, al cierre de 2019.

---

<sup>9</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

**Gráfico 6: Volúmenes de venta por canal en Bolivia.**



Fuente: Elaboración propia en base a Presentación a Inversionistas, octubre de 2020.

Las inversiones en Bolivia conllevan un mayor riesgo relativo respecto a Chile, además de que exponen a la compañía a un riesgo cambiario adicional. Sin embargo, la compañía contempla una política de endeudamiento sobre la moneda funcional de Bolivia, que le permite obtener un importante nivel de cobertura en consideración a los flujos generados en ese país.

Por otro lado, el consumo de productos de TCCC en Bolivia ha exhibido un importante incremento durante los últimos años, pasando desde los 25 millones de cajas unitarias en 2002 a 144,7 millones, al cierre de 2019. Así, Bolivia está dentro de los países con mayor consumo per cápita de bebidas Coca-Cola en el mundo, alcanzando en torno a las 320 botellas de 8 onzas anuales por habitante, de acuerdo a información de la empresa<sup>10</sup>, al cierre de 2019.

<sup>10</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

Cabe destacar que este importante crecimiento ha sido impulsado por el crecimiento económico de Bolivia, sin embargo, todavía es posible observar en este país potenciales de crecimiento, especialmente en consideración a la actual brecha que persisten entre los niveles de consumo per cápita en Bolivia y Chile, donde este último, a diciembre de 2019, se ubicaba en las 385 botellas anuales por persona<sup>11</sup>.

#### - Regulación.

Respecto del riesgo regulatorio, en los últimos años la industria de alimentos en Chile se ha enfrentado a varias iniciativas gubernamentales y legislativas para desincentivar el consumo de azúcares y otros productos en la dieta nacional.

En 2014 se aprobó un incremento adicional al impuesto a las bebidas azucaradas, afectando la industria embotelladora, aplicando un aumento el impuesto específico que estas recibían de 13% al 18% y disminuyendo en un 3% el impuesto a las bebidas de menor contenido de azúcar.

Posteriormente, en 2016, entró en vigencia la Nueva Ley de Etiquetado de Alimentos, la llevó a un ajuste de la producción de alimentos y bebidas, en base a la aplicación de sellos indicativos de alto contenido de azúcares y otros elementos en los productos alimenticios, con el fin de desincentivar el consumo de productos poco saludables.

A partir de lo anterior, en 2017, se reformularon las principales marcas de la entidad, donde se redujo de forma significativa la cantidad de azúcar utilizada, que conforme a la nueva ley, permitió a la empresa eliminar el sello “Alto en” de estos productos.

Lo anterior, llevó a la empresa y a la industria en general, a buscar la de reducción en los niveles de azúcar en su portafolio de bebidas, lo que llevó a una reducción

---

<sup>11</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

significativa en el uso de este insumo, generando una disminución en los costos de producción.

En 2018 y 2019, la Ley de Etiquetado avanzó hacia etapas más estrictas respecto de los parámetros sobre los que se mide el contenido de los ingredientes cuestionados. No obstante, a raíz de su aplicación más gradual, los efectos que esto tuvo para la empresa y la industria fueron acotados.

#### - Impacto por crisis asociada al Covid-19.

A lo largo de 2020, se ha observado la evolución de los brotes del Covid-19 (Coronavirus) a nivel global y ante esto, todos los países, incluidos Chile y Bolivia, han tomado medidas orientadas a frenar el contagio.

Entre las medidas tomadas por las autoridades se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.

A raíz de la situación global, la sociedad incorporó una serie de medidas con el fin de reducir el riesgo de contagio entre sus colaboradores, en conjunto con fortalecer las medidas de higiene. Lo anterior, trajo consigo un leve aumento en los gastos, asociados con la compra de insumos sanitarios y elementos para realizar labores de teletrabajo.

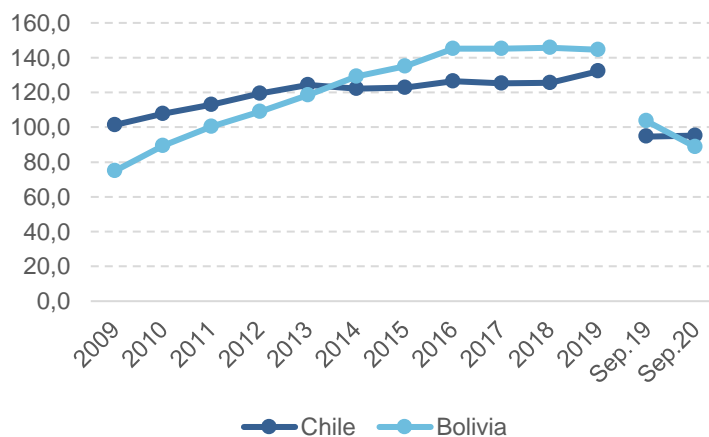
No obstante, la pandemia ha tenido un efecto negativo en las ventas físicas de la compañía, en particular en Bolivia, donde estas cayeron un 14,2%, a septiembre de 2020<sup>12</sup>, mientras que en Chile se mantuvieron relativamente estables, con un leve crecimiento de 0,7% en los volúmenes<sup>12</sup>, a igual periodo (ver Gráfico 7).

---

<sup>12</sup> Análisis Razonado Coca-Cola Embonor, septiembre de 2020.

**Gráfico 7: Evolución de volúmenes de ventas.**

(Millones de cajas unitarias)

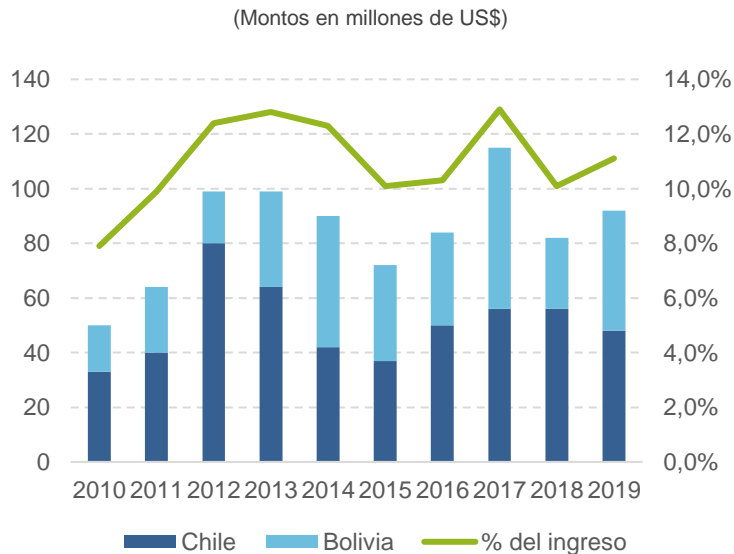


Fuente: Elaboración propia en base a los Análisis Razonados, entre diciembre de 2010 y septiembre de 2020.

## 5. Estrategia de la empresa.

El plan de inversiones de la compañía se ha enfocado en mejoras de eficiencia, tanto en el mercado chileno, como en el mercado boliviano, en conjunto con el crecimiento en volúmenes en este. Durante 2019, la empresa invirtió alrededor de US\$ 92,5 millones, de los cuales un 52,0% se dio en Chile. En el Gráfico 8, a continuación, se observa la evolución de las inversiones realizadas por la empresa y su ponderación respecto de los ingresos de la compañía.

**Gráfico 8: Inversiones realizadas.**



Fuente: Elaboración propia en base a Presentación a Inversionistas, octubre 2020.

Así, la empresa invirtió \$ 35.990 millones en Chile, incorporando nuevas líneas de producción y tecnologías para conseguir mayores eficiencias, además de optimizar el consumo de recursos como el agua y la energía. De la misma manera, en 2019 se destaca la adquisición del nuevo centro de distribución en San Fernando y la inauguración de un nuevo centro de distribución en Puerto Montt<sup>13</sup>.

En tanto, en Bolivia se invirtieron cerca de \$ 33.281 millones<sup>13</sup>, destinada principalmente a aumentar la capacidad de soplado de botellas retornables en La Paz. Al mismo tiempo, se instaló una nueva línea de producción en la planta de Cochabamba, que permitió integrar el proceso de soplado de botellas y paletizado con la línea de embotellado, mientras que tanto en la ciudad de La Paz como en la de Santa Cruz, se continuó con la adquisición de terrenos colindantes a las plantas, con el fin de potenciar la logística de la compañía.

<sup>13</sup> Presentación a Inversionistas, octubre 2020 y Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

De igual manera, el plan de inversiones para los próximos años tiene su foco en robustecer la capacidad productiva de la compañía, así como en potenciar su participación de mercado. Para esto, se estima una inversión en línea con los exhibido en su historia, orientada principalmente a la adquisición de activos de mercado para sustentar su crecimiento.

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

La compañía muestra un perfil financiero relativamente conservador, derivado principalmente de su fuerte y estable capacidad de generación interna de flujos de caja, que ha permitido cubrir sus requerimientos de inversión y el reparto de dividendos, sin generar mayores presiones sobre sus niveles de endeudamiento.

De esta manera, la entidad ha sido capaz de financiar sus requerimientos de inversión mediante un adecuado *mix* entre endeudamiento y recursos propios. En la Tabla 4 se muestra la composición de la deuda financiera de la compañía en los últimos periodos y en el Gráfico 9 se puede observar la distribución porcentual, a septiembre de 2020.

**Tabla 4: Composición de deuda financiera.**

(Montos en miles de UF)

|                               | Corrientes   |              |              | No Corrientes |              |              |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
|                               | 2018         | 2019         | Sep.20       | 2018          | 2019         | Sep.20       |
| Bonos Chile                   | 566          | 64           | 28           | 1.521         | 1.479        | 1.458        |
| Créditos bancarios Chile      | 30           | 256          | 22           | 1.797         | 2.234        | 2.622        |
| Créditos bancarios Bolivia    | 676          | 861          | 1.140        | 3.511         | 4.488        | 4.950        |
| Pasivos de cobertura          | 4            | 0            | 0            | 0             | 0            | 0            |
| Pasivo por derecho de uso     | 81           | 0            | 0            | 137           | 0            | 0            |
| <b>Total deuda financiera</b> | <b>1.358</b> | <b>1.180</b> | <b>1.190</b> | <b>6.967</b>  | <b>8.200</b> | <b>9.030</b> |

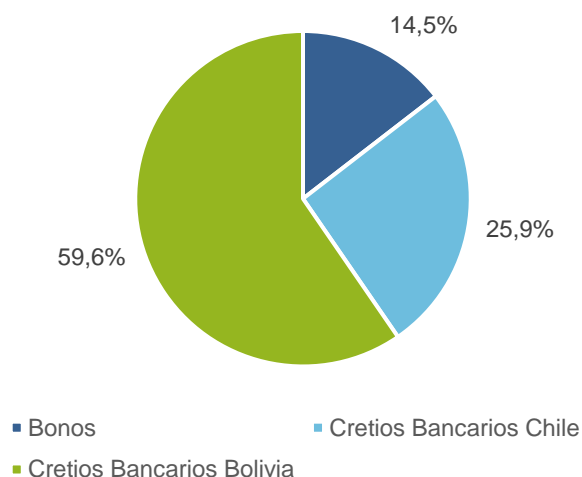
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa, para los periodos 2018, 2019 y septiembre de 2020.

El aumento en la deuda de los últimos períodos se debe principalmente a deuda en denominación Boliviana, asociada con el crecimiento en este mercado y las inversiones

realizadas. En particular, a septiembre de 2020, los pasivos financieros aumentaron por créditos por US\$ 21,5 millones y \$ 12.000 millones, en Bolivia y Chile, respectivamente.

**Gráfico 9: Distribución porcentual de la deuda financiera.**

(Información a septiembre de 2020)



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros, a septiembre de 2020.

## 1. Financiamiento vía bonos.

A la fecha de la valorización, la entidad contaba con 3 bonos transándose en el mercado, de los cuales dos de ellos serían pagados con fecha posterior a los estados financieros a septiembre de 2020. A continuación, en la Tabla 5 se presenta la información respectiva.

**Tabla 5: Bonos vigentes de la entidad.**

| Bono     | TIR   | Fecha de la última transacción* | Vencimiento | Tipo de bono |
|----------|-------|---------------------------------|-------------|--------------|
| BKOEM-F  | 1,51% | 24-09-2020                      | 01-09-2035  | Bullet       |
| BEARI-B1 | 0,60% | 12-08-2020                      | 01-02-2021  | Francés      |
| BEARI-B2 | 0,30% | 24-02-2020                      | 01-02-2021  | Francés      |

\*TIR señalada a partir de la última transacción antes del 30 de septiembre de 2020.

Fuente: Elaboración propia en base a información extraída de LVA Índices.



## 2. Estructura de capital.

- Deuda financiera histórica.

En la Tabla 6 se muestra la evolución de la deuda financiera de Coca-Cola Embonor desde el 2015 hasta septiembre de 2020, la cual corresponde a la suma de las cuentas Otros Pasivos Financieros (corriente) y Otros Pasivos Financieros (no corriente), de su balance general.

**Tabla 6: Evolución de la deuda financiera.**

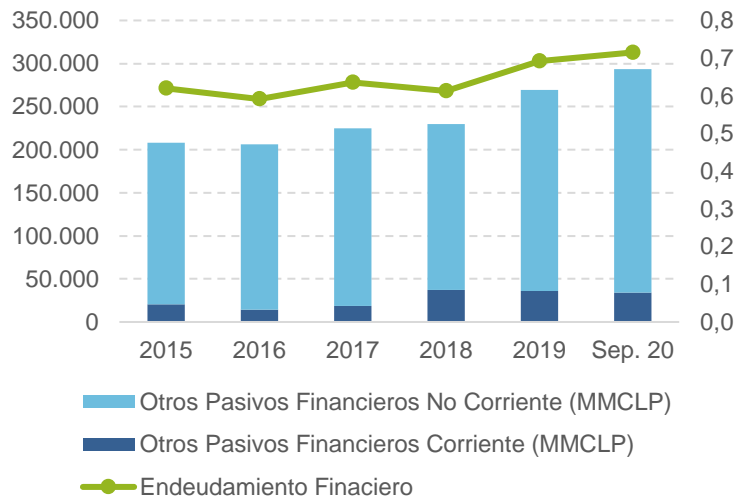
(Montos en miles de UF)

|  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | Sep. 20 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Otros Pasivos Financieros Corriente    | 804   | 536   | 696   | 1.358 | 1.268 | 1.190   |
| Otros Pasivos Financieros No Corriente | 7.322 | 7.288 | 7.681 | 6.967 | 8.254 | 9.030   |
| Total (MUF)                            | 8.126 | 7.824 | 8.377 | 8.324 | 9.522 | 10.221  |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros entre 2015 y septiembre de 2020.

En la Tabla 6 se puede observar que el valor de la deuda financiera ha ido en incremento a través de los años, de la misma manera, en el Gráfico 10, se puede ver que el nivel de endeudamiento financiero (deuda financiera sobre patrimonio) ha mostrado una leve tendencia al alza en los últimos períodos.

**Gráfico 10: Evolución de endeudamiento.**



Fuente: Elaboración propia en base los Estados Financieros de la empresa, para el periodo entre 2015 y septiembre de 2020.

- **Patrimonio económico.**

Para realizar el cálculo del patrimonio económico, hay que considerar el precio de mercado de la acción, tanto de la serie A como de la serie B, y el número de acciones suscritas y pagadas de ambas series. En la Tabla 7 se puede observar el cálculo del patrimonio económico de la entidad.

**Tabla 7: Evolución del patrimonio.**

|   | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | Sep. 20 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| N° Acciones suscritas y pagadas Serie A (miles) | 244.421 | 244.421 | 244.421 | 244.421 | 244.421 | 244.421 |
| N° Acciones suscritas y pagadas Serie B (miles) | 266.433 | 266.433 | 266.433 | 266.433 | 266.433 | 266.433 |
| Precio de la acción al cierre Serie A           | 808,8   | 1.114,6 | 1.280,0 | 1.173,7 | 1.289,9 | 975,2   |
| Precio de la acción al cierre Serie B           | 790,8   | 1.038,6 | 1.472,0 | 1.493,7 | 1.252,0 | 973,4   |
| Patrimonio Económico o Mercado (MMCLP)          | 408.364 | 549.158 | 705.043 | 684.850 | 648.857 | 497.709 |
| Patrimonio a Valor Libro (MMCLP)                | 336.147 | 348.568 | 353.583 | 374.195 | 389.647 | 413.403 |
| Patrimonio Económico o de Mercado (MUF)         | 15.934  | 20.843  | 26.309  | 24.844  | 22.920  | 17.337  |
| Patrimonio a Valor Libro (MUF)                  | 13.116  | 13.229  | 13.194  | 13.575  | 13.764  | 14.400  |

Fuente: Estados Financieros de la entidad para los periodos entre 2015 y septiembre de 2020, en conjunto con información extraída de Bloomberg.

- Valor económico.

Conociendo la deuda financiera de la empresa y el patrimonio económico de ésta, se puede obtener el valor económico de Embonor, de tal manera que:

$$\text{Valor económico} = \text{Deuda financiera} + \text{Patrimonio económico}$$

Así, en la Tabla 8, a continuación se puede ver la evolución del valor económico de Embonor.

**Tabla 8: Evolución de valor económico.**

(Valores en miles de UF)

|                          | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | Sep. 20 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Deuda financiera (B)     | 8.126  | 7.824  | 8.377  | 8.324  | 9.522  | 10.221  |
| Patrimonio económico (P) | 15.934 | 20.843 | 26.309 | 24.844 | 22.920 | 17.337  |
| Valor económico (V)      | 24.059 | 28.666 | 34.687 | 33.168 | 32.442 | 27.558  |

Fuente: Elaboración propia en base Estados Financieros entre 2015 y septiembre de 2020, en conjunto con datos obtenidos de Bloomberg.

- Estructura de capital objetivo.

A partir de la información anterior, es posible determinar la estructura de capital que ha mantenido la empresa en los últimos periodos. En la Tabla 9 se muestra la razón de endeudamiento de la empresa, la razón de patrimonio y el ratio de deuda sobre patrimonio desde el 2015 a septiembre de 2020.

**Tabla 9: Evolución de estructura de capital.**

|     | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | Sep.20 | Promedio<br>2018-Sep.20 | Promedio<br>2019-Sep.20 |
|-----|------|------|------|------|------|--------|-------------------------|-------------------------|
| B/V | 0,34 | 0,27 | 0,24 | 0,25 | 0,29 | 0,37   | 0,31                    | 0,33                    |
| P/V | 0,66 | 0,73 | 0,76 | 0,75 | 0,71 | 0,63   | 0,69                    | 0,67                    |
| B/P | 0,51 | 0,38 | 0,32 | 0,34 | 0,42 | 0,59   | 0,45                    | 0,50                    |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros entre 2015 y septiembre de 2020.

Para el presente estudio, se utilizarán los indicadores promedio entre 2019 y 2020, asociado con que la mayor deuda de la entidad proviene del crecimiento de sus operaciones e inversiones en activos de mercado para esto.

Así, los valores a tener en consideración para las siguientes secciones son los siguientes: B/P a de 0,45 entre 2018 y septiembre de 2020, y B/P de 0,50, como estructura de capital objetivo.

De la misma manera, se presenta a continuación la estadística descriptiva de los indicadores antes presentados (ver Tabla 10).

**Tabla 10: Estadística descriptiva de la estructura de capital.**

|                     | B/V  | P/V  | B/P  |
|---------------------|------|------|------|
| Promedio            | 0,28 | 0,72 | 0,39 |
| Mediana             | 0,27 | 0,73 | 0,38 |
| Mínimo              | 0,24 | 0,66 | 0,32 |
| Máximo              | 0,34 | 0,76 | 0,51 |
| Desviación estándar | 0,04 | 0,04 | 0,08 |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros entre 2015 y septiembre de 2020.

## V. Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa.

### 1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.

Para la estimación del beta patrimonial de Embonor se utilizará el modelo de mercado, bajo la siguiente formula:

$$R_{t,a} = \alpha + \beta_a R_{t,m} + \varepsilon_{t,a}$$

Donde  $R_{t,a}$  corresponde al retorno semanal de Embonor para cada periodo  $t$ ,  $R_{t,m}$  corresponde al retorno semanal del mercado (en este caso el IGPA) para cada periodo  $t$ ,  $\varepsilon_{t,a}$  corresponde al error aleatorio residual,  $\alpha$  corresponde al intercepto de la regresión

y  $\beta_a$  corresponde al Beta patrimonial de la empresa, es decir, al coeficiente de sensibilidad del retorno de Embonor con respecto al retorno del IGPA.

De esta manera, para el cálculo del beta patrimonial de Coca-Cola Embonor se realizó una regresión lineal utilizando los retornos semanales tanto del índice como de la acción, con un periodo de 2 años para cada beta.

Por ende, para la estimación del beta patrimonial, se procedió a descargar la serie histórica de precios semanales tanto del IGPA como de la empresa, desde el 1 de enero del 2014 hasta el 30 de septiembre 2020, de tal manera que para el cálculo de cada beta, se utilizaron aproximadamente 104 datos, correspondientes a dos años móviles de datos semanales.

Luego se calcularon los retornos semanales del índice y de la empresa para poder realizar la regresión lineal de estos. A continuación, en la Tabla 11, los resultados obtenidos:

**Tabla 11: Beta patrimonial Embonor.**

|                      | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | sep.20 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Retorno promedio LTM | 0,38%  | 0,66%  | 0,58%  | 0,06%  | -0,30% | -0,52% |
| Beta                 | 0,54   | 0,71   | 0,64   | 0,67   | 0,63   | 0,69   |
| p-value              | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Presencia bursatil   | 74,44% | 87,22% | 91,67% | 77,22% | 70,56% | 63,89% |
| N° de observaciones  | 104    | 105    | 105    | 104    | 104    | 104    |

Fuente: Elaboración propia, en base a datos extraídos de Bloomberg.

Como se puede observar, el beta de Embonor resulta significativo para todos los periodos (el p-value es menor a 1% en todos los casos), por lo que se puede corroborar que los resultados son estadísticamente significativos para todos los años. Además, como mantiene buena presencia bursátil, en torno al 70% en todos los años, el análisis se puede considerar confiable.

Junto con lo anterior, se puede observar que el beta patrimonial de la empresa es menor a 1 en todos los periodos, por lo que la empresa suele tener menor riesgo sistemático que el mercado, es decir, es menos volátil ante movimientos de este.

En base a los resultados obtenidos en la Tabla 11, se decidió a realizar el ajuste de Bloomberg al último de los betas calculados, es decir, a 0,69.

El ajuste de Bloomberg se basa en la observación de Blume respecto a que hay una tendencia de los betas a converger hacia uno a través del tiempo. Debido a que el número de observaciones tiene un margen de error al ser limitadas, se intenta ajustar el beta de regresión para acercarlo más a su valor de convergencia, 1. De tal manera que:

$$\beta_{aj.} = \beta_{raw} * P + \beta_t * (1 - P)$$

La fórmula, por ende, tiene el efecto de disminuir los Betas mayores de 1 y de elevar los Betas menores de 1.

Los proveedores de información financiera como Bloomberg y Merrill Lynch, ponderan el beta raw con un factor de 2/3.

De esta manera:

$$\beta_{aj.} = \beta_{raw} * \frac{2}{3} + \frac{1}{3}$$

$$\beta_{aj.} = 0,69 * \frac{2}{3} + \frac{1}{3}$$

$$\beta_{aj.} = 0,79$$

## 2. Estimación del costo de la deuda ( $K_b$ ).

Para la estimación del costo de la deuda, se utilizó la tasa de mercado del bono BKOEM-

F a septiembre del 2020, extraída de la plataforma LVA Índices. Esto, debido a que corresponde al bono con mayor duración y plazo, ya que los bonos BEARI-B1 y BEARI-B2 en la actualidad se encuentran vencidos<sup>14</sup>. Cabe mencionar que este bono fue emitido en UF, por lo que la tasa del costo de la deuda se encuentra en valores reales.

De esta manera:

$$K_b = 1,51\%$$

### 3. Premio por riesgo de mercado (PRM).

Con respecto al premio por riesgo de mercado (PRM), se utilizará el premio por riesgo publicado por Damodaran, el cual para construir el PRM de algún país distinto a Estados Unidos, realiza un ajuste al PRM de Estados Unidos. El ajuste de Damodaran consiste en adicionar el default spread de cada país al PRM implicado de EE.UU. El default spread (DS) corresponde al spread de los bonos soberanos denominados en dólares de aquel país y la tasa libre de riesgo de EE.UU., ajustado por la volatilidad de los mercados accionarios y de bonos.

Debido a que la mayoría de los países emergentes no emite bonos soberanos denominados en dólares, sino que en su moneda local, Damodaran asume que todos los países bajo una misma clasificación de riesgo deberán tener un comportamiento análogo, por lo que utiliza un spread promedio por clasificación de riesgo. De esta manera, al 30 de septiembre de 2020, tenía una clasificación de riesgo A1, por lo que el PRM de Chile incorporará el default spread promedio de los países con aquella clasificación.

---

<sup>14</sup> De acuerdo con la información publicada por la Comisión para el Mercado Financiero.

El default spread promedio de los países con clasificación de riesgo A1, al 8 de enero de 2021, de acuerdo con lo publicado por Damodaran<sup>15</sup> es de 0,62%. En tanto el premio por riesgo de mercado para Chile, publicado a la misma fecha es de 5,40%, de tal manera que:

$$PRM = 5,40\%$$

#### 4. Beta de la deuda ( $\beta_b$ ).

Teniendo el costo de la deuda, se puede calcular el beta de la deuda. Para la estimación, se utilizó nuevamente el Modelo CAPM.

Para el valor de la tasa libre de riesgo, se utilizó la tasa promedio de mercado a dos años, al 30 de septiembre del 2020, para el BCU de 30 años, la que equivale a 1,16%. Lo anterior, asociado con que este bono es poco liquido y su tasa no necesariamente reflejará su comportamiento futuro<sup>16</sup>.

En tanto, para el PRM se utilizó el valor mencionado anteriormente (5,40%).

De tal manera que:

$$1,51\% = 1,16\% + \beta_b * 5,40\%$$

$$\beta_b = 0,064$$

Por otro lado, es importante recordar que, al 30 de septiembre de 2020, el 59,6% de la deuda financiera de la compañía corresponde a créditos bancarios en moneda boliviana, sin embargo, los contratos de emisión de la línea de bonos vigente contemplan cláusulas de incumplimiento cruzado con las obligaciones que tengan sus filiales relevantes como

---

<sup>15</sup> Información publicada por Aswath Damodaran en su sitio web.

<sup>16</sup> Carlos Maquieira y Christian Espinosa, Valoración de Empresas Aplicadas, 2019.



Embol S.A., así, la tasa vigente del bono debería reflejar el riesgo de crédito consolidado de la entidad, incluyendo la deuda en Bolivia. No obstante lo anterior, en la sección “Análisis de sensibilidad” se realizó una sensibilidad respecto al impacto que tendría el riesgo de tasa de la deuda en el mercado boliviano en la estimación del beta de la deuda de la entidad.

## 5. Beta patrimonial sin deuda ( $\beta_p^{s/d}$ ).

Utilizando la fórmula de Rubinstein (1973), dado que la deuda corporativa es riesgosa, podemos encontrar el beta patrimonial sin deuda de la compañía.

El beta de la acción (0,79) obtenido en la primera parte de esta sección, se debe desapalancar con la estructura de capital a dos años y el promedio de la tasa de impuestos corporativos durante estos dos últimos años.

Se utilizó la estructura de capital promedio entre 2018, 2019 y septiembre de 2020 y el promedio de la tasa de impuestos para estos periodos, debido a que la regresión lineal para encontrar el beta patrimonial incorporó los retornos semanales a dos años móviles.

La razón B/P correspondiente a la estructura de capital entre los periodos señalados fue de 0,447. Por su parte, la tasa de impuesto corporativo para los últimos dos años fue de 30,2%, al considerar que la tasa de impuestos en Bolivia es de 25%, sumado al impuesto por remesas, que asciende al 12,5%. Lo anterior, asociado con que, a septiembre de 2020, el 59,1% de la deuda consolidada se encontraba en Bolivia.

De esta manera, el cálculo para determinar la tasa impositiva a utilizar es el siguiente:

$$Tasa\ efectiva\ Bolivia = -[(1 - 25\%) * (1 - 12,5\%) - 1]$$

$$Tasa\ efectiva\ Bolivia = 34,4\%$$

$$t_c = 27\% * 56,6\% + 34,4\% * 43,4\%$$

$$t_c = 30,2\%$$

A continuación, calculamos el beta patrimonial sin deuda de Embonor.

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

$$0,793 = \beta_p^{s/d} [1 + (1 - 30,2\%) * 0,447] - (1 - 30,2\%) * 0,447 * 0,064$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,793 + (1 - 30,2\%) * 0,447 * 0,064}{[1 + (1 - 30,2\%) * 0,447]}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,620$$

## 6. Beta patrimonial con deuda ( $\beta_p^{c/d}$ ).

A contar del beta patrimonial sin deuda, se puede obtener el beta patrimonial con deuda de la empresa, pero ahora apalancado a la estructura de capital mencionada anteriormente.

Nuevamente usamos la fórmula de Rubinstein que es la siguiente:

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

Donde  $\frac{B^*}{P}$  equivale a la estructura de capital objetivo de la empresa, la cual, como se mencionó anteriormente, correspondería al promedio entre 2019 y septiembre de 2020.

Para Embonor, la estructura de capital objetivo es de 0,502.

De esta manera:

$$\beta_p^{c/d} = 0,620 * [1 + (1 - 30,2\%) * 0,502] - (1 - 30,2\%) * 0,502 * 0,064$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,815$$

## 7. Estimación del costo patrimonial ( $k_p$ ).

Para estimar el costo patrimonial, en primer lugar es necesario considerar que, debido a que la presencia bursátil de la acción es menor al 100%, es necesario incorporar una prima por iliquidez de acuerdo a la analizado por Amihud *et al.* (2015), donde para el caso de Chile, se considera una prima por iliquidez de 2,23% anual<sup>17</sup>.

Así, se utilizará el Modelo CAPM ajustado por la iliquidez y el beta patrimonial con deuda estimado en el punto anterior.

$$k_p = r_f + \beta_p^{c/d} * (PRM) + PPL$$

$$k_p = 1,16\% + 0,815 * 5,40\% + 2,23\%$$

$$k_p = 7,79\%$$

## 8. Estimación del costo de capital ( $k_0$ ).

Para el cálculo del costo de capital se utiliza la siguiente fórmula:

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

Por lo tanto, considerando que la estructura de capital de largo plazo, es decir, el promedio desde el 2019 y septiembre de 2020, para  $\frac{P^*}{V}$  es de 0,668 y para  $\frac{B^*}{V}$  es de 0,332, podemos obtener el costo de capital de Embonor:

---

<sup>17</sup> The illiquidity premium: International evidence, 2015.

$$k_0 = 7,79\% * 0,668 + 1,51\% * (1 - 30,2\%) * 0,332$$

$$k_0 = 5,56\%$$

## VI. Análisis de resultados

### 1. Crecimiento de las compañías chilenas.

Como se mencionó anteriormente, Embotelladora Andina es el principal comparable de Embonor dentro del país, de esta manera, el análisis de los volúmenes de la compañía puede ser complementado al analizar ambas compañías en conjunto.

En la Tabla 12, se muestra la evolución de los volúmenes de ambas compañías.

**Tabla 12: Evolución de volúmenes de ventas.**

(Volúmenes en millones de cajas unitarias)

|                             |              | 2014        | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | Sep.20*       |
|-----------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Coca-Cola Embonor</b>    | Chile        | 3,5%        | 2,7%         | 5,3%         | -0,5%        | 0,3%         | 2,1%         | -7,1%         |
|                             | Bolivia      | -1,6%       | 0,5%         | 2,9%         | -1,0%        | 0,2%         | 5,3%         | 0,7%          |
|                             | <b>Total</b> | <b>8,9%</b> | <b>4,7%</b>  | <b>7,4%</b>  | <b>-0,1%</b> | <b>0,4%</b>  | <b>-0,7%</b> | <b>-14,2%</b> |
| <b>Embotelladora Andina</b> | Argentina    | 2,2%        | 2,1%         | -6,6%        | -3,3%        | -4,5%        | -11,7%       | -9,4%         |
|                             | Brasil       | 26,5%       | -5,3%        | -8,4%        | -6,5%        | 0,1%         | 4,1%         | 0,4%          |
|                             | Chile        | -1,2%       | 0,8%         | -0,6%        | -0,5%        | 0,2%         | 3,5%         | -6,3%         |
|                             | Paraguay     | 2,1%        | -1,8%        | 1,0%         | 4,8%         | 4,9%         | 1,6%         | -5,0%         |
|                             | <b>Total</b> | <b>8,9%</b> | <b>-1,3%</b> | <b>-5,0%</b> | <b>-2,9%</b> | <b>-0,7%</b> | <b>-0,6%</b> | <b>-4,6%</b>  |

\*Variaciones a septiembre de 2020 se calcularon respecto de septiembre de 2019.

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de ambas empresas desde 2015 a septiembre de 2020.

De esta manera, se puede observar que ambas compañías tuvieron menores volúmenes de ventas al 30 de septiembre de 2020, asociado con los efectos de la pandemia en la industria. Al mismo tiempo, se puede ver que, en los últimos periodos, ambas empresas mostraron un comportamiento similar respecto de los volúmenes en Chile, mostrando

cierta evolución conjunta, al operar en concesiones distintas y, por consiguiente, no competir entre si.

En tanto, en términos de ingresos, a continuación (Tabla 13), se puede observar la evolución respecto de los montos para ambas empresas:

**Tabla 13: Evolución de ingresos.**

(cifras en miles de UF)

|                      | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | Sep.20* |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Coca-Cola Embonor    | 17.419 | 18.219 | 19.824 | 20.630 | 20.412 | 20.474 | 15.646  |
| Variación            | 4,6%   | 8,8%   | 4,1%   | -1,1%  | 0,3%   | 7,6%   | -1,0%   |
| Embotelladora Andina | 72.977 | 73.252 | 67.461 | 68.993 | 60.688 | 62.841 | 41.678  |
| Variación            | 11,8%  | 0,4%   | -7,9%  | 2,3%   | -12,0% | 3,5%   | -4,6%   |

\*Variaciones a septiembre de 2020 fueron calculadas en base a septiembre de 2019.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las compañías, desde 2015 a septiembre de 2020.

En este aspecto se puede observar un comportamiento distinto, que se puede atribuir a los distintos países donde opera la entidad, de la misma manera que al observar el comportamiento en los volúmenes. Así, Embonor, al 30 de septiembre de 2020, alcanzó ingresos por UF 15,6 millones, mientras que Embotelladora Andina alcanzó UF 41,7 millones.

## 2. Análisis del crecimiento en los ingresos de Embonor.

Embonor separa sus operaciones en 2 segmentos operativos de los cuales existe información financiera separada y que es utilizada por la administración en la toma de decisiones, como asignar recursos y para evaluar el desempeño del de sus operaciones por segmento de negocio, los cuales consisten en la operación en Chile y Bolivia.

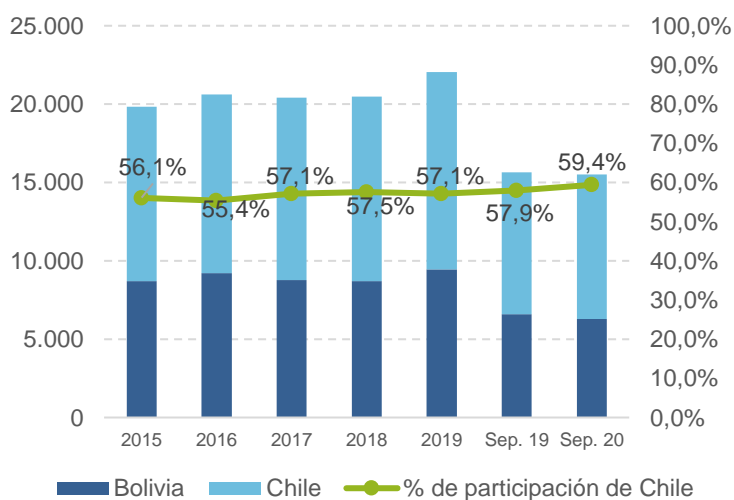
De esta manera, los factores utilizados para identificar los segmentos informados son el factor geográfico y la preparación de información que se entrega mensualmente al

directorio de la Compañía. Los ingresos de las actividades ordinarias de cada segmento corresponden a los resultantes de la producción y distribución de bebidas analcohólicas bajo licencia de The Coca-Cola Company.

Estos segmentos han mostrado de mantener su proporción durante los años, donde el segmento relacionado al giro en Chile representa en promedio un 56,6% y oscila en torno a este valor. En el Gráfico 11 se puede apreciar la distribución de ingresos de acuerdo con ambos segmentos:

**Gráfico 11: Evolución de ingresos por segmento.**

(ingresos en miles de UF)

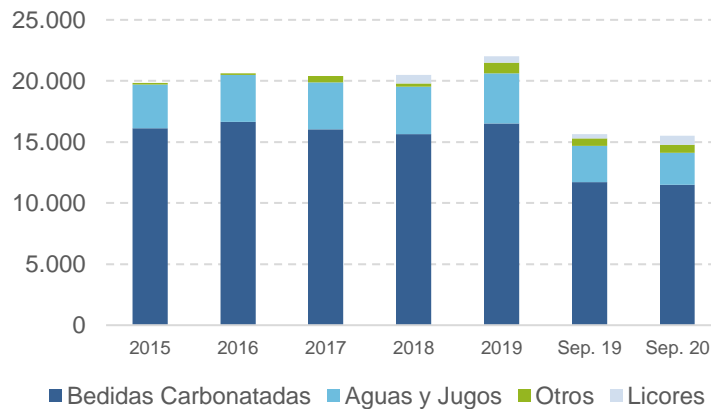


Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de la empresa entre 2015 y septiembre de 2020.

Por otro lado, Embonor también realiza análisis de ingresos separando sus ingresos de acuerdo con la categoría de los productos, de esta manera, también es posible apreciar la separación respecto de las categorías “Bebidas carbonatadas”, “Aguas y jugos”, “Licores” y “Otros productos”, cuya distribución se muestra en el Gráfico 12.

### Gráfico 12: Evolución de ingresos por categoría.

(ingresos en miles de UF)



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la compañía, entre 2015 y septiembre de 2020.

Es posible destacar que parte importante de las ventas de Embonor provienen de las bebidas carbonatadas, siendo esta su principal categoría, representando en torno al 75% de los ingresos de los últimos periodos (74,2% a septiembre de 2020), pero también se puede destacar el crecimiento de la participación de licores y otros productos durante los últimos periodos.

Volviendo a lo anterior, al analizar el crecimiento real en base a sus segmentos (Chile y Bolivia) se puede observar lo siguiente (ver Tabla 14):

**Tabla 14: Crecimiento real en los ingresos.**

| Segmento | CAGR (2015-2019) | % Promedio |
|----------|------------------|------------|
| Chile    | 3,1%             | 56,6%      |
| Bolivia  | 2,1%             | 43,4%      |
| Total    | 2,3%             |            |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa entre 2015 y 2019.

Así, los ingresos de la compañía se encuentran determinados principalmente por los volúmenes de ventas y los precios cobrados a los consumidores. Respecto de los volúmenes, como se vio en la sección anterior, estos muestran un crecimiento vegetativo, con un crecimiento compuesto anual (CAGR) de 1,8% entre los años 2015 y

2019. En tanto, respecto de los precios, la posibilidad de aumento de estos se encuentra restringido por factores de competencia, en conjunto con el nivel de consumo y otros factores como el ingreso per cápita. Así, la entidad muestra un crecimiento acotado en sus ingresos reales, con un CAGR de 3,1% para la operación chilena y de 2,1% para la operación boliviana, entre 2015 y 2019.

### 3. Análisis de la evolución en los costos y gastos operacionales.

Como se mencionó anteriormente, los principales costos de la compañía para la producción de bebidas gaseosas son los concentrados, el azúcar y la resina pet utilizada para fabricar los envases; los que históricamente han representado cerca del 35% de los ingresos operativos. No obstante, la compañía separa sus costos bajo la siguiente estructura:

- Materias primas: Considera aquellos insumos necesarios para la elaboración de bebidas como son el azúcar, la resina Pet y tapas, los cuales están sujetas a efectos de tipo de cambio y volatilidad en los precios internacionales.
- Costos de adquisición: Corresponde a los costos asociados a la adquisición de materias primas antes mencionadas.
- Mano de obra: Corresponden a los gastos por remuneraciones y gratificaciones, beneficios de los empleados, variaciones en las provisiones por indemnizaciones de años de servicios, finiquitos, bonos variables, programas de jubilación anticipada, programas de convenios colectivos.
- Depreciación: Corresponde al registro contable del desgaste o agotamiento de los activos fijos e intangibles. Precisamente, es la depreciación de activos fijos como terrenos, edificios, maquinarias, equipos de transporte, equipos informáticos, construcciones en proceso, entre otros. También incluye la



amortización de activos intangibles, como marcas comerciales, programas de computador, servidumbres y otros.

- Otros: Corresponden gastos asociados con las operaciones de planta de embazado, mantenimiento de equipos, recintos, servicios comerciales, suministros y servicios básicos, seguros, contribuciones, patentes, permisos, entre otros egresos.

En la Tabla 15, se presentan los costos operacionales en miles de UF y posteriormente, En la Tabla 16, el peso relativo que estos tuvieron respecto de los ingresos de la compañía.

**Tabla 15: Evolución de costos operacionales.**

(montos miles de UF)

| Costos operacionales              | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | Sep.20       |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Materias primas                   | 7.734         | 7.372         | 7.335         | 7.009         | 7.325         | 4.929        |
| Costos de adquisición             | 1.089         | 1.236         | 1.349         | 1.507         | 1.630         | 1.132        |
| Mano de obra                      | 1.082         | 1.061         | 1.075         | 1.039         | 1.153         | 830          |
| Depreciación                      | 836           | 942           | 990           | 1.046         | 980           | 801          |
| Otros                             | 698           | 1.100         | 1.151         | 1.179         | 1.495         | 1.315        |
| <b>Total</b>                      | <b>11.440</b> | <b>11.712</b> | <b>11.900</b> | <b>11.780</b> | <b>12.583</b> | <b>9.008</b> |
| <b>Crecimiento real de costos</b> | <b>3,7%</b>   | <b>2,4%</b>   | <b>1,6%</b>   | <b>-1,0%</b>  | <b>6,8%</b>   | <b>-0,4%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la compañía entre 2015 y septiembre de 2020.

**Tabla 16: Evolución de costos como porcentaje de los ingresos**

| Costos operacionales  | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | Sep.20       |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Materias primas       | 39,0%        | 35,7%        | 35,9%        | 34,2%        | 33,2%        | 31,8%        |
| Costos de adquisición | 5,5%         | 6,0%         | 6,6%         | 7,4%         | 7,4%         | 7,3%         |
| Mano de obra          | 5,5%         | 5,1%         | 5,3%         | 5,1%         | 5,2%         | 5,4%         |
| Depreciación          | 4,2%         | 4,6%         | 4,8%         | 5,1%         | 4,4%         | 5,2%         |
| Otros                 | 3,5%         | 5,3%         | 5,6%         | 5,8%         | 6,8%         | 8,5%         |
| <b>Total</b>          | <b>57,7%</b> | <b>56,8%</b> | <b>58,3%</b> | <b>57,5%</b> | <b>57,1%</b> | <b>58,1%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la compañía entre 2015 y septiembre de 2020.

A partir de lo anterior se puede observar que los costos han representado de manera consistente en torno al 58% de los ingresos, siendo el más importante de estos, la materia prima, la cual representa en torno al 60% de los costos.

Respecto de los gastos operacionales, la empresa cuenta con importantes desembolsos asociados con los costos de distribución de sus productos, en conjunto con otros gastos, como los son la mano de obra, honorarios, viajes, entre otros.

Respecto de los costos de distribución, se puede apreciar su evolución en la Tabla 17:

**Tabla 17: Evolución de los costos de distribución.**

(montos miles de UF)

| Costos de distribución | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | Sep.20       |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mano de Obra           | 1.380        | 1.395        | 1.362        | 1.509        | 1.709        | 1.258        |
| Publicidad             | 586          | 550          | 522          | 694          | 746          | 439          |
| Fletes                 | 1.899        | 2.020        | 2.012        | 2.068        | 2.249        | 1.586        |
| Depreciación           | 150          | 152          | 170          | 300          | 343          | 292          |
| Otros                  | 790          | 830          | 650          | 473          | 428          | 426          |
| <b>Total</b>           | <b>4.806</b> | <b>4.947</b> | <b>4.716</b> | <b>5.045</b> | <b>5.475</b> | <b>4.000</b> |
| <b>% de ingresos</b>   | <b>24,2%</b> | <b>24,0%</b> | <b>23,1%</b> | <b>24,6%</b> | <b>24,8%</b> | <b>25,8%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa, Nota 27 de acuerdo con el periodo, entre 2015 y septiembre de 2020.

De la tabla anterior, se puede apreciar que los costos de distribución representan en torno al 25% de los ingresos, de manera consistente en el tiempo.

Por otro lado, a continuación, se presentan los gastos operacionales restantes en la Tabla 18:

**Tabla 18: Evolución de gastos de administración.**

(montos miles de UF)

| Gastos de administración                 | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | Sep.20      |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Mano de Obra                             | 668          | 694          | 667          | 616          | 728          | 504         |
| Honorarios, viajes, estadías y similares | 384          | 363          | 329          | 357          | 400          | 345         |
| Depreciación                             | 44           | 45           | 47           | 69           | 60           | 52          |
| Otros                                    | 99           | 101          | 95           | 94           | 102          | 68          |
| <b>Total</b>                             | <b>1.195</b> | <b>1.202</b> | <b>1.138</b> | <b>1.136</b> | <b>1.291</b> | <b>969</b>  |
| <b>% de ingresos</b>                     | <b>6,0%</b>  | <b>5,8%</b>  | <b>5,6%</b>  | <b>5,5%</b>  | <b>5,9%</b>  | <b>6,3%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la empresa, entre 2015 y septiembre de 2020.

Al igual que en los casos anteriores, se puede observar una cierta constancia en la ponderación de los gastos de administración, en torno al 6% para los periodos analizados.

#### 4. Análisis de las cuentas no operacionales.

En la Tabla 19 detalla de los montos de las cuentas no operacionales de Embonor, desde 2015 a septiembre de 2020.

**Tabla 19: Resultado no operacional.**

(montos miles de UF)

| Resultado No Operacional  | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | Sep.20       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos financieros  | 21           | 19           | 27           | 39           | 31           | 16           |
| Costos Financieros  | -364         | -455         | -418         | -401         | -471         | -399         |
| Participación en ganancia de asociadas contabilizadas a método de participación | 46           | 84           | 60           | 32           | 58           | 28           |
| Diferencias de cambio   | -254         | 60           | -17          | 76           | -4           | -60          |
| Resultados por unidades de reajuste   | -130         | -88          | -51          | -84          | -25          | -17          |
| <b>Total</b>  | <b>-681</b>  | <b>-380</b>  | <b>-399</b>  | <b>-339</b>  | <b>-411</b>  | <b>-432</b>  |
| <b>% de ingresos</b>  | <b>-3,4%</b> | <b>-1,8%</b> | <b>-2,0%</b> | <b>-1,7%</b> | <b>-1,9%</b> | <b>-2,8%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de la compañía desde 2015 a septiembre de 2020.

A partir de lo anterior, se puede observar que las cuentas no operacionales pueden variar de manera importante de un año al otro, pero su peso relativo con respecto a los ingresos por actividades ordinarias, se mantienen relativamente constante durante los últimos

periodos, salvo a septiembre de 2020 a causa de los efectos de la pandemia, donde se observó un menor resultado por diferencia de tipo de cambio, asociado con la depreciación del peso frente al dólar en este periodo. Lo anterior, en conjunto con los mayores gastos financieros por la deuda adicional, en conjunto con el mayor tipo de cambio promedio del periodo.

## 5. Análisis de activos.

En la Tabla 20 se muestran los activos no operacionales que serán considerador para calcular los activos prescindibles de la empresa a septiembre de 2020.

**Tabla 20: Activos al 30 de septiembre de 2020.**

| Activos   | MCLP               | MUF           | Tipo de activo |
|---|--------------------|---------------|----------------|
| Activos corrientes                              |                    |               |                |
| Efectivo y equivalentes al efectivo             | 95.551.768         | 3.328         | No operacional |
| Otros activos no financieros                    | 3.333.987          | 116           | Operacional    |
| Otros activos financieros                       | 53.873             | 2             | Operacional    |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar | 37.523.638         | 1.307         | Operacional    |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas     | 529.917            | 18            | Operacional    |
| Inventarios corrientes                          | 69.818.922         | 2.432         | Operacional    |
| Activos por impuestos corrientes                | 1.493.683          | 52            | Operacional    |
| <b>Total activos corrientes</b>                 | <b>208.305.788</b> | <b>7.256</b>  |                |
| Activos no corrientes                           |                    |               |                |
| Otros activos no financieros                    | 818.839            | 29            | Operacional    |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas     | 374.819            | 13            | Operacional    |
| Inversiones en asociadas                        | 49.207.411         | 1.714         | Operacional    |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía   | 4.437.523          | 155           | Operacional    |
| Plusvalía                                       | 144.477.536        | 5.033         | No operacional |
| Propiedades, planta y equipo                    | 414.977.331        | 14.455        | Operacional    |
| Propiedad de inversión                          | 1.408.232          | 49            | Operacional    |
| Activos por derecho de uso                      | 2.096.698          | 73            | Operacional    |
| Activos por impuestos diferidos                 | 34.739.886         | 1.210         | Operacional    |
| <b>Total activos no corrientes</b>              | <b>652.538.275</b> | <b>22.730</b> |                |
| <b>Total activos</b>                            | <b>860.844.063</b> | <b>29.986</b> |                |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros a septiembre de 2020.

## 6. Análisis vertical.

A continuación (ver Tabla 21), se presenta el análisis vertical con los pesos relativos de las cuentas sobre los ingresos ordinarios.

**Tabla 21: Análisis vertical.**

|                                     | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | Sep.20       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos ordinarios                 | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         |
| Costo de ventas                     | -57,7%       | -56,8%       | -58,3%       | -57,5%       | -57,1%       | -58,1%       |
| Ganancia bruta                      | 42,3%        | 43,2%        | 41,7%        | 42,5%        | 42,9%        | 41,9%        |
| Otros ingresos                      | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,0%         | 0,1%         | 0,1%         |
| Costos de distribución              | -24,2%       | -24,0%       | -23,1%       | -24,6%       | -24,8%       | -26,5%       |
| Gastos de administración            | -6,0%        | -5,8%        | -5,6%        | -5,5%        | -5,9%        | -6,3%        |
| Otras ganancias (pérdidas)          | -0,1%        | -0,1%        | 0,1%         | 0,2%         | -0,1%        | -0,1%        |
| <b>Resultado operacional</b>        | <b>12,0%</b> | <b>13,4%</b> | <b>13,2%</b> | <b>12,5%</b> | <b>12,2%</b> | <b>9,2%</b>  |
| Ingresos financieros                | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,2%         | 0,1%         | 0,1%         |
| Costos financieros                  | -1,8%        | -2,2%        | -2,0%        | -2,0%        | -2,1%        | -2,6%        |
| Ganancias de asociadas              | 0,2%         | 0,4%         | 0,3%         | 0,2%         | 0,3%         | 0,2%         |
| Diferencias de cambio               | -1,3%        | 0,3%         | -0,1%        | 0,4%         | 0,0%         | -0,4%        |
| Resultados por unidades de reajuste | -0,7%        | -0,4%        | -0,2%        | -0,4%        | -0,1%        | -0,1%        |
| <b>Ganancia antes de impuestos</b>  | <b>8,6%</b>  | <b>11,6%</b> | <b>11,2%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,3%</b> | <b>6,4%</b>  |
| Gasto por impuestos a las ganancias | -3,0%        | -4,1%        | -3,5%        | -3,0%        | -2,7%        | -2,6%        |
| <b>Ganancia (pérdida)</b>           | <b>5,5%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>7,7%</b>  | <b>7,8%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>3,8%</b>  |
| Depreciación y amortización         | -5,2%        | -5,5%        | -5,9%        | -6,9%        | -6,3%        | -7,4%        |
| <b>Ebitda</b>                       | <b>17,2%</b> | <b>19,0%</b> | <b>19,1%</b> | <b>19,4%</b> | <b>18,4%</b> | <b>16,6%</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros desde 2015 a septiembre de 2020.

Cabe destacar que, a septiembre de 2020, los costos de distribución como porcentaje de los ingresos incrementó a un 26,5%, por sobre lo registrado en periodos anteriores, asociado con mayores gastos en depreciación y la partida “Otros” dentro de la nota de costos de distribución, que puede ser atribuible a gastos no recurrentes de la entidad.

Es importante destacar que existe una diferencia entre los costos de distribución como ponderación de los ingresos mostrada en la Tabla 17, donde esta se calculó en base a la Nota 27 de los Estados Financieros a esa fecha, donde muestra el total de los costos de distribución por \$ 114.843 millones, mientras que en la Tabla 21 se calculó en base

al Estado de Resultados, donde los costos de distribución se muestran por \$ 117.843 millones.

## 7. Análisis de ratios financieros.

En la Tabla 22, a continuación, se muestran los principales ratios financieros de Embonor y el promedio de ellos desde el 2015 a septiembre de 2020.

**Tabla 22: Indicadores financieros Embonor.**

(indicadores anualizados a septiembre de 2020)

|                                | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | Sep. 20 | Promedio |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|----------|
| Margen Bruto (%)               | 42,3% | 43,2% | 41,7% | 42,5% | 42,9% | 41,9%   | 42,4%    |
| Margen Operacional (%)         | 12,1% | 13,5% | 13,1% | 12,3% | 12,3% | 9,2%    | 12,1%    |
| Margen Ebitda (%)              | 17,3% | 19,0% | 19,0% | 19,2% | 18,6% | 16,6%   | 18,3%    |
| Rentabilidad Patrimonial (%)   | 8,3%  | 11,6% | 11,9% | 11,8% | 12,1% | 9,1%    | 10,8%    |
| Rentabilidad Sobre Activos (%) | 4,2%  | 5,9%  | 5,8%  | 5,7%  | 5,5%  | 4,3%    | 5,3%     |
| Costo/Ventas                   | 57,7% | 56,8% | 58,3% | 57,5% | 57,1% | 58,1%   | 57,6%    |
| Gav/Ventas                     | 30,3% | 29,8% | 28,7% | 30,2% | 30,7% | 32,7%   | 30,4%    |
| Días de Cobro                  | 32,1  | 35,2  | 41,6  | 32,0  | 34,8  | 21,4    | 32,9     |
| Días de Pago                   | 89,3  | 92,4  | 101,9 | 125,8 | 139,2 | 106,4   | 109,2    |
| Días de Inventario             | 62,2  | 57,3  | 60,8  | 80,8  | 83,0  | 69,6    | 68,9     |
| Endeudamiento Total            | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,1   | 1,2   | 1,1     | 1,1      |
| Endeudamiento Financiero       | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,7   | 0,7     | 0,6      |
| Endeudamiento Financiero Neto  | 0,4   | 0,4   | 0,4   | 0,5   | 0,5   | 0,5     | 0,4      |
| Deuda Financiera / Ebitda (vc) | 2,4   | 2,0   | 2,2   | 2,1   | 2,3   | 2,6     | 2,3      |
| Deuda Fin. Neta / Ebitda (vc)  | 1,5   | 1,3   | 1,5   | 1,6   | 1,7   | 1,7     | 1,6      |
| Ebitda / Gastos Financieros    | 9,4   | 8,6   | 9,3   | 9,8   | 8,7   | 7,7     | 8,9      |
| FCNOA / Deuda Financiera (%)   | 44,1% | 45,8% | 39,6% | 41,8% | 38,2% | 40,9%   | 41,7%    |
| FCNOA / Deuda Fin. Neta (%)    | 68,3% | 70,0% | 58,4% | 56,2% | 51,0% | 60,5%   | 60,7%    |
| Liquidez Corriente (vc)        | 1,4   | 1,5   | 1,4   | 1,0   | 1,0   | 1,3     | 1,3      |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la empresa.

A partir de lo anterior se puede ver una importante estabilidad en los indicadores de la entidad, la cual ha mantenido niveles de generación operacional en buenos niveles, en conjunto con niveles de endeudamiento estables en los últimos periodos, considerando el crecimiento en la generación operacional.

Lo anterior, se puede ver en primer lugar al observar los indicadores de generación operacional de la compañía que, a septiembre de 2020, alcanzó un margen ebitda de 16,6%, levemente inferior al 18,3% alcanzado al cierre de 2019. Lo anterior, asociado principalmente con los efectos de la pandemia en la operación de la entidad, que llevó a mayores gastos por medidas sanitarias. Por otra parte, cabe destacar que en el último tiempo se ha visto una leve disminución en los márgenes, asociado con la inclusión de nuevas categorías en el portafolio de productos de la entidad, en particular del segmento alcoholes, los cuales tienen un precio más elevado, sin embargo, Embonor se dedica a la comercialización de estas y no a la producción, por lo cual mantiene menores márgenes.

En tanto, cuando se observan los indicadores de endeudamiento de la entidad, se puede ver un leve incremento, asociado con la mayor deuda financiera de la entidad para sustentar su crecimiento, principalmente en Bolivia. De esta manera, al 30 de septiembre de 2020, la entidad mostró un nivel de endeudamiento de 1,1 veces, en línea con el promedio histórico, sin embargo se observa un leve crecimiento de este en los últimos periodos, donde al cierre de 2019 alcanzó las 1,2 veces.

Lo mismo se puede observar en el indicador de deuda financiera neta a ebitda y la cobertura de gastos financieros, los que han mostrado un leve deterioro en los últimos periodos hasta alcanzar, a septiembre de 2020, las 1,7 veces y 7,7 veces, respectivamente.

## VII. Proyección del Estado de Resultados.

### 1. Proyección de ingresos.

Para la proyección de los ingresos operacionales, se consideraron los siguientes factores:

- Cifras macroeconómicas de Chile.
- Cifras macroeconómicas de Bolivia.
- Crecimiento histórico de los ingresos operacionales.
- Evolución de los volúmenes.

En primera instancia, hay que comprender el contexto macroeconómico esperado para Chile, con el objetivo de entender si la situación económica del país será o no favorable para los ingresos de Embonor.

Como se puede ver en la Tabla 23, de acuerdo con el Informe de Política Monetaria publicado por el Banco central, al cierre de 2020, las cifras de PIB, consumo y desempleo serían favorables para los próximos periodos, considerando la actual crisis a causa de la pandemia.

**Tabla 23: Principales proyecciones sobre Chile.**

|           | 2020 (f)              | 2021 (f)          | 2022 (f)          |
|-----------|-----------------------|-------------------|-------------------|
| PIB       | Entre -6,25% y -5,75% | Entre 5,5% y 6,5% | Entre 3,0% y 4,0% |
| Consumo   | -6,3%                 | 10,3%             | 1,8%              |
| Inflación | 3,0%                  | 2,8%              | 2,8%              |

Fuente: Banco Central de Chile.

Esto implicaría que, dadas las proyecciones macroeconómicas a diciembre del 2020, la empresa se encontraría en un entorno favorable para operar, pese al deterioro



económico del país durante 2020, donde pese a esto, se espera un 2021 con una importante recuperación.

Respecto de Bolivia, entre el Banco Mundial estima una caída en torno al 6,7% en el PIB real para 2020<sup>18</sup>, lo que mostraría un mayor impacto por la crisis para este país. En la Tabla 24 se puede apreciar algunas proyecciones macroeconómicas para este país.

**Tabla 24: Principales proyecciones para Bolivia.**

|           | 2020 (f) | 2021 (f) | 2022 (f) |
|-----------|----------|----------|----------|
| PIB       | -6,70%   | 3,90%    | 3,50%    |
| Inflación | 2,30%    | 4,40%    | 3,60%    |

Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

Lo anterior, da cuenta de un mayor impacto esperado de la crisis sanitario, en conjunto con una recuperación más lenta hacia 2021. Al mismo tiempo, se observan mayores perspectivas inflacionarias para Bolivia, en comparación con Chile, de en torno al 4,4%, de acuerdo a estimaciones del FMI<sup>19</sup>.

Por otro lado, en apartados anteriores se mencionó que el crecimiento compuesto en los volúmenes asciende a 1,8% para Chile y 1,7% para Bolivia. Al mismo tiempo los ingresos operacionales han crecido en línea con lo anterior, donde los ingresos en Chile crecieron un 3,1% para los mismos periodos, mientras que, para Bolivia, la empresa mostró un crecimiento compuesto anual de 2,1%, entre 2015 y 2019.

Pese existen menores consumos per cápita en Bolivia, lo que implicaría que este tenga un mayor potencial de crecimiento debido a que, como se mencionó anteriormente, este alcanza a un consumo en torno a las 320 botellas de 8 onzas anuales por habitante, en comparación a las 385 botellas anuales por persona en Chile. Se tiene que ambos países se encuentran dentro de los mercados donde existen mayores niveles de consumo de

<sup>18</sup> Global Economic Prospects, Banco Mundial, enero de 2021.

<sup>19</sup> Informe sobre el país No. 20/182, Fondo Monetario Internacional, mayo 2020.

productos de The Coca-Cola Company, de esta manera, el crecimiento proyectado de los volúmenes se basará en el crecimiento de las economías respectivas.

Lo anterior, en conjunto con la acotada capacidad para aumentar precios debido a factores de competencia en la industria en la que opera.

Así, los volúmenes proyectados para el último trimestre de 2020, serán equivalentes a los registrados al primer trimestre del mismo año, debido a las condiciones climáticas similares entre estos trimestres, en conjunto con la recuperación en la actividad económica al cierre de 2020, que llevaría a niveles comparables con los primeros tres meses del año, en donde los efectos de la pandemia no alcanzaron a mostrarse completamente.

Por otro lado, para 2021 en adelante, se considerará el crecimiento estimado para la economía para la evolución de los volúmenes de cada país, donde en el caso del mercado chileno sería de 5,5%, considerando el límite inferior de la banda señalada por el Banco Central, mientras que Bolivia sería de 3,9%, dichos crecimientos se condicen con las caídas experimentadas en 2020 para ambos países.

Para 2022 y periodos posteriores, se considerará el crecimiento de largo plazo de ambas economías, de 3,0% para Chile, de acuerdo con lo publicado por el Banco Central, y de 3,5% para Bolivia, considerando lo publicado por el Banco Mundial.

De esta manera la evolución de los volúmenes proyectados se puede ver en la Tabla 25:

**Tabla 25: Evolución de volúmenes proyectados.**

(volúmenes en millones de cajas unitarias)

|         | 2020   | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 y más |
|---------|--------|------|------|------|------|------|------------|
| Chile   | 1,3%   | 5,5% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0%       |
| Bolivia | -14,4% | 3,9% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5%       |
| Total   | -6,9%  | 4,7% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2% | 3,2%       |

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, para realizar la proyección de los ingresos, se calcularon niveles de precios implícitos para las ventas de Embonor, sobre la base de los ingresos de ventas en UF, dividido por el total de cajas unitarias. Para los próximos periodos, se consideró precios estables para la operación chilena, respecto de lo exhibido en los últimos periodos. Estos precios implícitos se muestran más elevados que en periodos anteriores, asociado con la inclusión de alcoholes al portafolio de productos de la entidad, que tienen un precio mayor respecto de las bebidas carbonatadas.

En cuanto a la operación de Bolivia, se consideraron precios estables en el largo plazo, equivalentes al promedio de los últimos 5 años, los cuales se han movido en torno a las UF 0,064 por caja unitaria. Lo anterior, debido a que para el periodo 2020, se observa un alza en los precios implícitos, asociado con el efecto favorable del mayor tipo de cambio promedio del período en la conversión de los ingresos de la operación boliviana, lo que llevó a que los ingresos no cayeran en la misma proporción que las ventas, para ese periodo, por lo tanto, se optó por tomar los precios históricos como referencia para los siguientes periodos.

De esta manera, en la Tabla 26, se presentan los precios implícitos proyectados para la entidad:

**Tabla 26: Precios implícitos proyectados.**

(UF/caja unitaria)

|         | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026 y más |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Chile   | 0,096 | 0,095 | 0,095 | 0,095 | 0,095 | 0,095 | 0,095      |
| Bolivia | 0,069 | 0,064 | 0,064 | 0,064 | 0,064 | 0,064 | 0,064      |

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, los ingresos crecerían en base a estas dos variables, de acuerdo a lo que se muestra en la Tabla 27, a continuación.

**Tabla 27: Ingresos operacionales proyectados.**

(Ingresos en miles de UF)

|                 | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026 y más    |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Chile           | 12.876        | 13.447        | 13.850        | 14.265        | 14.693        | 15.134        | 15.588        |
| Bolivia         | 8.586         | 8.206         | 8.493         | 8.791         | 9.098         | 9.417         | 9.746         |
| <b>Total</b>    | <b>21.462</b> | <b>21.653</b> | <b>22.343</b> | <b>23.056</b> | <b>23.792</b> | <b>24.551</b> | <b>25.335</b> |
| Crecimiento (%) | -2,6%         | 0,9%          | 3,2%          | 3,2%          | 3,2%          | 3,2%          | 3,2%          |

Fuente: Elaboración propia en base a la información anterior.

## 2. Proyección de costos, gastos y otras cuentas operacionales.

Como vimos en secciones anteriores, los costos, gastos y el resto de cuentas operacionales como porcentaje de los ingresos se han mantenido constante durante los años, por ende, para la proyección se consideraron como gastos variables en función de las ventas de la compañía.

No obstante, para el último trimestre de 2020 y para el año 2021, respecto de los gastos de administración, se utilizarán los porcentajes correspondientes a septiembre de 2020, debido a que producto de la pandemia la entidad ha experimentado gastos adicionales que, dependiendo de cómo evolucione la contingencia sanitaria, se podrían extender hasta 2021.

Para fechas posteriores, es decir, de 2022 en adelante, se utilizarán los ponderadores promedios de los últimos 5 años, considerando una operación normal, pre-pandemia.

Así, en la Tabla 28, se muestran los ponderadores a utilizar, de acuerdo con los ingresos ordinarios de la compañía:

**Tabla 28: Evolución de ponderadores de costos y gastos proyectada.**

|                            | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026 y más |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Costo de ventas            | -58,1% | -57,5% | -57,5% | -57,5% | -57,5% | -57,5% | -57,5%     |
| Otros ingresos             | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,1%       |
| Costos de distribución     | -26,5% | -24,2% | -24,2% | -24,2% | -24,2% | -24,2% | -24,2%     |
| Gastos de administración   | -6,3%  | -6,3%  | -5,8%  | -5,8%  | -5,8%  | -5,8%  | -5,8%      |
| Otras ganancias (pérdidas) | -0,1%  | -0,1%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%       |

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con lo anterior, la proyección del resto de cuentas operacionales para el periodo entre el cierre proyectado de 2020, hasta 2026, se muestra en la Tabla 29.

**Tabla 29: Proyección de egresos operacionales.**

(Valores en miles de UF)

|                            | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025           | 2026 y más     |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Costo de ventas            | -12.477        | -12.446        | -12.843        | -13.253        | -13.676        | -14.112        | -14.563        |
| Otros ingresos             | 27             | 15             | 16             | 16             | 17             | 17             | 18             |
| Costos de distribución     | -5.686         | -5.232         | -5.398         | -5.571         | -5.748         | -5.932         | -6.121         |
| Gastos de administración   | -1.342         | -1.354         | -1.289         | -1.330         | -1.372         | -1.416         | -1.461         |
| Otras ganancias (pérdidas) | -18            | -18            | -2             | -2             | -2             | -2             | -2             |
| <b>Total</b>               | <b>-19.496</b> | <b>-19.034</b> | <b>-19.516</b> | <b>-20.139</b> | <b>-20.781</b> | <b>-21.445</b> | <b>-22.129</b> |

Fuente: Elaboración propia.

### 3. Proyección del resultado no operacional.

Para poder realizar una proyección de los ingresos y costos no operacionales de la compañía, se consideró como supuesto que los gastos se mantendrían constantes en sus ponderadores respecto de los ingresos al cierre 2019, debido a que los resultados no operacionales a 2020 podrían mostrar cierto efecto asociado a la pandemia. No obstante, al cuarto trimestre de 2020, se consideraron los ponderadores asociados con los primeros tres trimestres del año. De esta manera, en las Tablas 30 y 31, se muestran

los ponderadores a utilizar, en conjunto con los valores correspondientes de las cuentas no operacionales proyectadas para los próximos periodos.

**Tabla 30: Ponderadores proyectados para cuentas no operacionales.**

|   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026 y más |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Ingresos financieros                        | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%  | 0,1%       |
| Costos financieros                          | -2,6% | -2,1% | -2,1% | -2,1% | -2,1% | -2,1% | -2,1%      |
| Participación en las ganancias de asociadas | 0,2%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%       |
| Diferencias de cambio                       | -0,4% | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%       |
| Resultados por unidades de reajuste         | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1%      |

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 31: Evolución de resultado no operacional.**

(Valores en miles de UF)

|   | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 y más |
|---|------|------|------|------|------|------|------------|
| Ingresos financieros                        | 23   | 30   | 31   | 32   | 33   | 34   | 35         |
| Costos financieros                          | -552 | -463 | -477 | -492 | -508 | -524 | -541       |
| Participación en las ganancias de asociadas | 38   | 57   | 59   | 61   | 63   | 65   | 67         |
| Diferencias de cambio                       | -83  | -4   | -4   | -5   | -5   | -5   | -5         |
| Resultados por unidades de reajuste         | -24  | -24  | -25  | -26  | -27  | -28  | -29        |
| Total                                       | -599 | -404 | -417 | -430 | -444 | -458 | -473       |

Fuente: Elaboración propia.

## 4. Proyección del estado de resultados.

A partir de los puntos anteriores, es posible proyectar las ganancias antes de impuestos y restaría aplicar la tasa de impuestos corporativa para poder proyectar de manera completa el estado de resultados.

Como se mencionó anteriormente, la tasa a utilizar corresponde a un 30,2%, que surge a partir del promedio ponderado entre la participación en los ingresos de Embonor, con

las tasas impositivas de Chile (27%) y la de Bolivia (25% además del 12,5% considerado para las remesas).

Así, el estado de resultados proyectado para los siguientes periodos se puede observar en la Tabla 32, mientras que en la Tabla 33 se pueden observar las proyecciones como porcentaje de los ingresos.

**Tabla 32: Estado de resultados proyectado.**

(Valores en miles de UF)

|   | 4q20         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024          | 2025          | 2026          |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos de actividades ordinarias          | 5.968        | 21.462       | 21.653       | 22.343       | 23.056       | 23.792        | 24.551        | 25.335        |
| Costo de ventas                             | -3.470       | -12.477      | -12.446      | -12.843      | -13.253      | -13.676       | -14.112       | -14.563       |
| <b>Ganancia bruta</b>                       | <b>2.498</b> | <b>8.985</b> | <b>9.207</b> | <b>9.500</b> | <b>9.803</b> | <b>10.116</b> | <b>10.439</b> | <b>10.772</b> |
| Otros ingresos                              | 8            | 27           | 15           | 16           | 16           | 17            | 17            | 18            |
| Costos de distribución                      | -1.581       | -5.686       | -5.232       | -5.398       | -5.571       | -5.748        | -5.932        | -6.121        |
| Gastos de administración                    | -373         | -1.342       | -1.354       | -1.289       | -1.330       | -1.372        | -1.416        | -1.461        |
| Otras ganancias (pérdidas)                  | -5           | -18          | -18          | -2           | -2           | -2            | -2            | -2            |
| <b>Resultado operacional</b>                | <b>547</b>   | <b>1.966</b> | <b>2.618</b> | <b>2.827</b> | <b>2.917</b> | <b>3.010</b>  | <b>3.106</b>  | <b>3.206</b>  |
| Ingresos financieros                        | 6            | 23           | 30           | 31           | 32           | 33            | 34            | 35            |
| Costos financieros                          | -154         | -552         | -463         | -477         | -492         | -508          | -524          | -541          |
| Participación en las ganancias de asociadas | 11           | 38           | 57           | 59           | 61           | 63            | 65            | 67            |
| Diferencias de cambio                       | -23          | -83          | -4           | -4           | -5           | -5            | -5            | -5            |
| Resultados por unidades de reajuste         | -7           | -24          | -24          | -25          | -26          | -27           | -28           | -29           |
| <b>Ganancia antes de impuesto</b>           | <b>380</b>   | <b>1.367</b> | <b>2.214</b> | <b>2.410</b> | <b>2.487</b> | <b>2.566</b>  | <b>2.648</b>  | <b>2.733</b>  |
| Gasto por impuestos a las ganancias         | -115         | -413         | -669         | -728         | -751         | -775          | -800          | -825          |
| <b>Ganancia (pérdida)</b>                   | <b>265</b>   | <b>954</b>   | <b>1.546</b> | <b>1.682</b> | <b>1.736</b> | <b>1.791</b>  | <b>1.849</b>  | <b>1.908</b>  |
| Depreciación y amortización                 | -441         | -1.586       | -1.292       | -1.333       | -1.375       | -1.419        | -1.464        | -1.511        |
| Ebitda                                      | 988          | 3.552        | 3.910        | 4.160        | 4.292        | 4.429         | 4.571         | 4.717         |

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 33: Evolución de cuentas como porcentaje de los ingresos.**

|   | 4q20         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos de actividades ordinarias          | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |
| Costo de ventas                             | -58,1%       | -58,1%       | -57,5%       | -57,5%       | -57,5%       | -57,5%       | -57,5%       | -57,5%       |
| <b>Ganancia bruta</b>                       | <b>41,9%</b> | <b>41,9%</b> | <b>42,5%</b> | <b>42,5%</b> | <b>42,5%</b> | <b>42,5%</b> | <b>42,5%</b> | <b>42,5%</b> |
| Otros ingresos                              | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         |
| Costos de distribución                      | -26,5%       | -26,5%       | -24,2%       | -24,2%       | -24,2%       | -24,2%       | -24,2%       | -24,2%       |
| Gastos de administración                    | -6,3%        | -6,3%        | -6,3%        | -5,8%        | -5,8%        | -5,8%        | -5,8%        | -5,8%        |
| Otras ganancias (pérdidas)                  | -0,1%        | -0,1%        | -0,1%        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| <b>Resultado operacional</b>                | <b>9,2%</b>  | <b>9,2%</b>  | <b>12,1%</b> | <b>12,7%</b> | <b>12,7%</b> | <b>12,7%</b> | <b>12,7%</b> | <b>12,7%</b> |
| Ingresos financieros                        | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         | 0,1%         |
| Costos financieros                          | -2,6%        | -2,6%        | -2,1%        | -2,1%        | -2,1%        | -2,1%        | -2,1%        | -2,1%        |
| Participación en las ganancias de asociadas | 0,2%         | 0,2%         | 0,3%         | 0,3%         | 0,3%         | 0,3%         | 0,3%         | 0,3%         |
| Diferencias de cambio                       | -0,4%        | -0,4%        | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Resultados por unidades de reajuste         | -0,1%        | -0,1%        | -0,1%        | -0,1%        | -0,1%        | -0,1%        | -0,1%        | -0,1%        |
| <b>Ganancia antes de impuesto</b>           | <b>6,4%</b>  | <b>6,4%</b>  | <b>10,2%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,8%</b> |
| Gasto por impuestos a las ganancias         | -1,9%        | -1,9%        | -3,1%        | -3,3%        | -3,3%        | -3,3%        | -3,3%        | -3,3%        |
| <b>Ganancia (pérdida)</b>                   | <b>4,4%</b>  | <b>4,4%</b>  | <b>7,1%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>7,5%</b>  | <b>7,5%</b>  |
| Depreciación y amortización                 | -7,4%        | -7,4%        | -6,0%        | -6,0%        | -6,0%        | -6,0%        | -6,0%        | -6,0%        |
| Ebitda                                      | 16,6%        | 16,6%        | 18,1%        | 18,6%        | 18,6%        | 18,6%        | 18,6%        | 18,6%        |

Fuente: Elaboración propia.

## VIII. Proyección de los flujos de caja libres.

### 1. Determinación del flujo de caja bruto.

Para la construcción del flujo de caja bruto se realizaron los siguientes ajustes sobre el estado de resultados, buscando centrar la atención en las partidas operacionales que significan flujo de efectivo.



|  |
|--|
| <b>Ajustes al flujo de caja bruto</b>                                  |
| (+) Gastos por depreciación y amortización                             |
| (-) Ingresos financieros (después de impuestos)                        |
| (-) Costos financieros (después de impuestos)                          |
| (-) Participación en las ganancias de asociadas (después de impuestos) |
| (+/-) Diferencias de cambio  |
| (+/-) Resultados por unidades de reajuste                              |
| <b>Flujo de Caja Bruto</b>   |

Considerando las partidas anteriores, se obtiene la proyección del flujo de caja bruto para el periodo del 2020 al 2026 (ver Tabla 34).

**Tabla 34: Proyección del flujo de caja bruto.**

(Valores en miles de UF)

|   | 4q20       | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         |
|---|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Utilidad del ejercicio                      | 265        | 954          | 1.546        | 1.682        | 1.736        | 1.791        | 1.849        | 1.908        |
| Depreciación y amortización                 | 441        | 1.586        | 1.292        | 1.333        | 1.375        | 1.419        | 1.464        | 1.511        |
| Ingresos financieros                        | -4         | -16          | -21          | -22          | -22          | -23          | -24          | -24          |
| Costos financieros                          | 107        | 385          | 323          | 333          | 344          | 355          | 366          | 378          |
| Participación en las ganancias de asociadas | -7         | -27          | -40          | -41          | -43          | -44          | -45          | -47          |
| Diferencias de cambio                       | 23         | 83           | 4            | 4            | 5            | 5            | 5            | 5            |
| Resultados por unidades de reajuste         | 7          | 24           | 24           | 25           | 26           | 27           | 28           | 29           |
| <b>Flujo de Caja Bruto</b>                  | <b>832</b> | <b>2.991</b> | <b>3.128</b> | <b>3.315</b> | <b>3.421</b> | <b>3.530</b> | <b>3.643</b> | <b>3.759</b> |

Fuente: Elaboración propia.

## 2. Determinación del flujo de caja libre.

Para conseguir el Flujo de Caja Libre, es necesario ajustar el Flujo de Caja Bruto considerando el capex proyectado y el capital de trabajo.

- Inversiones proyectadas.

Como se mencionó anteriormente, el plan de inversiones de la compañía se ha enfocado en mejoras de eficiencia, tanto en el mercado chileno, como en el mercado boliviano, en conjunto con el crecimiento en volúmenes en este.

Para los próximos periodos, se estima una inversión en línea con los exhibido en su historia, donde ha representado en torno al 10,9% de los ingresos en los últimos años<sup>20</sup>, lo que incluye tanto inversión de crecimiento como de reposición. Lo último se puede ver en la Tabla 35.

**Tabla 35: Evolución del capex.**

(Valores en millones de US\$)

|               | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | Promedio |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Chile         | 37    | 50    | 56    | 56    | 48    | 49       |
| Bolivia       | 35    | 34    | 59    | 26    | 44    | 40       |
| % del ingreso | 10,1% | 10,3% | 12,9% | 10,1% | 11,1% | 10,9%    |

Fuente: Elaboración propia en base a Presentación a Inversionistas, octubre 2020.

De esta manera, se considerará el promedio de capex como porcentaje del ingreso para proyectar las inversiones de los próximos periodos, de esta manera, los montos estimados se pueden observar en la Tabla 36.

**Tabla 36: Capex proyectado.**

(Valores en miles de UF)

|       | 4q20 | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Capex | 651  | 2.339 | 2.360 | 2.435 | 2.513 | 2.593 | 2.676 | 1.976 |

Fuente: Elaboración propia.

Cabe destacar que para 2026, se observa una disminución importante en el capex proyectado debido a que a partir de ese año se considerarán ventas constantes para el

<sup>20</sup> Presentación a Inversionistas, Coca-Cola Embonor, octubre 2020.

cálculo de la perpetuidad. Así, las inversiones a ese periodo consideran el gasto en depreciación y la renovación de licencias con TCCC.

- **Estimación del capital de trabajo.**

El capital de trabajo, para efectos de determinar el flujo de caja libre, está referido específicamente al capital de trabajo operativo neto que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses, debido a que la inversión en capital de trabajo está destinada a inyectar capital de trabajo adicional cada vez que aumentan las ventas, o a retirar capital de trabajo cuando hay disminución en las ventas.

Por ende, considerando las partidas operacionales del balance, se calcula el Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON) el que se observa en la Tabla 37, a continuación.

**Tabla 37: Evolución de capital de trabajo.**

(Valores en miles de UF)

|  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019        | Sep.20     |
|--|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
| Cuentas por Cobrar                       | 1.778      | 2.037      | 2.384      | 1.838      | 2.149       | 1.615      |
| Inventario                               | 1.977      | 1.866      | 2.008      | 2.643      | 2.900       | 2.344      |
| Cuentas por Pagar                        | 3.178      | 3.290      | 3.613      | 4.379      | 5.214       | 3.558      |
| <b>Capital de trabajo operativo neto</b> | <b>577</b> | <b>613</b> | <b>779</b> | <b>103</b> | <b>-166</b> | <b>402</b> |

Fuente: Elaboración propia en base a información de la empresa.

Luego, una medida común para proyectar la necesidad de capital de trabajo es considerar el ratio CTON/Ventas. Así, se calcula esta medida para el periodo estudiado (ver Tabla 38).

**Tabla 38: CTON/Ventas.**

|                        | 2015        | 2016 | 2017 | 2018 | 2019  | Sep.20* |
|------------------------|-------------|------|------|------|-------|---------|
| Capital de trabajo MUF | 577         | 613  | 779  | 103  | -166  | 402     |
| <b>% de ventas</b>     | 2,9%        | 3,0% | 3,8% | 0,5% | -0,8% | 1,8%    |
| <b>Promedio</b>        | <b>1,9%</b> |      |      |      |       |         |

\*Ratio calculado a septiembre de 2020, considera las ventas para los últimos 12 meses.

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en la Tabla 38 anterior, el ratio CTON/ventas varía dependiendo del periodo, así, se consideró el ratio promedio de 1,9% para las proyecciones de capital de trabajo posteriores.

Así, el capital de trabajo proyectado, en conjunto con la inversión en capital de trabajo proyectada se muestra en la Tabla 39.

**Tabla 39: Capital de trabajo proyectado.**

(Valores en miles de UF)

|                                 | 2020* | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Capital de trabajo proyectado   | 404   | 407  | 420  | 433  | 447  | 462  | 476  |
| Inversión en capital de trabajo | 4     | 13   | 13   | 14   | 14   | 15   |      |

\*Inversión de capital de trabajo estimada para 2020 comprende la realizada durante todo el año.

Fuente: Elaboración propia.

En 2026 no se consideró la inversión en capital de trabajo debido a que para este periodo en adelante se utilizó el supuesto de ventas constantes.

De esta manera, al Flujo de caja bruto se le debe incorporar las nuevas inversiones en activo fijo y la inversión en capital de trabajo para obtener la estimación del Flujo de Caja Libre. Así, a continuación, se presenta la información respectiva (ver Tabla 40).

**Tabla 40: Flujo de caja libre proyectado.**

(Valores en miles de UF)

|                                     | 4q20       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       | 2026         |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Flujo de caja bruto                 | 832        | 3.128      | 3.315      | 3.421      | 3.530      | 3.643      | 3.759        |
| Capex (-)                           | 651        | 2.360      | 2.435      | 2.513      | 2.593      | 2.676      | 1.976        |
| Inversión en capital de trabajo (-) | 4          | 13         | 13         | 14         | 14         | 15         | 0            |
| <b>Flujo de caja libre</b>          | <b>177</b> | <b>755</b> | <b>866</b> | <b>894</b> | <b>922</b> | <b>952</b> | <b>1.783</b> |

Fuente: Elaboración propia.

## IX. Valor económico de Embonor y precio de la acción.

### 1. Valor presente de los flujos de caja.

Para calcular el valor presente de los flujos de caja de la empresa, se utilizó la tasa de costo de capital WACC de 5,56%, obtenida en secciones anteriores.

Es importante destacar que el flujo de caja obtenido para el año 2026 representa el valor perpetuo de los flujos, los que ascienden a UF 32.090.209, los cuales fueron adicionados a los flujos del año 2025.

En la Tabla 41, a continuación, es posible observar el detalle de los cálculos realizados para obtener el valor presente de los flujos, el cual resulta en UF 26.542.082.

**Tabla 41: Determinación del valor presente de los FCL.**

(Valores en miles de UF)

|  | 4q20          | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025          | 2026       |
|--|---------------|------------|------------|------------|------------|---------------|------------|
| Flujo de caja bruto  | 832           | 3.315      | 3.421      | 3.530      | 3.643      | 3.759         | 3.128      |
| Capex (-)  | 651           | 2.435      | 2.513      | 2.593      | 2.676      | 1.976         | 2.360      |
| Inversión en capital de trabajo (-)                          | 4             | 13         | 14         | 14         | 15         | 0             | 13         |
| <b>Flujo de caja libre</b>                                   | <b>177</b>    | <b>866</b> | <b>894</b> | <b>922</b> | <b>952</b> | <b>1.783</b>  | <b>755</b> |
| Valor terminal   |               |            |            |            |            | 32.090        |            |
| <b>Valor presente flujo de caja libre más valor terminal</b> | <b>175</b>    | <b>668</b> | <b>727</b> | <b>710</b> | <b>694</b> | <b>23.568</b> |            |
| <b>Valor presente FCL a sept 2020</b>                        | <b>26.542</b> |            |            |            |            |               |            |

Fuente: Elaboración propia.

## 2. Valor económico del patrimonio y precio de la acción.

Para la proyección del precio de la acción, primero se debe calcular en primera instancia el valor de los activos de la compañía. Para eso, es necesario ajustar el valor presente del flujo de caja libre calculado en el punto anterior, añadiendo los activos prescindibles y el exceso de capital de trabajo a septiembre de 2020.

Teniendo el valor de los activos, se puede calcular el valor del patrimonio económico al considerar la deuda financiera de la empresa. Con el valor económico del patrimonio y el número de acciones, se puede estimar el precio de la acción.

En primer lugar, el déficit o superávit de capital de trabajo operativo se estima como la diferencia entre el capital de trabajo observado a septiembre de 2020 y el capital de trabajo que necesitaría la empresa hacia el cierre de 2020.

De acuerdo con lo mencionado en secciones anteriores, sobre la proyección de inversión en capital de trabajo, es posible determinar lo siguiente (ver Tabla 42):

**Tabla 42: Exceso o déficit de capital de trabajo estimado.**

(Valores en miles de UF)

| Exceso/Déficit de CTON |      |
|------------------------|------|
| CTON Necesario 2020    | 404  |
| CTON Efectivo sep. 20  | -402 |
| Déficit de CTON        | 2    |

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, los activos prescindibles son activos que no influyen en la operación y cuya venta y eliminación no pone en riesgo la continuidad del negocio. Los activos prescindibles considerados fueron aquellos que se clasificaron como no operacionales en “Análisis de Activos” y cuyos montos se expresan en la Tabla 43, donde no se consideró la plusvalía como activo prescindible, debido a que esta no se puede vender.

**Tabla 43: Valor de activos prescindibles.**

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Activos prescindibles MMCLP | 95.552 |
| Activos prescindibles MUF   | 3.328  |

Fuente: Elaboración propia.

Así, los activos prescindibles, al 30 de septiembre de 2020, corresponderían a los montos de efectivo y equivalentes de efectivos que mantiene a la fecha la entidad.

Así, considerando el valor presente del flujo de caja libre, el exceso/déficit de capital de trabajo y los activos prescindibles de Embonor, podemos obtener el valor total de los activos de la entidad (ver Tabla 44).

**Tabla 44: Valor total de activos a septiembre de 2020.**

(Valores en miles de UF)

|                                   | Sep.20        |
|-----------------------------------|---------------|
| Valor presente de FCL             | 26.542        |
| Exceso/Déficit capital de trabajo | -2            |
| Activos prescindibles             | 3.328         |
| <b>Valor total activos</b>        | <b>29.868</b> |

Fuente: Elaboración propia.

- Valor económico del patrimonio.

Para obtener el valor económico del patrimonio debemos restar del valor total de los activos, la deuda financiera de la empresa y las participaciones no controladoras, así, en la Tabla 45 se muestra el valor económico del patrimonio.

**Tabla 45: Valor económico del patrimonio proyectado.**

|  | Sep.20        |
|--|---------------|
| Valor de activos                                 | 29.868        |
| Deuda financiera MUF (-)                         | 10.221        |
| Participaciones no controladoras                 | 0             |
| <b>Valor económico del patrimonio proyectado</b> | <b>19.647</b> |

Fuente: Elaboración propia.

- Valor proyectado del precio de la acción de Embonor.

Considerando el número de acciones de la compañía, podemos obtener el precio de la acción estimada de Coca-Cola Embonor, a septiembre del 2020, ver Tabla 46.

**Tabla 46: Precio proyectado de la acción.**

|                                    |             |
|------------------------------------|-------------|
| Valor patrimonio económico en MCLP | 564.036.684 |
| Acciones                           | 510.853.230 |
| Precio acción (CLP)                | 1.104       |

Fuente: Elaboración propia.

Así, el valor estimado del precio de la acción de Embonor, a través del método de flujo de caja descontado es de \$ 1.104 pesos.

Además de lo anterior, podemos concluir que el precio de la acción estimado por el método de flujo de caja descontado es un 13,4% bajo el precio de mercado de la serie



B, al 30 de septiembre del 2020. Lo anterior, se puede observar en la Tabla 47, a continuación.

**Tabla 47: Comparación precio proyectado con precio de mercado.**

|   |              |
|---|--------------|
| Precio de la acción al 30 de septiembre de 2020 | 973          |
| Precio de la acción proyectado                  | 1.104        |
| <b>Upside/downside</b>                          | <b>13,4%</b> |

Fuente: Elaboración propia.

### 3. Análisis de sensibilidad.

Con el propósito de complementar el análisis, se realizó un análisis de sensibilidad donde se incluyeron como supuestos simples un eventual crecimiento adicional de un 1% en los ingresos y de manera complementaria, la reducción de un 1% anual en los ingresos, respecto de las proyecciones realizadas originalmente.

De esta manera, se puede determinar el efecto en los precios que esto tendría en la Tabla 48.

**Tabla 48: Resumen sensibilización de ingresos.**

|                                      | Escenario base | +1%    | -1%    |
|--------------------------------------|----------------|--------|--------|
| Valor presente de FCL (MUF)          | 26.542         | 26.706 | 26.379 |
| Valor económico de activos (MUF)     | 29.868         | 30.031 | 29.706 |
| Valor económico del patrimonio (MUF) | 19.647         | 19.810 | 19.485 |
| Precio estimado (CLP)                | 1.104          | 1.113  | 1.095  |
| Upside/downside                      | 13,4%          | 14,4%  | 12,5%  |

Fuente: Elaboración propia.

A partir de lo anterior, es posible apreciar que el precio de la acción se encontraría entre los \$ 1.095 pesos y los \$ 1.113 pesos, al considerar un crecimiento adicional de 1% en los ingresos o restar un 1% de crecimiento a estos. Lo anterior, implicaría que un crecimiento adicional en un 1% en los ingresos traería un aumento en el precio en torno a un 0,8% en el precio de la acción, de acuerdo con la metodología aplicada.

En adición a lo anterior, se aplicó una sensibilización similar al de los ingresos, pero aplicada al costo de capital, al considerar que las regresiones para obtener este no consideran el riesgo de Bolivia, fuera de la incorporación de la tasa impositiva de esta operación en los cálculos.

Así, el análisis de sensibilidad considera una variación de +1% y de -1% en la tasa de costo de capital. Esto, es posible de observar en la Tabla 49, a continuación.

**Tabla 49: Resumen sensibilización de costo de capital.**

|                                      | Escenario base | +1%    | -1%    |
|--------------------------------------|----------------|--------|--------|
| Valor presente de FCL (MUF)          | 26.542         | 21.804 | 33.422 |
| Valor económico de activos (MUF)     | 29.868         | 25.130 | 36.748 |
| Valor económico del patrimonio (MUF) | 19.647         | 14.909 | 26.527 |
| Precio estimado (CLP)                | 1.104          | 838    | 1.491  |
| Upside/downside                      | 13,4%          | -13,9% | 53,1%  |

Fuente: Elaboración propia.

A partir de lo anterior, es posible apreciar que el precio de la acción se encontraría entre los \$ 838 pesos y los \$ 1.491 pesos, al considerar variaciones de un 1% en el costo de capital estimado.

Por otro lado, como se mencionó en secciones anteriores, a septiembre de 2020, la deuda de la compañía se compone en un 59,6% por pasivos bancarios en moneda boliviana. Así, se decidió aplicar un análisis de sensibilidad adicional al actual costo de la deuda, con el fin de reflejar un deterioro en la calidad crediticia de la entidad, asociado con la importante ponderación de los pasivos de Bolivia.

Así, se buscó identificar como se reflejaría en el valor de la empresa aumentos en el costo de la deuda de 1% y 2%, a raíz de algún deterioro que se pueda provocar a causa de la importancia de Bolivia en el nivel de endeudamiento de la empresa.

Así, en la Tabla 50, a continuación, se pueden observar los resultados de dicho análisis.

**Tabla 50: Resumen sensibilización del costo de la deuda.**

|   | Escenario base | 1%     | 2%     |
|---|----------------|--------|--------|
| Valor presente de FCL                     | 26.542         | 25.396 | 24.334 |
| Valor total de activos                    | 29.868         | 28.722 | 27.660 |
| Valor económico del patrimonio proyectado | 19.647         | 18.502 | 17.439 |
| Precio estimado                           | 1104           | 1040   | 980    |
| Upside/downside                           | 13,4%          | 6,8%   | 0,7%   |

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, es posible apreciar que aumentos en la tasa de la deuda traería consigo importantes impactos en el valor final estimado del precio de la acción, donde ante un costo de la deuda de 2,51% el precio proyectado de esta cayó hasta los \$ 1.040 pesos, mientras que con una tasa del 3,51% alcanzaría un precio teórico de \$ 980 pesos.

Como último análisis de sensibilidad respecto de las operaciones en Bolivia, se consideró el riesgo inflacionario inherente a las operaciones en este país. En donde el impacto inflacionario se daría principalmente en los precios de venta, debido a que la estructura de costos de la entidad está fuertemente basada en costos fijos, en donde la materia prima para la elaboración de las bebidas se encuentra determinada por los precios internacionales del azúcar, resina *pet* y el concentrado de sabores.

Así, se utilizaron las proyecciones inflacionarias antes descritas en la Tabla 24 y se aplicaron a los precios estimados para Bolivia, descritos en la Tabla 26. De tal manera que los precios en UF para la operación de Bolivia serían los siguientes (Ver Tabla 51).

**Tabla 51: Precios en Bolivia ajustados por inflación.**

|                  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026 y más |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| UF/Caja unitaria | 0,069 | 0,061 | 0,059 | 0,057 | 0,055 | 0,053 | 0,051      |

De esta manera, los resultados obtenidos con el impacto inflacionario en el precio se pueden ver en la Tabla 52, a continuación.

**Tabla 52: Resumen de sensibilización con presiones inflacionarias.**

| Inflación                                 | Escenario base | Ajuste inflacionario |
|---|----------------|----------------------|
| Valor presente de FCL                     | 26.542         | 24.620               |
| Valor total de activos                    | 29.868         | 27.946               |
| Valor económico del patrimonio proyectado | 19.647         | 17.725               |
| Precio estimado                           | 1104           | 996                  |
| Upside/downside                           | 13,4%          | 2,3%                 |

Así, es posible determinar que ante presiones inflacionarias a los precios de venta de Embol, el precio estimado para la acción de Coca-Cola Embonor caería hasta los \$ 996 pesos.

#### 4. Premio por control.

Como se mencionó anteriormente, al 30 de septiembre de 2020, el capital social de Embonor se dividía en dos series, donde un 47,8% correspondía a la Serie A, equivalente a 244.420.704 títulos, y un 52,2% a la serie B, con 266.432.526 acciones<sup>21</sup>. Las series A y B se diferencian por sus derechos de voto y económicos, en donde la serie A cuenta con derecho a elegir 6 directores titulares de la sociedad con sus respectivos suplentes, mientras que la serie B tienen derecho a elegir un director y su respectivo suplente, además de derecho a recibir dividendos aumentados en un 5% respecto a los recibidos por la Serie A<sup>22</sup>.

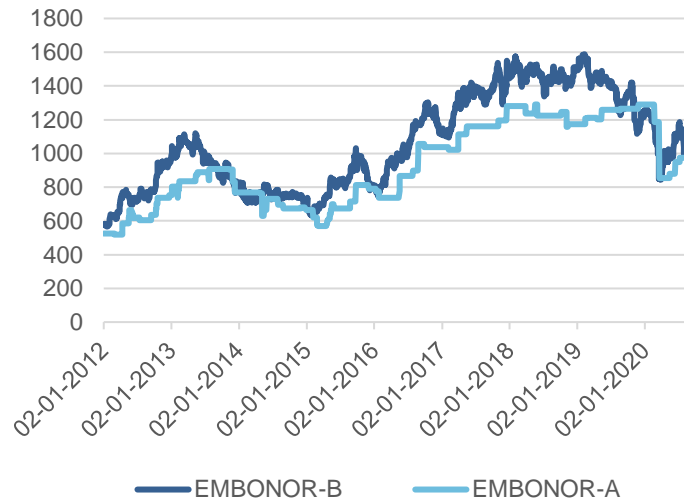
Por lo tanto, esta dualidad es algo que hay que tomar en cuenta al momento de valorizar una empresa. Así, se realizó un análisis desde el 2 de enero de 2021, hasta el 30 de septiembre de 2020, para los precios históricos de ambas series, cuya evolución se puede ver en el Gráfico 13, a continuación.

---

<sup>21</sup> De acuerdo con la información publicada por la Comisión para el Mercado Financiero en su página web.

<sup>22</sup> Memoria Anual Coca-Cola Embonor, 2019.

**Gráfico 13: Evolución de precios series A y B.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de Bloomberg.

Entre los resultados obtenidos, se puede observar una alta volatilidad en el premio de la Serie A, que va desde un premio máximo de 40,0%, hasta un mínimo de -30,8% con una desviación estándar 8,9% y un promedio de -11,9%, donde es posible destacar que este premio se ha mantenido mayormente negativo.

No obstante, en los últimos 12 meses desde la fecha de la valorización, el premio por control se ha mostrado más volátil y con una mayor tendencia hacia valores positivos. Lo anterior, podría atribuirse a las condiciones actuales de mercado y a la volatilidad que se ha producido desde fines de 2019, con las manifestaciones en el país, en conjunto con el efecto de la pandemia durante 2020. Así, se optó por tomar la mediana de los últimos 12 meses, lo que correspondería a un premio por control negativo de -2,7%, con el fin de reflejar las condiciones de mercado a la fecha de la valorización.

Así, haciendo el cálculo respectivo en base al número de acciones, se obtiene que la Serie A tendría un precio teórico de \$ 1.088 pesos, mientras que la Serie B tendría un precio teórico de \$ 1.119 pesos.

## X. Conclusiones.

En el presente trabajo se realizó la valoración económica de la empresa Coca-Cola Embonor utilizando el método de Flujo de Caja Descontado.

Para poder obtener este valor económico fue necesario establecer, en primer lugar, la estructura de capital objetivo acorde a los Estados Financieros entre los años 2015 al 30 de septiembre de 2020.

Luego, fue necesario realizar la estimación de la tasa del Costo de Capital de la empresa, para poder descontar los Flujos de Caja Libre de la compañía y obtener el valor de los activos de la compañía. La tasa de Costo de Capital resultó en un 5,56% real.

Un paso importante para poder realizar la proyección del Estado de Resultados para el periodo entre el último trimestre de 2020 al cierre de 2025 fue considerar los supuestos macroeconómicos para cada mercado en el que opera la entidad.

Mediante la metodología previamente señalada, se ha estimado un precio de acción igual a \$ 1.104 pesos, valor que es un 13,4% superior al precio de cierre de la acción en el mercado al 30 de septiembre de 2020, el cual corresponde a \$ 973 pesos.

## Bibliografía.

- Coca-Cola Embonor (2019). *Memoria Anual*.
- Coca-Cola Embonor (2015 – septiembre 2020). *Estados Financieros Consolidados*.
- Coca-Cola Embonor (2015 – septiembre 2020). *Análisis Razonados*.
- Coca-Cola Embonor (2020). *Presentación a Inversionistas*.
- Damodaran, A. (2020). *Damodaran online*. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- International Monetary Fund (2020). *Informe sobre el país No. 20/182*.
- World Bank Group (2021). *Global Economic Prospects*.
- Amihud, Y., Hameed, A., Wenjin, K., Zhanh, H. (2015). *The illiquidity premium: International evidence*. *Journal of Financial Economics* No. 117 (2015) 350–368.