



UNIVERSIDAD DE CHILE

**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO**

**VALORACIÓN DE COCA COLA EMBONOR S.A.
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

ANDREA ALARCÓN FIORENTINO
GABRIELA CLIVIO STIFANO

Santiago, Chile

2022

AGRADECIMIENTOS

A mi madre y a mi padre por apoyarme incondicionalmente en este proceso, a mis hermanas y hermano por ser la mejor barra, a mis amigas por la paciencia y comprensión de mi ausencia, y en especial a mi amiga Anamaría, siamesa de actividad final de estudios de posgrado. Se extienden agradecimientos también a Paula, Alberto y Andrea por todo el conocimiento compartido en el programa. Finalmente, agradecimientos a la profesora guía de esta valoración, por la educación entregada.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

AGRADECIMIENTOS	2
RESUMEN EJECUTIVO	8
1. METODOLOGÍA.....	9
1.1. Principales métodos de valoración	9
1.1.1. Método de flujos de caja descontados	9
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	12
2.1. Descripción de la empresa	12
2.1.1. Historia.....	13
2.1.2. Antecedentes del negocio	13
2.1.3. Principales accionistas	17
2.1.4. Filiales.....	20
2.2. Descripción de la industria	21
2.2.1. Estado actual de la industria	23
2.2.2. Regulación y fiscalización de la industria	24
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	25
3.1. Deuda Financiera	25
3.2. Patrimonio económico.....	29
3.3. Valor económico.....	30
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo.....	31
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	34
4.1. Costo de la deuda	34
4.2. Estimación del beta patrimonial.....	34
4.3. Beta patrimonial sin deuda	38
4.4. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	39
4.5. Costo patrimonial	40
4.6. Costo de capital promedio ponderado.....	41
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	43
5.1. Análisis de crecimiento de la Compañía.....	43

5.2.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la Compañía	51
5.3.	Análisis del resultado no operacional de la Compañía.....	55
5.4.	Análisis de márgenes de la Compañía	56
5.5.	Análisis de los activos de la Compañía	58
5.5.1.	Activos operacionales y no operacionales.....	58
5.5.2.	Capital de trabajo operativo neto.....	60
5.5.3.	Inversiones.....	62
5.6.	Análisis de crecimiento de la industria.....	65
6.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	70
6.1.	Ingresos operacionales proyectados	70
6.2.	Costos y gastos operacionales proyectados.....	71
6.3.	Resultado no operacional proyectado	71
6.4.	Impuesto corporativo proyectado	72
6.5.	Estado de resultados proyectado	72
6.6.	Supuestos utilizados	73
6.7.	Estado de resultados proyectado porcentual.....	74
7.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	76
7.1.	Inversión en reposición y nuevas inversiones de capital.....	76
7.2.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	77
7.3.	Valor terminal	77
7.4.	Flujos de caja libre proyectados	78
8.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	79
8.1.	Valor presente de los flujos de caja libre	79
8.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	79
8.3.	Activos prescindibles y otros activos	79
8.4.	Valorización económica de la empresa	80
8.5.	Análisis de sensibilidad	82
	CONCLUSIONES.....	84

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1. Portafolio de Marcas	15
Ilustración 2. Distribución de ventas por canal.....	16

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Antecedentes de Coca Cola Embonor S.A.	12
Tabla 2. Ventas, Ingresos EBITDA de Coca Cola Embonor S.A. (Tercer Trimestre 2021).	14
Tabla 3. Doce mayores accionistas de Coca Cola Embonor S.A.....	17
Tabla 4. Doce mayores accionistas de Coca Cola Embonor S.A. con distinción de Serie.	19
Tabla 5. Filiales de Coca Cola Embonor S.A.....	20
Tabla 6. Resumen de la Deuda Financiera de la Compañía.....	25
Tabla 7. Bonos vigentes emitidos por Coca Cola Embonor S.A.	27
Tabla 8. Patrimonio económico	29
Tabla 9. Valor económico.....	30
Tabla 10. Estructura de capital	31
Tabla 11. Estructura de capital empresas comparables	32
Tabla 12. Beta de la acción	36
Tabla 13. Betas de las empresas comparables	38
Tabla 14. Ingresos, ganancia, activos y pasivos por segmento	44
Tabla 15. Ingresos, ganancia, activos y pasivos por segmento, en términos porcentuales.....	44
Tabla 16. Crecimiento de ingresos por segmento.....	45
Tabla 17. Ingresos por categoría.....	47
Tabla 18. Variación ingresos por categoría	47
Tabla 19. Volumen UC por categoría	48
Tabla 20. Variación volumen UC por categoría	48
Tabla 21. Porcentajes de ventas por categoría.	49
Tabla 22. Otros ingresos por función.....	51
Tabla 23. Desglose de costos y gastos operacionales	52
Tabla 24. Distribución de costos y gastos operacionales.....	54

Tabla 25. Costos y gastos operacionales sobre ingresos	55
Tabla 26. Resultado no operacional	55
Tabla 27. Resultado no operacional sobre ingresos	56
Tabla 28. Márgenes de la Compañía.....	56
Tabla 29. Resumen de márgenes de la Compañía y competidores nacionales	57
Tabla 30. Desglose de activos de la Compañía.....	59
Tabla 31. Capital de trabajo operativo neto	61
Tabla 32. Inversiones de la Compañía	62
Tabla 33. Inversiones de la Compañía	63
Tabla 34. Participación de la Compañía en el Mercado.....	66
Tabla 35. Crecimiento de la participación de la Compañía en el Mercado.....	66
Tabla 36. Ingresos proyectados para la Compañía	70
Tabla 37. Costos y gastos operacionales proyectados para la Compañía.....	71
Tabla 38. Proyección resultado no operacional	71
Tabla 39. Proyección impuesto corporativo	72
Tabla 40. EERR proyectado	73
Tabla 41. Proyección EERR en términos porcentuales sobre ingresos	75
Tabla 42. Depreciación y amortización proyectadas para la Compañía.....	77
Tabla 43. Proyección de CTON y de inversión y liberación en cada período.....	77
Tabla 44. Flujos de caja libre proyectados.....	78
Tabla 45. Valor presente de los flujos de caja libre proyectados	79
Tabla 46. Déficit de CTON	79
Tabla 47. Activos prescindibles y otros activos.....	80
Tabla 48. Valorización económica de la Compañía.....	80
Tabla 49. Sensibilización de tasa WACC y tasa de crecimiento para perpetuidad.....	82
Tabla 50. Sensibilización de tasa de crecimiento de ingresos y tasa de crecimiento para perpetuidad	83
Tabla 51. EERR de la Compañía	87
Tabla 52. EERR de la Compañía sobre ingresos	88

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Deuda financiera corriente y no corriente	26
Gráfico 2. Deuda financiera de la Compañía	27
Gráfico 3. Distribución del financiamiento de la Compañía entre Chile y Bolivia.....	28
Gráfico 4. Patrimonio económico.....	29
Gráfico 5. Valor económico	30
Gráfico 6. Estructura de capital	32
Gráfico 7. Precios de la acción Serie B de la Compañía y del IGPA entre octubre de 2014 y septiembre de 2021.....	35
Gráfico 8. Retornos de la acción Serie B de la Compañía y del IGPA entre octubre de 2014 y septiembre de 2021.....	36
Gráfico 9. Beta de la acción para septiembre de 2021	37
Gráfico 10. Ingresos separados por segmento geográfico.....	43
Gráfico 11. Ventas e ingresos medidos trimestralmente para periodos de 12 meses	46
Gráfico 12. Ventas de Bebidas Gaseosas en Chile y Bolivia.	49
Gráfico 13. Ventas de Aguas en Chile y Bolivia.....	50
Gráfico 14. Costos y gastos operacionales totales	53
Gráfico 15. Evolución de márgenes de la Compañía.....	57
Gráfico 16. Resumen de márgenes de la Compañía y competidores nacionales	58
Gráfico 17. Evolución de CTON y RCTON	61
Gráfico 18. Inversiones de la Compañía.....	64
Gráfico 19. Inversiones y depreciación de la Compañía	65
Gráfico 20. PIB per capita proyectado para Chile y Bolivia	67
Gráfico 21. Precios históricos de futuros de azúcar	68
Gráfico 22. Precios históricos de petróleo.	69
Gráfico 23. Precios acción de la Compañía período histórico.....	81
Gráfico 24. Presencia bursátil acción de la Compañía en el período histórico.....	82

RESUMEN EJECUTIVO

Este documento contiene una valorización calculada con el método de flujo de caja descontado al 30 de septiembre de 2021, de la empresa Coca Cola Embonor S.A., compañía embotelladora de bebidas refrescantes que comercializa principalmente bebidas gaseosas, aguas y jugos bajo la licencia de *The Coca-Cola Company*, en Chile y Bolivia.

Se considera como período histórico para esta valorización el comprendido entre los años 2017 a 2020, y los primeros tres trimestres del año 2021, los que se ven fuertemente afectados en sus tendencias por el estallido social y la pandemia, y por sus efectos posteriores de reapertura y consiguiente mejora de resultados. Es importante señalar además que el final de 2020 y 2021 muestran datos fuera de tendencia en Chile, los que se producen por las inyecciones de circulante consistentes en los retiros de fondos de pensiones e ingreso familiar de emergencia promovido por el gobierno de turno. Así, la determinación de tasas para la proyección de los estados financieros requirió de especial atención en los datos a utilizar.

Es relevante mencionar asimismo el incremento en endeudamiento en el periodo histórico, alejándose de la tendencia de la industria al efecto. Este mayor endeudamiento no se explica por la compañía, la que consistentemente informa al mercado que dicho endeudamiento es necesario para el desarrollo de sus actividades diarias.

Sin perjuicio de lo señalado, Coca Cola Embonor S.A. mantiene resultados positivos en el periodo en estudio y se espera mantener sus márgenes en el periodo proyectado.

Finalmente, el periodo histórico considerado presenta una tendencia a la baja en el precio de cotización de las acciones, el que se ha visto afectado también por los fenómenos de estallido y pandemia ya señalados.

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernandez, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel & Mittoo, 2014; Fernandez, 2012; Papelu, Healy, & Peek, 2019; Pinto, Robinson, & Stowe, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

1.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernandez, 2012; Maquieira & Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente

debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernandez, 2012; Maquieira & Espinosa, 2019; Papel, Healy, & Peek, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira & Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula

frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernandez, 2012; Maquieira & Espinosa, 2019; Papelu, Healy, & Peek, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira & Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira & Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernandez, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

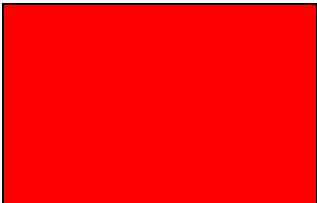
Coca Cola Embonor S.A., en adelante también la “Sociedad” o la “Compañía”, es una compañía embotelladora de bebidas refrescantes que comercializa principalmente bebidas gaseosas, aguas y jugos bajo la licencia de *The Coca-Cola Company*, en zonas determinadas de Chile y Bolivia.

Un resumen de sus principales características se incluye en la Tabla 1 que sigue a continuación.

Tabla 1. Antecedentes de Coca Cola Embonor S.A.

Nombre o razón social	Coca Cola Embonor S.A.
RUT	92.281.000-K
Nemotécnico	EMBONOR – A para las acciones Serie A EMBONOR – B para las acciones Serie B
Clase de acción	Ambas series de acciones son preferentes, no existen acciones ordinarias ¹ .
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero
Bolsas de Valores en que se transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores y la Bolsa Electrónica de Chile.
Industria	Embotelladora Bebidas
Países donde opera	Chile Bolivia
Clasificación de riesgo	Tanto Feller Rate como ICR Chile clasifican la solvencia de la compañía en la categoría AA, con perspectivas estables.

¹ Preferencias se describen en sección 2.1.3 de este informe.



Respecto de las acciones, Feller Rate clasifica las acciones de la Serie A como Primera Clase Nivel 2 y la Serie B como Primera Clase Nivel 2, e ICR Chile clasifica la Serie A como Primera Clase Nivel 3 y la Serie B como Primera Clase Nivel 1.

Fuente: Memoria Anual Coca Cola Embonor S.A. 2020, Informe Clasificación Feller Rate Diciembre 2021, Informe Clasificación ICR Chile 01 de diciembre 2021.

2.1.1. Historia

Coca Cola Embonor S.A. fue fundada el año 1962 como Embotelladora Arica y con la licencia para distribuir productos Coca-Cola en las ciudades de Arica e Iquique. En los años siguientes la empresa instala plantas de producción, adquiriendo las franquicias y activos de una línea de embotellado en Bolivia, adquiriendo una relevante posición en dicho mercado.

En 1997 la Compañía se abre a bolsa. A contar de 1999 se adquieren operaciones de embotellado en Perú, asumiendo una relevante cuota de ese mercado. Los años sucesivos la compañía continúa adquiriendo operaciones de embotellado y se desprende de sus operaciones en Perú. Un hito relevante ocurre en 2006 ya que *The Coca-Cola Company* autoriza a la Sociedad a producir jugos y aguas purificadas y saborizadas. El año 2012 la compañía realiza una serie de adquisiciones relevantes y se vuelve la acción más rentable del IPISA. El año 2018 la Compañía comienza a distribuir bebidas alcohólicas (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

2.1.2. Antecedentes del negocio

El negocio de la Compañía actualmente se encuentra concentrado en bebidas analcohólicas bajo licencia de *The Coca-Cola Company*, en Chile y Bolivia, concentrando el 40% de las ventas del sistema Coca-Cola en Chile y el 96% en Bolivia. Coca Cola Embonor S.A. es la segunda mayor embotelladora de Coca-Cola en Chile y la primera en Bolivia. El portafolio de marcas Coca-Cola es líder en la categoría de bebidas gaseosas, y mantiene el segundo lugar en las categorías de aguas y bebidas no carbonatadas (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

La Compañía comercializa principalmente bebidas gaseosas, correspondiendo éstas a un 77% de su mix de ventas, y aguas, que corresponde a un 13% del mix. Comercializa en menor proporción del mix de ventas jugos, otras categorías NARTD (isotónicas, energéticas, productos de soya), y alcohol y cervezas.

Al 30 de septiembre de 2021, y considerando el periodo de 12 meses que antecede a dicha fecha, Coca Cola Embonor S.A. presentó un volumen de ventas de 318 millones de UC², ingresos totales por US\$1.063 millones y un EBITDA de US\$195 millones, datos que se desglosan por país en la Tabla 2 que se inserta a continuación (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Tabla 2. Ventas, Ingresos EBITDA de Coca Cola Embonor S.A. (Tercer Trimestre 2021).

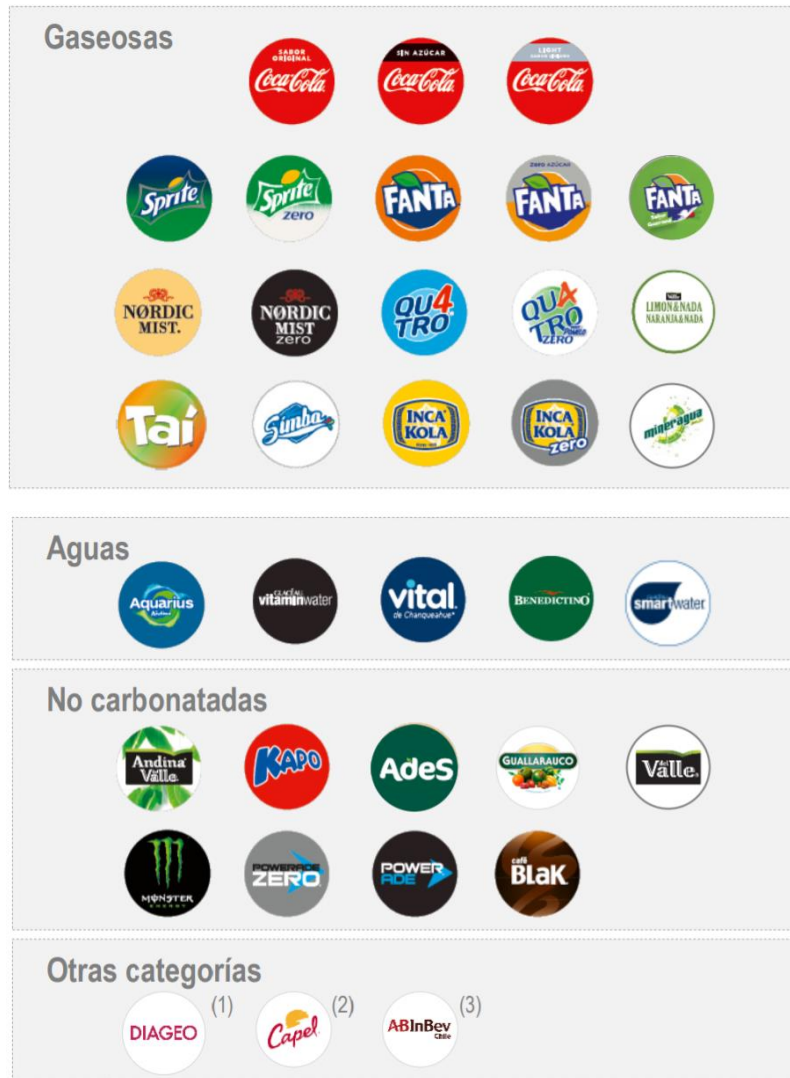
Países donde opera	Volumen de Ventas (en UC MM)	%	Ingresos (en US\$ MM)	%	EBITDA (en US\$ MM)	%
Chile	174,9	55%	722,84	68%	107,25	55%
Bolivia	143,1	65%	340,16	32%	87,75	45%
Total	318	100%	1.063	100%	195	100%

Fuente: Presentación Corporativa Coca-Cola Embonor S.A., 3er Trimestre 2021

La Compañía posee un amplio portafolio de marcas, según se detalla en la Ilustración 1 a continuación.

² Corresponde a una unidad de producto convencional, la que se utiliza para medir volúmenes de venta de bebidas en el Sistema Coca Cola a nivel mundial, equivale a 24 botellas de 8 onzas (The Coca Cola Company, 2018).

Ilustración 1. Portafolio de Marcas

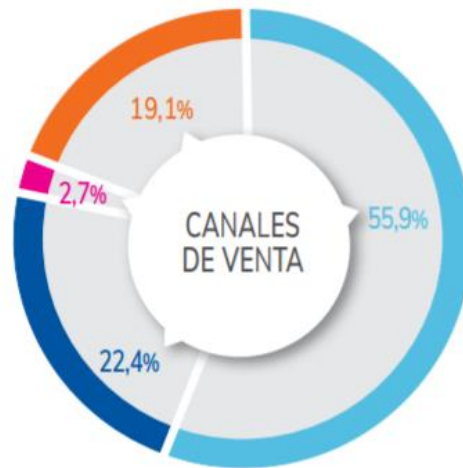


Fuente: Presentación Corporativa Coca-Cola Embonor S.A., 3er Trimestre 2021.

Los principales clientes de la Compañía se componen de los segmentos típicamente utilizados por la industria: canal tradicional (almacenes, botillerías y autoservicios, en general clientes de barrio), restaurantes, supermercados, mayoristas y otros. La Compañía mantiene una cartera

diversificada por lo que no mantiene dependencia con ninguno de ellos (Coca Cola Embonor S.A., 2021). La Ilustración 2 siguiente muestra la distribución de venta por canal de la Compañía.

Ilustración 2. Distribución de ventas por canal.



Distribución de venta por canal (%)

- Tradicional
- Supermercados
- Comer y beber
- Otros

Fuente: *Memoria Anual Coca Cola Embonor S.A. 2020*

Dentro de sus principales proveedores destaca *The Coca-Cola Company*, quien provee de la materia prima de concentrado, y respecto de la cual se presenta un alto grado de dependencia. El resto de proveedores para azúcar, botellas, preformas PET, cajas plásticas, tapas, etiquetas, gas carbónico, aguas, jugos, latas y licores son un mix de terceros y filiales o coligadas de la compañía (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

La Compañía mantiene además contratos de licencia con *The Coca-Cola Company* para la producción y venta de marcas y productos de esa empresa en las zonas de Arica, Iquique, Concón, Talca, Concepción, Temuco y Bolivia, los que se mantienen vigentes desde la fundación de la compañía y que presentan fechas de vencimiento entre marzo de 2022 y enero de 2023.

Se considera además como recurso estratégico los contratos de distribución celebrados con Diageo Chile Limitada, para la distribución de licores, Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui Limitada y Viña Francisco de Aguirre S.A., para la distribución de piscos y vinos, y Cervecería Chile S.A., para la distribución de cerveza (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

2.1.3. Principales accionistas

Los controladores finales de la Sociedad son la Familia Vicuña García-Huidobro, a través de Libra Inversiones Limitada (Coca Cola Embonor S.A., 2021). Adquirió dicha participación por compraventa a Coca-Cola de Chile S.A. con fecha 24 de marzo del año 2011 (Coca Cola Embonor S.A., 2011).

De conformidad a la información presentada a la Comisión para el Mercado Financiero, en adelante la “CMF”, al 30 de septiembre de 2021, los doce mayores accionistas de la sociedad, sin distinción de serie, eran los que se indican en la Tabla 3 a continuación:

Tabla 3. Doce mayores accionistas de Coca Cola Embonor S.A.

Nombre	Número de acciones suscritas y pagadas	%
LIBRA INVERSIONES LIMITADA	244.643.874	47,89%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	31.719.446	6,21%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	24.414.079	4,78%
RENTAS LATINSA LIMITADA	16.837.274	3,30%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	16.337.315	3,20%
LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	14.138.841	2,77%

TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	7.817.033	1,53%
INVERSIONES NILAHUE LIMITADA	7.700.970	1,51%
INV V Y S LTDA.	7.401.203	1,45%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	7.123.768	1,39%
INV V Y T LTDA.	6.612.441	1,29%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	6.414.153	1,26%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero.

Las acciones de Coca Cola Embonor S.A. se encuentran divididas en dos series de acciones, la Serie A y la Serie B las que tienen distintos derechos políticos y económicos (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

La Serie A permite a sus titulares elegir a 6 directores de la sociedad, y a sus respectivos suplentes. Por su parte, la Serie B da una serie de derechos a sus titulares: (i) a exigir se convoque a junta ordinaria o extraordinaria de accionistas cuando así lo soliciten al menos el 5% de los accionistas de esta serie³, (ii) derecho a recibir dividendos aumentados en un 5% respecto de los que reciba la serie A, (iii) derecho a elegir 1 director titular y su respectivo suplente, y (iv) derecho a requerir convocatoria a sesión extraordinaria de directorio con la sola solicitud del director elegido por los accionistas de esta serie⁴.

³ De conformidad a la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas el derecho de requerir la celebración de una junta ordinaria o extraordinaria de accionistas lo tienen los accionistas que representen el 10% de las acciones emitidas de la sociedad, de ahí la preferencia de esta serie que con un menor volumen de accionistas puede provocar una junta de accionistas.

⁴ De conformidad a la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas el derecho de requerir la celebración de un directorio, sin que dicho requerimiento sea calificado por el presidente, lo tiene la mayoría absoluta de los

Para el periodo antes referido, los doce mayores accionistas de la sociedad, según sus series, eran los que se indican en la Tabla 4 a continuación:

Tabla 4. Doce mayores accionistas de Coca Cola Embonor S.A. con distinción de Serie.

Nombre	Serie	Número de acciones suscritas y pagadas	%
LIBRA INVERSIONES LIMITADA	A	190.143.874	37,22%
	B	54.500.000	10,67%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	A	9.075.000	1,78%
	B	22.644.446	4,43%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	A	70.001	0,01%
	B	24.344.078	4,77%
RENTAS LATINSA LIMITADA	A	6.761.619	1,32%
	B	10.075.655	1,97%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	B	16.337.315	3,20%
LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	A	4.051.799	0,79%
	B	10.087.042	1,97%
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	B	7.817.033	1,53%
INVERSIONES NILAHUE LIMITADA	A	7.700.970	1,51%
INV V Y S LTDA.	A	7.120.849	1,40%
	B	280.354	0,05%

directores en ejercicio, de ahí la preferencia de esta serie que con su solo director puede provocar una sesión de directorio.

SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	B	7.123.768	1,39%
INV V Y T LTDA.	A	6.612.441	1,29%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	B	6.414.153	1,26%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero.

2.1.4. Filiales

La Compañía mantiene siete filiales, cuyas principales características se resumen en la

Tabla 5 a continuación:

Tabla 5. Filiales de Coca Cola Embonor S.A.

Razón social	% de participación	Objeto	Relación comercial con la Sociedad
Embotelladora Iquique S.A.	99,99%	Distribuir y comercializar bebidas.	La Sociedad compra y vende bebidas no alcohólicas a Embotelladora Iquique S.A.
Embonor S.A.	99,99%	Prestar servicios de administración y manejo de transportes terrestre nacional e internacional.	Embonor S.A. presta servicios de distribución y logística a la Sociedad.
Embonor Empaques S.A.	99,99%	Fabricar, adquirir y comercializar todo tipo de envases y contenedores; y prestar servicios de embotellamiento.	Embonor Empaques S.A. le presta servicios de soplado de botellas a la Sociedad.
E-Embonor SpA	100%	Comercializar y distribuir a través de un canal de e-commerce, todo tipo de productos en general, incluyendo bebidas.	Sin información.

Embonor Inversiones S.A.	99,99%	Invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general.	No hubo relación comercial en el ejercicio 2020.
Inversora Los Andes S.A. (Bolivia)	99,99%	Desarrollar todas las actividades permitidas en la legislación boliviana como sociedad de inversiones.	No hubo relación comercial en el ejercicio 2020.
Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A. (Bolivia)	99,99%	Producción, embotellamiento y comercialización de refrescos y bebidas en general.	No hubo relación comercial en el ejercicio 2020.

Fuente: Memoria Anual Coca Cola Embonor S.A. 2020

De las filiales es importante destacar a Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A., de Bolivia, en tanto se trata de la entidad que desarrolla el negocio en dicho país.

2.2. Descripción de la industria

La industria de bebidas no alcohólicas y refrescantes en Chile se divide en tres categorías principales: bebidas gaseosas, aguas y bebidas no carbonatadas. En Chile el mercado de bebidas refrescantes se encuentra altamente desarrollado. Por su parte, en Bolivia la industria de bebidas no alcohólicas se divide en ocho categorías: siendo las gaseosas y aguas las principales, y las aguas saborizadas, energizantes, isotónicos, jugos néctar, jugos ligeros y alimentos de semillas, categorías secundarias (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

La industria de embotelladoras se caracteriza por mantener importantes barreras de entrada, altos costos fijos y de mano de obra, energía, transporte y materias primas, requiriendo capital permanentemente. La industria también otorga tener buenas redes de distribución, y admite mix de productos que permiten optimizar la logística y la venta (ICR Chile, 2021).

El crecimiento de la industria se correlaciona con las condiciones económicas de sus mercados, de manera que una desaceleración en la economía afectará directamente los volúmenes de venta de la Compañía. Se prevé también que cambios relevantes en la normativa aplicable puedan afectar el negocio (Coca Cola Embonor S.A., 2021). Los principales actores de la industria en

Chile, además de la Compañía, son Embotelladora Andina S.A. y Compañía de Cervecerías Unidas S.A., cuyas principales características se describen a continuación.

Embotelladora Andina S.A., así como la Compañía, es licenciante de *The Coca Cola Company* desde el año 1946. Opera en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay y comercializa bebidas gaseosas, jugos, aguas embotelladas, cervezas y otros alcoholes (Embotelladora Andina S.A., 2021). Representa un 60,4% del Sistema Coca-Cola en Chile, mientras que la Compañía representa un 39,6% (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Compañía Cervecerías Unidas S.A., por su parte, opera en Chile, Argentina, Bolivia, Uruguay y Paraguay en los negocios de bebidas no alcohólicas, cervezas y cidras, y respecto de su mercado de vinos opera también en Chile, Argentina, y exporta a más de 80 países. Esta compañía cuenta con numerosas licencias y derechos de uso de marcas, y a diferencia de Coca Cola Embonor S.A. y de Embotelladora Andina S.A. no mantiene licencias con *The Coca-Cola Company* (Compañía Cervecerías Unidas, 2021). Es la principal competidora del Sistema Coca-Cola en el país, ya que comercializa, entre otras, las siguientes marcas propias, franquiciadas o de asociaciones con terceros: Pepsi, Seven Up, Bilz, Pap, Kem Piña, Kem Extreme, Canada Dry, Orange Crush, Limón Soda, Pepsi Zero, Bilz Zero, Pap Zero, Crush Zero, Kem Zero, Limón Soda Zero, Nobis, Té Lipton, Gatorade, Watt's, Cachantún, Mas, Pure Life, Manantial y Red Bull (Coca Cola Embonor S.A., 2021). Esta empresa se diferencia de la Compañía en tanto dedica parte importante de su mix a productos alcohólicos.

Fuera de Chile podemos señalar, el primer lugar, a **The Coca Cola Company**, la que fue fundada en 1886 y es una empresa estadounidense que mantiene sus oficinas principales en Atlanta, Georgia, que manufactura, comercializa y vende bebidas no alcohólicas alrededor del mundo, siendo la franquiciante de la Compañía y su proveedora de concentrado. Esta empresa vende bebidas gaseosas, aguas, bebidas deportivas, jugos, lácteos y productos en base a plantas, te y café, y bebidas energéticas. La empresa comercializa bajo las siguientes marcas: Coca-Cola, Diet Coke/Coca-Cola Light, Coca-Cola Zero Sugar, Fanta, Fresca, Schweppes, Sprite, Thums Up, Aquarius, Ciel, dogadan, Dasani, glacéau smartwater, glacéau vitaminwater, Ice Dew, I LOHAS, Powerade, Topo Chico, AdeS, Del Valle, fairlife, innocent, Minute Maid, Minute Maid Pulpy, Simply, Ayataka, BODYARMOR, Costa, FUZE TEA, Georgia, y Gold Peak. Opera

mundialmente a través de socios embotelladores, distribuidores, vendedores al por mayor y retail, y a través de operadores de distribución.

Otras compañías que son franquiciadas o distribuidoras de Coca Cola son **Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.**, fundada en 1979, con oficinas principales en México y con negocios en ese territorio y en Guatemala, Nicaragua, Costa Rica, Panamá, Colombia, Brasil, Argentina, y Uruguay; y **Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.**, la que opera como embotellador de bebidas Coca Cola, fundada en 1890 y con oficinas principales en Monterrey, México, y que opera a las tiendas “Oxxo” en México, Colombia, Perú, Estados Unidos, Chile y Brasil, y farmacias en Chile, Colombia, Ecuador y México, dedicándose adicionalmente a la producción y distribución de equipos de refrigeración, correspondiendo esta a una empresa mucho más diversificada en su giro. Finalmente podemos mencionar a **Arca Continental, S.A.B. de C.V.**, compañía con oficinas principales en Monterrey, México que produce, distribuye y vende bebidas no alcohólicas en México, Perú, Estados Unidos, Argentina y Ecuador. El mix de productos de la empresa considera bebidas gaseosas, lecheas, bebidas a base de fruta o soya, bebidas energéticas, aguas, te, café, helados y otros snacks, que comercializa productos bajo las marcas Coca-Cola, Aybal, DASANI, Ciel, Cepita Del Valle, Del Valle, Aquarius, Minute Maid, POWERADE, Fuze Tea, Ingenio Famaillá, Dulna, El Manjar Toni, Golos, Lato, BLaK, DUNKIN´DONUTS, Toni, Santa Clara, fairlife, Topsy, Tortolines, Prispas, Enre2, Tostitos, Bony, La Abeja, e Inalecsa.

2.2.1. Estado actual de la industria

En consideración a que esta industria, en tanto de consumo, se correlaciona con el ingreso de las personas, se ha visto afectada por las cuarentenas dictadas con ocasión de la pandemia. En este contexto, y en tanto se han flexibilizado las cuarentenas dispuestas por la autoridad, lo que ha entregado liquidez a las personas, la industria embotelladora presenta en este momento un buen rendimiento (ICR Chile, 2021).

Se estima que los volúmenes de la industria mantendrán el crecimiento demostrado, permitiendo incluso incrementar el consumo de productos de categoría premium. Lo anterior permitirá a las empresas del rubro mejorar sus márgenes, ya sea a través de crecimiento en volúmenes o

mediante acuerdos de distribución que abarquen nuevos productos (BCI Corredor de Bolsa, 2022).

2.2.2. Regulación y fiscalización de la industria

La industria de bebidas analcohólicas se encuentra regulada por las siguientes normas: (i) Reglamento Sanitario de los Alimentos contenido en el Decreto N°977 del Ministerio de Salud de 1997; (ii) Reglamento de Aguas Minerales contenidas en el Decreto N°106 del Ministerio de Salud de 1997; y (iii) Ley N°20.606 sobre Composición Nutricional de los Alimentos y su Publicidad.

La industria de bebidas alcohólicas, por su parte, se encuentra regulada por las siguientes normas: (i) Ley N°18.455, que Fija Normas sobre Producción, Elaboración y Comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagres; y (ii) Ley N° 19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas.

En particular se destaca que a contar del año 2016 comenzó a regir la Ley N° 20.869 que modificó la Ley sobre Composición Nutricional de los Alimentos y su Publicidad, impactando la industria de alimentos y bebidas. En particular, para la Compañía la norma significó reformular las bebidas “Fanta” y “Sprite”, de manera de reducir la cantidad de azúcar que contenían e impedir la utilización del sello “Alto en” en sus etiquetas. A partir de 2018 la norma se tornó aún más estricta, sin embargo, su aplicación gradual permitió a la Compañía una mejor adaptación (Feller Rate, 2021).

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda Financiera

La Compañía mantiene financiamientos bancarios de largo plazo, leasing y bonos en Chile, y financiamientos bancarios de corto y largo plazo en Bolivia, así como leasing, a través de su filial Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A. (en adelante, “Embol”), según se detalla en la Tabla 6 a continuación (Coca Cola Embonor S.A., 2021)⁵.

Tabla 6. Resumen de la Deuda Financiera de la Compañía

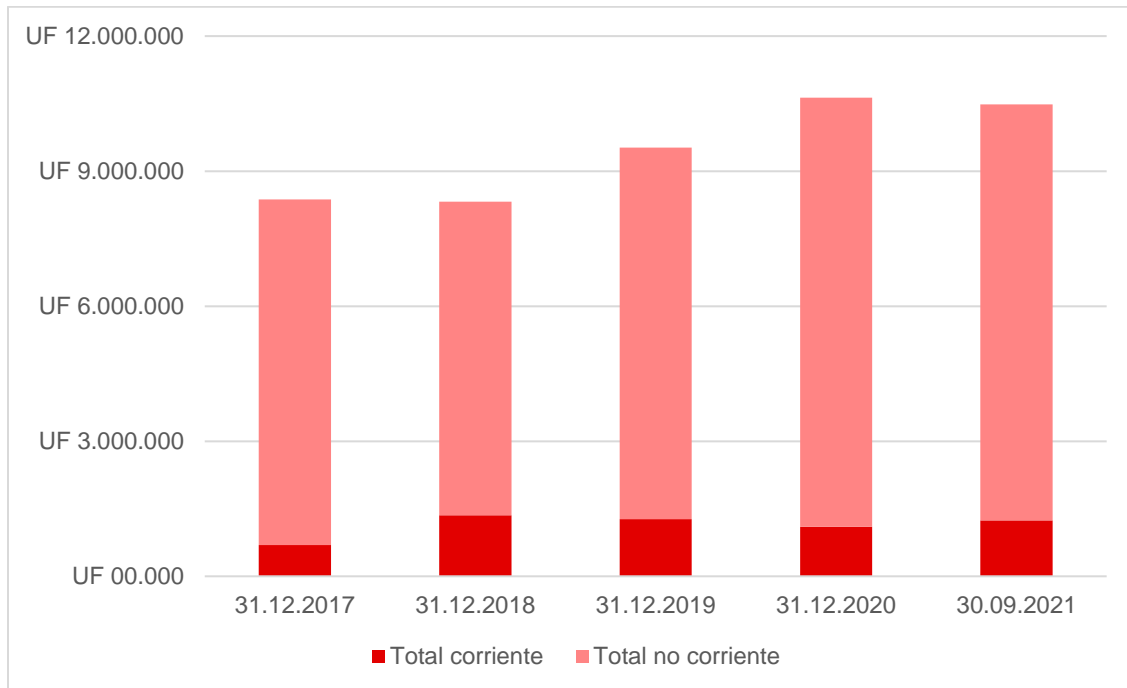
En UF	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Total deuda financiera	8.373.263	8.320.498	9.522.343	10.630.359	10.483.783
Total corriente	692.137	1.353.798	1.267.924	1.096.521	1.241.747
Total bonos	72.006	566.202	64.085	41.005	3.940
<i>Obligaciones con el público, porción corto plazo</i>	72.006	566.202	64.085	41.005	3.940
Total créditos	620.132	706.207	1.116.333	985.774	1.163.061
<i>Créditos corto plazo Bolivia</i>	134.139	147.410	155.040	153.661	339.071
<i>Créditos corto plazo Chile</i>	0	0	212.352	0	0
<i>Créditos largo plazo Chile, porción corto plazo</i>	27.675	30.252	43.201	28.962	9.585
<i>Créditos largo plazo Bolivia, porción corto plazo</i>	458.318	528.545	705.740	803.150	814.405
Total leasing	0	81.389	87.505	69.742	74.745
<i>Pasivos derecho de uso Chile corto plazo (leasing)</i>	0	33.244	34.505	0	0
<i>Pasivos derecho de uso Bolivia corto plazo (leasing)</i>	0	48.145	53.000	0	0
<i>Pasivos por arrendamiento corrientes (IFRS 16)</i>	0	0	0	69.742	74.745
Total no corriente	7.681.126	6.966.700	8.254.419	9.533.838	9.242.036
Total bonos	3.061.328	1.521.482	1.478.778	1.458.696	1.460.778
<i>Obligaciones con el público</i>	3.061.328	1.521.482	1.478.778	1.458.696	1.460.778
Total créditos	4.619.798	5.308.418	6.721.617	7.981.612	7.738.491
<i>Créditos denominados en pesos</i>	1.339.923	1.797.425	2.233.805	2.590.227	2.049.473
<i>Créditos bancarios Bolivia</i>	3.279.874	3.510.993	4.487.812	5.391.385	5.689.019
Total leasing	0	136.800	54.024	93.530	42.767
<i>Pasivos derecho de uso Chile largo plazo (leasing)</i>	0	34.809	0	0	0
<i>Pasivos derecho de uso Bolivia largo plazo (leasing)</i>	0	101.991	54.024	0	0
<i>Pasivos por arrendamiento no corrientes (IFRS 16)</i>	0	0	0	93.530	42.767

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Coca Cola Embonor S.A.

⁵ No se consideran los Pasivos de Cobertura.

Según se muestra en el Gráfico 1 que se agrega a continuación, la deuda financiera de la Compañía se concentra en el largo plazo. Adicionalmente, la mayor cantidad de la deuda se mantiene con entidades bancarias, teniendo el financiamiento a través de bonos y leasing un carácter secundario, según detalle del Gráfico 2.

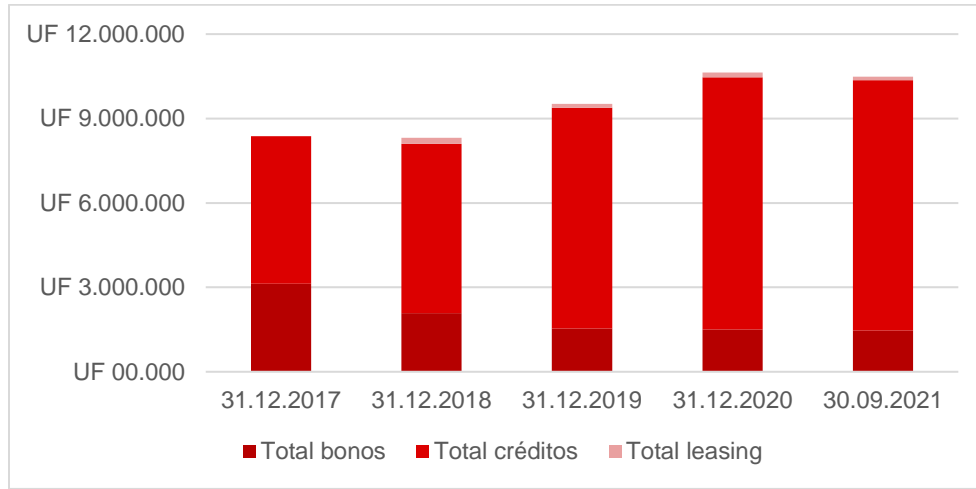
Gráfico 1. Deuda financiera corriente y no corriente



Fuente: Elaboración propia

Según se muestra en el Gráfico 2 siguiente, la Compañía ha incrementado su deuda financiera en el período histórico, mostrando un crecimiento promedio de 10,9% hasta el cierre del ejercicio 2020. La Compañía ha declarado en sus memorias que el propósito de sus pasivos es el desarrollo de sus operaciones habituales, de manera que no existiría un proyecto específico que explique este incremento. Sí es posible comprenderlo en el contexto del estallido y la pandemia.

Gráfico 2. Deuda financiera de la Compañía



Fuente: Elaboración propia

En este mismo contexto y según da cuenta el mismo Gráfico 2, la Compañía presentaba al inicio del período histórico una fuerte proporción de financiamiento a través de bonos, asumiendo más adelante un mayor componente de deuda bancaria, la que a la fecha es la parte más relevante del endeudamiento de la Sociedad.

Los bonos que ha emitido la Compañía presentan las características que se indican en la Tabla 7 a continuación:

Tabla 7. Bonos vigentes emitidos por Coca Cola Embonor S.A.

Serie	Monto nominal colocado	Tasa de interés nominal anual	Vencimiento	Pago de Intereses	Pago de amortizaciones
Serie F	UF 1.500.000	3,2%	01-09-2035	Semestrales	Al vencimiento

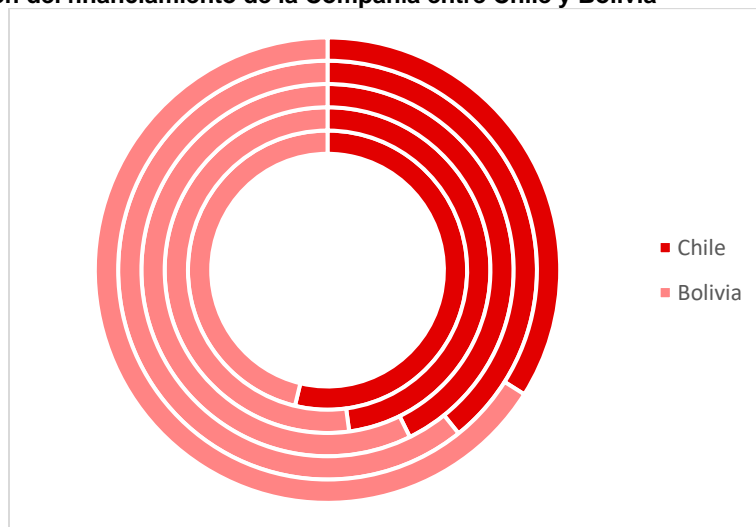
Fuente: Estados Financieros Coca Cola Embonor S.A. para el período terminado al 30 de septiembre de 2021

El financiamiento bancario de la Compañía se encuentra diversificado en dos bancos en Chile: (i) Banco de Crédito e Inversiones, por una suma de \$13.773 millones de pesos chilenos, a una

tasa efectiva de 5,38% anual y (ii) Banco del Estado de Chile, por una suma de \$48 millones de pesos chilenos, a una tasa efectiva de 1,63% anual), los que representan un 20% de la deuda bancaria y de bonos de la Compañía; y en múltiples bancos y créditos en Bolivia, a través de Embol y en bolívares, a tasas efectivas que van desde 2,5% a 5,2%, según se desglosa en los estados financieros de la Compañía a septiembre de 2021, los que representan un importante 65% de la deuda bancaria y de bonos de la Compañía (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Finalmente, podemos separar el financiamiento de la Compañía entre aquel otorgado a ésta y el que corresponde a su filial Embol, revelando que a la fecha la mayor parte de la deuda se concentra en Bolivia (circunferencia externa), habiendo incrementado esta proporción desde el año 2016, fecha en la que la parte principal de la deuda se enfocaba en Chile (circunferencia interna), según se muestra en el Gráfico 3 a continuación⁶:

Gráfico 3. Distribución del financiamiento de la Compañía entre Chile y Bolivia



Fuente: Elaboración propia

⁶ Se hace presente que a partir de la aplicación de la norma contable IFRS 16 los estados financieros de la compañía nos distinguen el país al que corresponden las sumas por leasing, las que se distribuyeron bajo la proporción del período anterior.

3.2. Patrimonio económico

Se presenta en la Tabla 8 a continuación un resumen del precio de las acciones de la Compañía para el periodo en estudio, y del número de acciones en que se divide su capital.

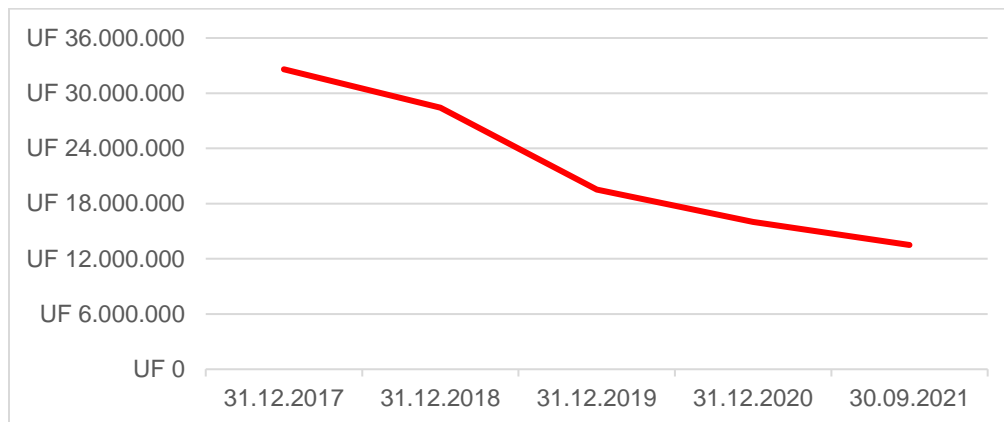
Para efectos del valor económico de la Compañía se considera el precio de la Serie B pues las acciones Serie A mantienen presencia bursátil bajo el 10% (Coca Cola Embonor S.A., 2021), mientras que las acciones de la Serie B se mantienen sobre el 60%, manteniendo históricamente presencias bursátiles que alcanzan hasta un 78,61% (Bolsa de Comercio de Santiago, 2022). Sin perjuicio de lo señalado, se hace presente que las acciones de la Serie A y B presentan leves diferencias en sus valores, promediando un -0,37% de diferencia en el periodo histórico de manera que son similares y es posible considerar un valor único para todas ellas.

Tabla 8. Patrimonio económico

En UF	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Número de acciones	510.853.230	510.853.230	510.853.230	510.853.230	510.853.230
Número de acciones Serie A	244.420.704	244.420.704	244.420.704	244.420.704	244.420.704
Número de acciones Serie B	266.432.526	266.432.526	266.432.526	266.432.526	266.432.526
Precio de la acción	0,0638	0,0557	0,0382	0,0313	0,0264
Precio de acciones Serie A	0,0560	0,0479	0,0480	0,0310	0,0291
Precio de acciones Serie B	0,0638	0,0557	0,0382	0,0313	0,0264
Total	32.599.655	28.443.322	19.528.674	16.003.214	13.506.000

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Coca Cola Embonor S.A. y precios de acciones descargados de plataforma Investing.com

Gráfico 4. Patrimonio económico



Fuente: Elaboración propia

Según señala el Gráfico 4 anterior, el valor económico de la Compañía presenta una tendencia a la baja en el periodo en estudio, lo que es un efecto de la disminución que ha presentado el precio de la acción en el periodo en estudio.

3.3. Valor económico

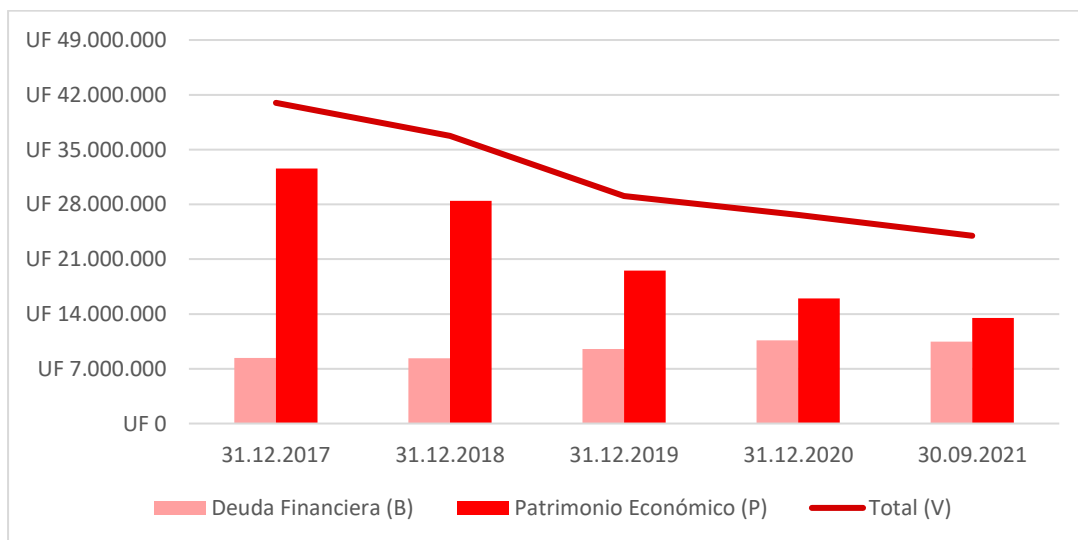
El valor económico de la Compañía se compone de su deuda financiera y del patrimonio económico, y se presenta en la Tabla 9 y en el Gráfico 5 a continuación:

Tabla 9. Valor económico

En UF	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Deuda Financiera Neta (B)	8.373.263	8.320.498	9.522.343	10.630.359	10.483.783
Patrimonio Económico (P)	32.599.655	28.443.322	19.528.674	16.003.214	13.506.000
Total (V)	40.972.918	36.763.820	29.051.017	26.633.573	23.989.783

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Coca Cola Embonor S.A. y precios de acciones descargados de plataforma Investing.com

Gráfico 5. Valor económico



Fuente: Elaboración propia

Podemos ver que el valor económico de la Compañía ha disminuido en consideración a la caída en el precio de sus acciones en el periodo en estudio, lo que no ha podido ser contrarrestado con el incremento que mantiene su deuda financiera.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

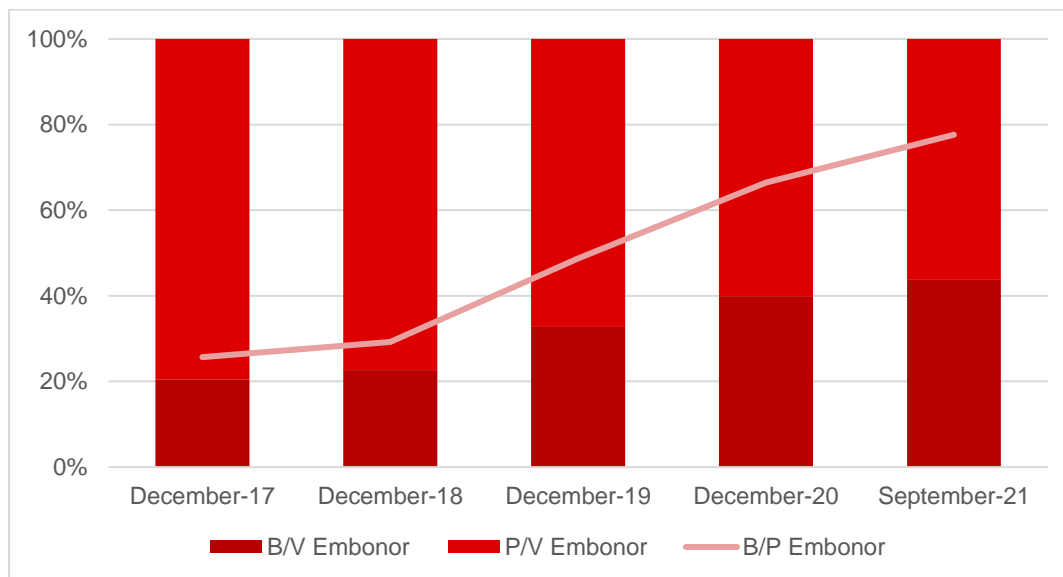
A continuación en la Tabla 10 se presenta un resumen de la estructura de capital histórica de la Compañía y la que se propone como objetivo, según se explicará más adelante. Adicionalmente se presenta el Gráfico 6, en el que se puede ver que la Compañía ha asumido una política de endeudamiento mucho más agresiva en el tiempo, en particular a contar del 2018, lo que puede explicarse a partir de las dificultades que presentaron los resultados de la Compañía en el periodo 2017 y 2018, el estallido social de 2019 y la pandemia en 2020, aunque como hemos señalado la Compañía ha declarado que su deuda tiene siempre como finalidad las operaciones del día a día de la Sociedad.

Tabla 10. Estructura de capital

	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	9/30/2021	Promedio Oct. 2017- Sep. 2021	EC Objetivo (2022- 2027)
B/V Embonor	20,09%	22,37%	32,48%	33,87%	40,20%	29,80%	20,00%
P/V Embonor	79,91%	77,63%	67,52%	66,13%	59,80%	70,20%	80,00%
B/P Embonor	25,15%	28,81%	48,10%	51,21%	67,21%	42,45%	25,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de Estados Financieros de Coca Cola Embonor S.A. y precios de acciones descargados de plataforma Investing.com

Gráfico 6. Estructura de capital



Fuente: Elaboración propia

La Tabla 11, por su parte, muestra la estructura de capital de las empresas comparables, las que mantienen estructuras menos apalancadas, que es la tendencia que se espera asuma la Compañía.

Tabla 11. Estructura de capital empresas comparables

Comparables	EV	B/V	P/V	B/P
Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V. (NYSE:KOF)	14.004	15,59%	84,41%	18,46%
Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V. (BMV:FEMSA UBD)	35.426	17,80%	82,20%	21,65%
Arca Continental, S.A.B. de C.V. (BMV:AC *)	12.179	8,33%	91,67%	9,08%
The Coca-Cola Company (NYSE:KO)	258.113	12,25%	87,75%	13,96%
Compañía Cervecerías Unidas S.A. (SNSE:CCU)	3.799	10,23%	89,77%	11,40%
Embotelladora Andina S.A. (SNSE:ANDINA-B)	2.703	27,24%	72,76%	37,43%
Promedio		15,24%	84,76%	18,66%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos entregados por plataforma Capital IQ

La Compañía no tiene una estructura de financiamiento determinada en sus estatutos, sin embargo, tenemos que tener presente que los bonos que ha emitido la Sociedad establecen niveles máximos de endeudamiento, de manera que la estructura de capital objetivo que se propone tiene esa limitante. En efecto: (i) los bonos Serie F exigen una razón de endeudamiento, definida como la razón entre deuda financiera neta⁷ consolidada y patrimonio, no superior a 1,31 veces sobre la base de los estados financieros consolidados y (ii) el crédito vigente con el Banco de Crédito e Inversiones exige una razón de endeudamiento no superior a 1,2 veces, medida de la misma forma (Coca Cola Embonor S.A., 2021). A la fecha esta razón de endeudamiento se cumple con bastante comodidad, alcanzando una razón de 0,41.

En este contexto, se propone una estructura de capital objetivo que se ajuste a la de la industria y que asimismo es la que tenía la Compañía al inicio del periodo histórico, consistente en un apalancamiento del 20% medida como deuda financiera total sobre patrimonio económico de un **20%** o de B/P igual a **25%**.

⁷ De conformidad al contrato de emisión al amparo del cual se emitieron los bonos, considera descuento de las partidas Efectivo y Efectivo Equivalente y Otros Activos Financieros Corrientes.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la deuda

El costo de la deuda de la Compañía (K_b) se obtiene a partir del *yield to maturity* (“YTM”) del bono de plazo más largo emitido por la Sociedad, que corresponde a la tasa de mercado de los bonos y, de esa forma, el costo de la deuda vigente de la Compañía o la tasa a la que se podría endeudar la Compañía. Se hace presente que se pudo haber considerado la tasa del endeudamiento bancario de la Compañía que es mucho más relevante en términos de su financiamiento, sin embargo, no se cuenta con información suficiente que permita calcular una tasa que refleje correctamente este financiamiento. Teniendo lo anterior presente, el bono de la Serie F (nemotécnico BKOEM-F), emitido en septiembre de 2014, a treinta años, es el único bono y la deuda financiera de más largo plazo de la Compañía. El YTM de este bono al 30 de septiembre de 2021 es de **3,49%**. Luego lo calculamos a su valor después de aplicar impuestos, considerando la tasa de impuesto corporativo, la que actualmente corresponde a una tasa de 27% (Ley sobre Impuesto a la Renta, 2022), sin preverse cambios respecto de esta, obteniendo de esta forma un costo de la deuda después de impuestos de **2,55%**.

$$K_b = YTM \times (1 - t_c)$$
$$K_b = 3,49\% \times (1 - 27\%) = 2,55\%$$

Donde: K_b es el costo de la deuda, YTM es la tasa de mercado de la deuda de los bonos de largo plazo de la Compañía, t_c es la tasa de impuesto corporativo.

4.2. Estimación del beta patrimonial

El beta patrimonial se ha calculado considerando los retornos de la acción serie B de la Compañía⁸, y los del Índice General de Precios de Acciones (“IGPA”), para periodos semanales

⁸ Como ya se ha señalado, las acciones de la Serie A presentan una presencia bursátil mínima y no se han considerado sus retornos para efectos de esta valorización.

calculados utilizando la división de sus logaritmos naturales, para los últimos cinco años de cada periodo que finaliza en septiembre de 2019, 2020 y 2021, ambos inclusive, mediante el cálculo de una regresión lineal. Se considera este plazo para el cálculo para evitar las distorsiones de los últimos tres años, marcados en Chile fuertemente por el estallido social, la pandemia, y los retiros de las AFP.

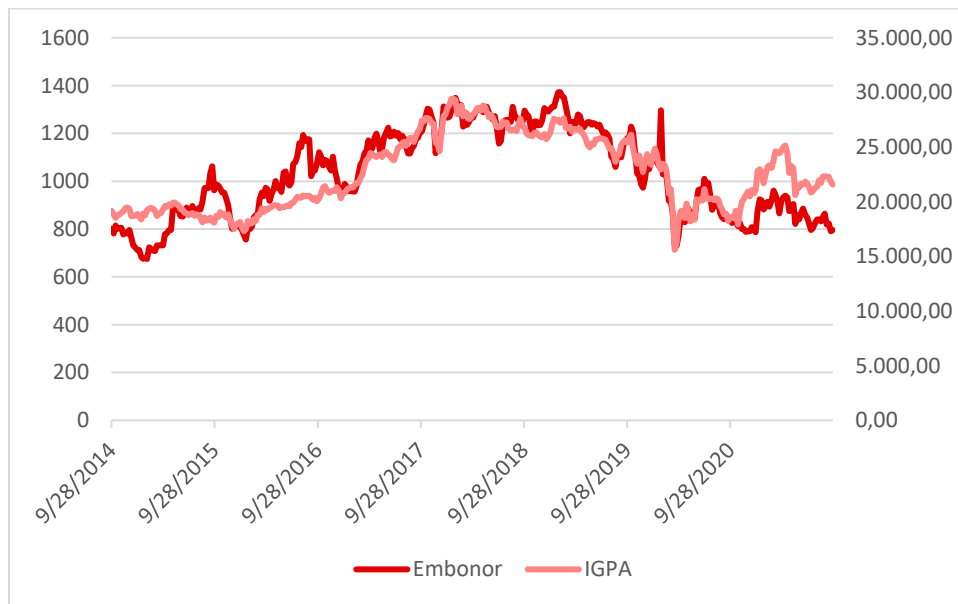
Para estos efectos se utiliza el modelo de mercado que se indica a continuación:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta_p^{c/d} \times R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde: $R_{t,i}$ es el retorno semanal de la acción Serie B de la Compañía, $R_{t,m}$ es el retorno semanal del índice de mercado IGPA, $\beta_p^{c/d}$ es el beta de la acción (apalancado) y $\varepsilon_{t,i}$ es el término de error.

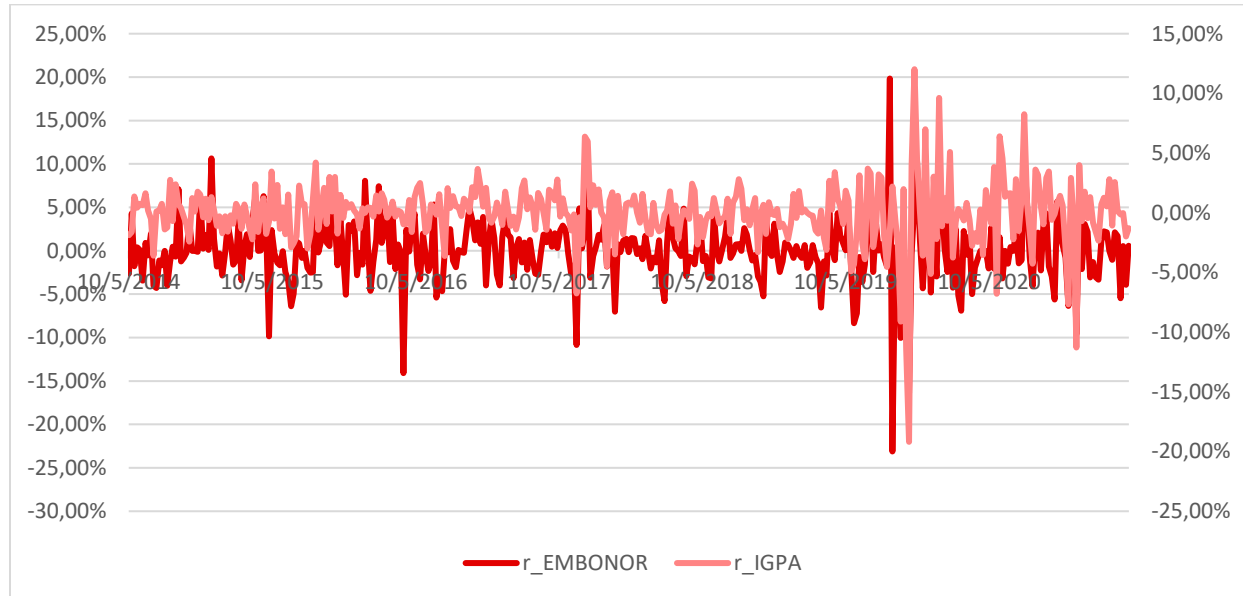
Antes de aplicar el modelo revisamos el comportamiento de la acción Serie B de la Compañía y del IGPA para los últimos 7 años, los que se muestran a continuación en el Gráfico 7 medidos como precios semanales y en el Gráfico 8 como retornos semanales.

Gráfico 7. Precios de la acción Serie B de la Compañía y del IGPA entre octubre de 2014 y septiembre de 2021



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8. Retornos de la acción Serie B de la Compañía y del IGPA entre octubre de 2014 y septiembre de 2021



Fuente: Elaboración propia

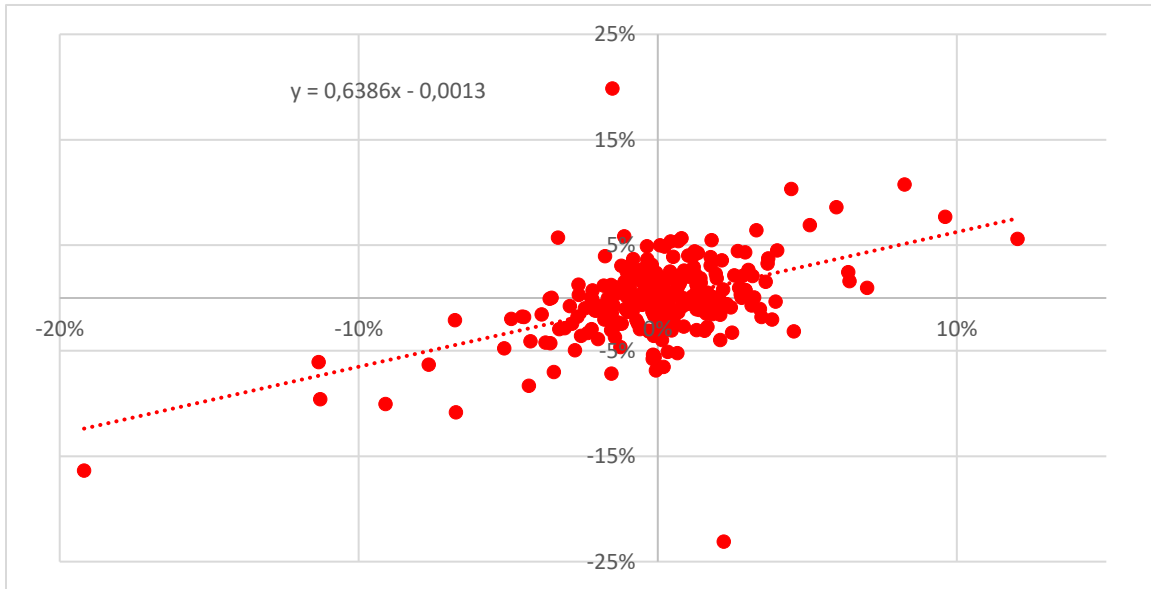
Luego, en la Tabla 12 a continuación se resumen los betas calculados para los periodos de septiembre de 2021, 2020 y 2019, todos los cuales presentan valores p que dan cuenta de la significancia de las regresiones. Se agrega también el Gráfico 9 que muestra el beta del período de septiembre de 2021, que utilizaremos para la estimación del costo de capital.

Tabla 12. Beta de la acción

	9/30/2021	9/30/2020	9/30/2019
Beta de la acción	0,6386	0,6529	0,6229
p-value	0,0000%	0,0000%	0,0000%
Nº Observaciones	261	261	261
R ²	23,98%	19,74%	10,95%
Presencia Bursátil	75,22%	78,61%	80,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de precios de acciones e índice IGPA descargados de plataforma Investing.com y de https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil

Gráfico 9. Beta de la acción para septiembre de 2021



Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 12 podemos ver también que el beta de la acción Serie B revela una acción que tiene una relación positiva con el resto de las acciones del mercado chileno, aunque al ser menor a 1 se concluye que la variación de los retornos de la acción será menor que la del mercado chileno.

Dicha tabla también muestra la presencia bursátil de la acción Serie B, la que se ha calculado en consideración al promedio de la presencia alcanzada en los últimos seis semestres (lo anterior considerando que la presencia bursátil considera ese período para su cálculo), la que revela ser moderada y no alcanzar el 100% en ningún período, mostrando además una tendencia a la baja desde el año 2019, es decir, se trata de una acción que ha perdido liquidez, lo que debe ser considerado cuando calculemos la tasa de descuento de la valorización.

El beta calculado es inferior al beta que propone la base de datos Eikon para la Compañía, de un 0,78⁹. Es también inferior al calculado para la industria de las bebidas no alcohólicas por el Profesor Damodarán, que corresponde a un beta de 0,92, el que obtiene del promedio de 32 firmas entre 2017 y 2022 (Damodaran, Damodaran Online, 2021). Sin perjuicio de lo señalado, es un beta consistente al que presenta The Coca-Cola Company, su principal competidor, y es superior al promedio de la industria, según se muestra en la Tabla 13 a continuación.

Tabla 13. Betas de las empresas comparables

Comparables	Beta
Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V. (NYSE:KOF)	0,85
Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V. (BMV:FEMSA UBD)	0,46
Arca Continental, S.A.B. de C.V. (BMV:AC *)	0,28
The Coca-Cola Company (NYSE:KO)	0,66
Compañía Cervecerías Unidas S.A. (SNSE:CCU)	0,39
Embotelladora Andina S.A. (SNSE:ANDINA-B)	0,32
Promedio	0,49

Fuente: Elaboración propia a partir de precios de acciones e índice IGPA descargados de plataforma Investing.com y de https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil

4.3. Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda de la Compañía se obtiene desapalancando el beta patrimonial que hemos estimado en la sección 4.2 anterior, utilizando la fórmula de Hamada (Hamada, 1972), en tanto la empresa tiene un muy bajo riesgo del incumplimiento según revela su clasificación de riesgo de AA. Si bien no se trata de la clasificación más alta, su probabilidad de default estimada es de 0,04%, mientras que la clasificación más alta presenta una probabilidad de 0,02%, de manera que la diferencia es marginal (Chan-Lau, 2010).

⁹ Se hace presente que Eikon considera un periodo de 5 años para el cálculo de los betas.

Para estos efectos se utiliza el beta patrimonial referido, la tasa de impuestos aplicable al período, que corresponde a un 27% en Chile y el B/P histórico del período 2017 a 2021 que se presentó en la Tabla 10 para el cálculo del beta:

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d}}{((1 - t_c) \times B/P + 1)}$$

Donde: $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativa histórica y B/P es la estructura de capital histórica promedio.

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,6386}{((1 - 27\%) \times 42,45\% + 1)} = 0,4875$$

De conformidad a la fórmula anterior, el beta patrimonial sin deuda de la Compañía es de **0,4875**.

4.4. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Habiendo calculado el beta patrimonial desapalancado, es necesario reapalancarlo considerando la estructura de capital objetivo propuesta en la sección 3.4, de 25%, para cuyos efectos utilizamos la fórmula de Hamada nuevamente:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \times ((1 - t_c) \times B/P + 1)$$

Donde: $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativa histórica y B/P es la estructura de capital histórica promedio.

$$\beta_p^{c/d} = 0,4875 \times ((1 - 27\%) \times 25\% + 1) = 0,5719$$

Así, el beta patrimonial con estructural de capital objetivo de la Compañía es de **0,5719**.

4.5. Costo patrimonial

A continuación se estima el costo patrimonial, para cuyos efectos se considera la tasa libre de riesgo utilizada en esta valoración, el beta patrimonial con estructura de capital objetivo calculado en la sección 3.4 y una prima por riesgo de mercado.

Se considera como tasa libre de riesgo la tasa del BCU a 30 años en Unidades de Fomento a la fecha de valoración, que corresponde a **2,63%**. Como prima por riesgo de mercado se utiliza el equity risk premium calculado por el Profesor Damodarán para Chile a julio de 2021 (Damodaran, Damodaran Online, 2021), que es de **4,97%**.

Ahora bien, como hemos señalado anteriormente, la acción Serie B de la Compañía no alcanza una presencia bursátil del 100%, de manera que se hace necesario considerar una prima adicional. En este contexto, la acción Serie B de la compañía mantiene una baja participación en el IGPA (mantiene solo un 0,6%), y no participa del IPSA, habiendo sido rankeada en el puesto 48 de 100 en un estudio de mercado llevado a cabo por la Bolsa de Santiago para el año 2020 (Bolsa de Santiago, 2021).

Como consecuencia de lo anterior, se considera pertinente aplicar un *small-cap premium* que recoja este factor, para cuyos efectos se propone una tasa de **3,54%** como valor máximo a aplicar (Damodaran, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2021 Edition, 2021), el que tomaremos para efectos de esta valoración en consideración de la poca profundidad y menor tamaño que tiene el mercado chileno (The Global Economy). Se hace presente que el autor cuestiona la existencia de este tipo de primas en el mercado estadounidense por tratarse de empresas que en el corto plazo crecen y que se asocia fuertemente a los retornos de las empresas pequeñas en el mes de enero y tiende a corregirse el resto del año, sin embargo, también reconoce que es una prima que existe en países con un nivel distinto de desarrollo.

Así, el costo patrimonial se calcula de la siguiente forma:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \times PRM + Small\ Cap\ Premium$$

Donde: K_p es el costo patrimonial, R_f es la tasa libre de riesgo, $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con estructura de capital objetivo, PRM es el premio por riesgo de mercado, *Small Cap Premium* corresponde a la prima por baja capitalización de mercado de la Compañía y corresponde a un factor de descuento en consideración a que no sé tiene claridad acerca de qué sucederá con los derechos de agua de la Compañía.

$$K_p = 2,63 + 0,5765 \times 4,97\% + 3,54\% = 9,03\%$$

Aplicando el modelo podemos obtener un costo patrimonial de **9,03%**. Se hace presente que no se considera un ajuste por inflación pues la valorización se está efectuando en Unidades de Fomento.

4.6. Costo de capital promedio ponderado

Finalmente, estimamos el costo de capital promedio ponderado, comúnmente conocido como WACC, por sus siglas en inglés (*Weighted Average Cost of Capital*), que corresponde a:

$$K_0 = K_p \times \frac{P}{V} + K_b \times \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 9,03\% \times 80\% + 2,55\% \times 20\% = 7,74\%$$

Donde: K_0 es el costo de capital promedio ponderado, K_p es el costo patrimonial, $\frac{P}{V}$ es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo), K_b es el costo de la deuda después de impuestos, y $\frac{B}{V}$ es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

De esta forma, se propone un costo de capital de **7,74%**, el que considera, como se ha señalado, una tasa de la deuda después de impuestos calculada en base a la tasa en que se tranzan los bonos de largo plazo de la Compañía a la fecha de la valorización, y un costo patrimonial que se

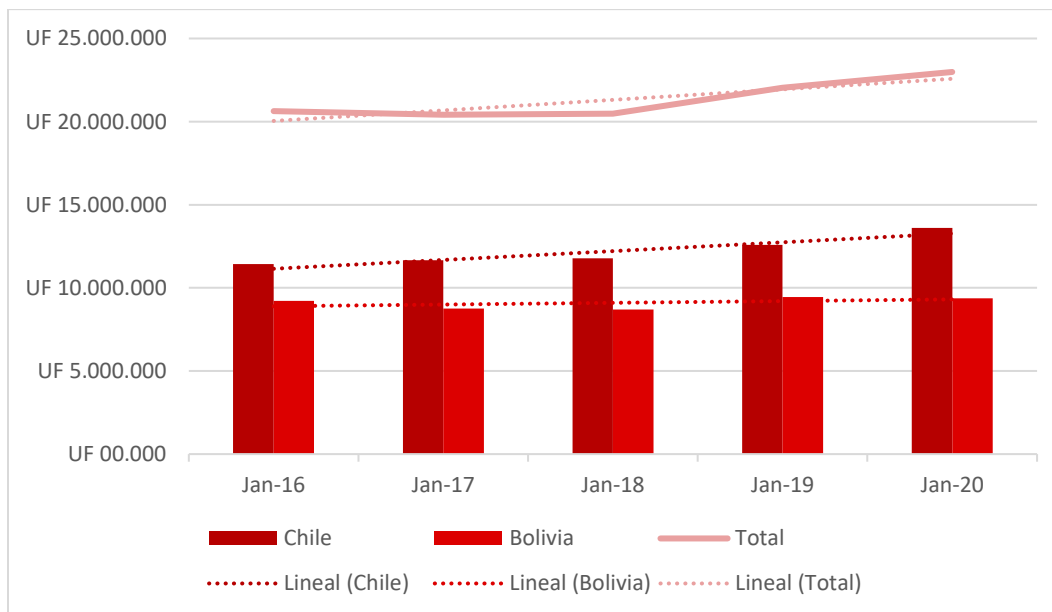
ha calculado a partir del beta de las acciones respecto del índice IGPA para el mismo periodo, una tasa libre de riesgo para bonos en Unidades de Fomento de 30 años, pues la valorización se está efectuando en esa unidad de medida, una estructura de capital objetivo adecuada según la industria, una prima por riesgo país estándar y una prima por baja capitalización de mercado.

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1. Análisis de crecimiento de la Compañía

El Gráfico 10 que se presenta a continuación resume los ingresos de la Compañía según segmento geográfico, por periodos anuales, durante el plazo en estudio. En términos generales, los ingresos de Chile presentan un crecimiento más intenso que los de Bolivia. Un detalle de los ingresos, ganancias, activos y pasivos por segmento geográfico se incluye en la Tabla 14 más adelante.

Gráfico 10. Ingresos separados por segmento geográfico



Fuente: Elaboración propia

Tabla 14. Ingresos, ganancia, activos y pasivos por segmento

En UF	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Sep-21
Ingresos					
Chile	11.652.191	11.776.544	12.583.710	13.610.951	15.025.461
Bolivia	8.760.048	8.697.656	9.456.615	9.375.415	6.228.135
Total	20.412.239	20.474.201	22.040.325	22.986.366	21.253.596
Ganancia					
Chile	1.824.615	1.143.757	1.157.162	1.382.136	1.483.339
Bolivia	811.139	1.050.202	1.082.400	1.443.515	980.181
Total	2.635.755	2.193.959	2.239.562	2.825.651	2.463.520
Activos					
Chile	21.235.850	21.506.476	22.296.508	23.154.984	24.462.011
Bolivia	8.441.063	9.694.593	11.558.342	11.660.696	12.552.046
Ajuste	-2.825.191	-3.218.211	-3.517.515	-3.399.564	-3.821.844
Total	26.851.722	27.982.858	30.337.336	31.416.116	33.192.214
Pasivos					
Chile	8.041.588	7.931.891	8.532.925	8.708.639	8.918.467
Bolivia	5.615.839	6.476.345	8.040.787	8.261.093	8.730.158
Total	13.657.427	14.408.236	16.573.712	16.969.731	17.648.626

Fuente: Elaboración propia

Es posible además revisar qué porcentaje del total representa cada segmento geográfico, según se muestra en la Tabla 15 que se agrega, la que muestra que en promedio, y salvo por los pasivos en septiembre de 2021, la operación en Chile compone la mayor parte de los ingresos, ganancias, activos y pasivos de la Compañía.

Tabla 15. Ingresos, ganancia, activos y pasivos por segmento, en términos porcentuales

En %	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Sep-21	Prom. 17 - 20
Ingresos						
Chile	57,08%	57,52%	57,09%	59,21%	59,39%	57,26%
Bolivia	42,92%	42,48%	42,91%	40,79%	40,61%	42,74%
Ganancia						
Chile	69,23%	52,13%	51,67%	48,91%	62,03%	52,17%
Bolivia	30,77%	47,87%	48,33%	51,09%	37,97%	47,83%
Activos						
Chile	71,56%	68,93%	65,86%	66,51%	65,95%	69,11%
Bolivia	28,44%	31,07%	34,14%	33,49%	34,05%	30,89%
Pasivos						
Chile	58,88%	55,05%	51,48%	51,32%	47,99%	55,89%
Bolivia	41,12%	44,95%	48,52%	48,68%	52,01%	44,11%

Fuente: Elaboración propia

Por su parte, la Tabla 16 a continuación muestra el crecimiento de los ingresos, ganancia, activos y pasivos de la Compañía por segmento.

Tabla 16. Crecimiento de ingresos por segmento

Crecimiento (en UF, %)	Dec. 16 - Dec. 17	Dec. 17 - Dec. 18	Dec. 18 - Dec. 19	Dec. 19 - Dec. 20	Sep. 20 - Sep 21	Promedio
Ingresos						
Chile	3,75%	3,96%	9,74%	11,07%	71,15%	3,9%
Bolivia	-3,24%	2,13%	11,66%	1,80%	3,74%	0,2%
Total	0,63%	3,18%	10,56%	7,09%	43,77%	1,9%

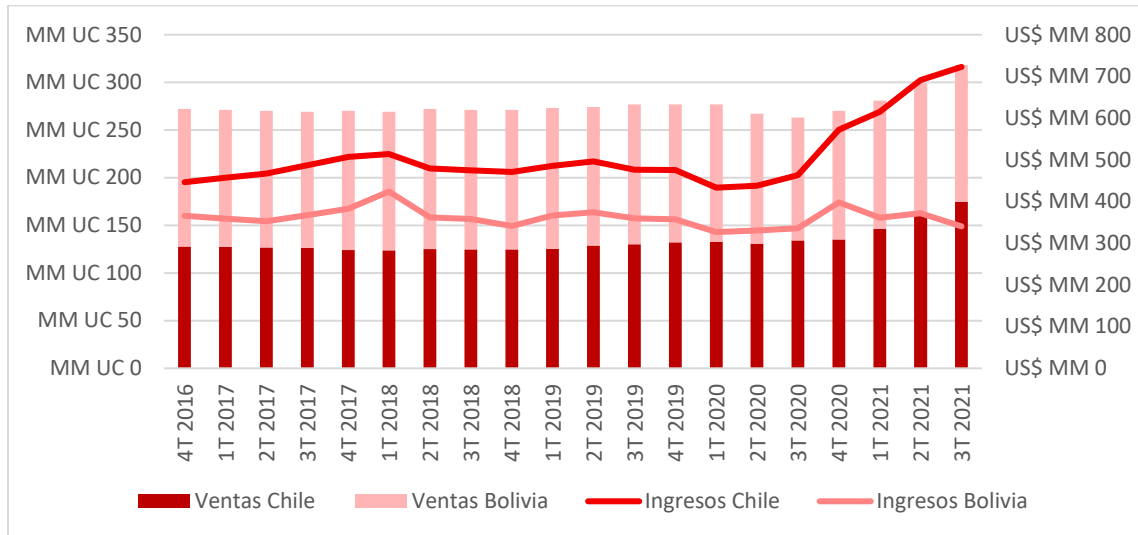
Fuente: Elaboración propia

Según se muestra en la tabla y gráficos incorporados, los ingresos en Chile presentan mayores incrementos y ganancias que en Bolivia, mientras que en Bolivia se han incrementado los activos y la deuda en mayor medida que en Chile. El comparado entre el período de septiembre de 2020 a septiembre de 2021 muestra relevantes variaciones en todos los aspectos revisados, muy por sobre los promedios del periodo 2017 a 2020, lo que puede ser explicado por los efectos de la pandemia y cuarentenas en la industria una vez levantadas. Los periodos 2018 a 2019 también muestran crecimientos por sobre los niveles anteriores, lo que puede deberse al año 2018, el que fue un año de estancamiento para la Compañía.

Es posible además acceder a información trimestral acerca de las ventas, medidas en UC, separadas por segmento, la que considera los ingresos de los últimos 12 meses para cada período, la que se agrega en el Gráfico 11 a continuación, y respecto de la cual se puede informar un promedio de crecimiento de 1,72% en Chile y de un -0,01% en Bolivia para el periodo 2017 a septiembre de 2021, de manera que la tendencia de ventas es al alza para Chile y a la baja para Bolivia.

El Gráfico 11 a continuación también muestra la tendencia de ingresos del mismo periodo (líneas), y se puede observar la misma tendencia que para las ventas. Respecto de los ingresos de cada trimestre, considerando el periodo de 12 meses anterior, se informa un crecimiento promedio de 2,78% para Chile y uno de -0,10% para Bolivia.

Gráfico 11. Ventas e ingresos medidos trimestralmente para periodos de 12 meses



Fuente: Elaboración propia

Es importante señalar que desde el tercer trimestre de 2020 los ingresos en Chile han presentado un crecimiento distinto al tendencial, el que puede explicarse por las inyecciones de capital que se han efectuado en la economía a propósito de los retiros de los fondos de pensiones y la entrega del ingreso familiar de emergencia, los que han incrementado la capacidad de las personas y familias chilenas para consumir.

Adicionalmente, la Compañía ha publicado información desagregada según categoría de producto de los ingresos por país hasta el año 2019, medida en millones de Dólares de los Estados Unidos de América, la que se resume en la Tabla 17 a continuación y cuyas tasas de crecimiento se incorporan en la Tabla 18 siguiente, y respecto de las cuales se señala que, en promedio, las categorías de bebidas gaseosas, bebidas no carbonatadas y aguas en Chile han presentado crecimiento total de 2,5% anual, mantenido todas las categorías tasas positivas de crecimiento, aunque sin regularidad. Por otra parte, en Bolivia se presenta un crecimiento promedio total negativo de un -0,4%, el que se provoca principalmente por la tasa negativa del año 2018 en bebidas carbonatadas y en aguas. En ambos segmentos geográficos los principales descensos se producen entre los años 2017 y 2018.

Tabla 17. Ingresos por categoría

Ingresos por Categoría (US\$ MM)	2017	2018	2019
Chile			
Bebidas Gaseosas (SSD)	405,84	367,35	366,36
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	45,66	47,10	47,58
Aguas	55,80	56,52	61,85
Total	507,30	470,96	475,79
Bolivia			
Bebidas Gaseosas (SSD)	325,30	283,06	293,20
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	7,65	13,64	14,30
Aguas	49,75	44,34	50,06
Total	382,70	341,04	357,56
Total	890,00	812,00	833,35

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18. Variación ingresos por categoría

Crecimiento Ingresos por Categoría (US\$ MM)	2016-2017	2017-2018	2018-2019	Promedio
Chile				
Bebidas Gaseosas (SSD)	12,19%	-9,48%	-0,27%	0,8%
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	13,59%	3,15%	1,03%	5,9%
Aguas	24,95%	1,28%	9,44%	11,9%
Total	13,59%	-7,16%	1,03%	2,5%
Bolivia				
Bebidas Gaseosas (SSD)	3,52%	-12,98%	3,58%	-2,0%
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	4,73%	78,23%	4,84%	29,3%
Aguas	13,46%	-10,89%	12,91%	5,2%
Total	4,73%	-10,89%	4,84%	-0,4%
Total	9,61%	-8,76%	2,63%	1,2%

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, podemos revisar el crecimiento según categoría de producto vendidos, señalando al efecto que desde el 2017 la Compañía ha mantenido un incremento constante en las UC vendidas en Chile, y un decrecimiento el Bolivia, las que se presentan en la Tabla 19 a continuación, según categoría de producto. La Tabla 20 que se incorpora luego muestra las variaciones del mismo periodo según categoría de producto, destacando el incremento de las aguas por sobre las bebidas gaseosas y las no carbonatadas en ambos países.

Tabla 19. Volumen UC por categoría

Ventas por Categoría (MM UC)	2017	2018	2019	2020
Chile				
Bebidas Gaseosas (SSD)	99,36	97,23	101,79	104,70
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	11,18	12,47	13,22	13,00
Aguas	13,66	14,96	17,19	17,00
Total	124,20	124,66	132,20	134,70
Bolivia				
Bebidas Gaseosas (SSD)	123,93	121,46	118,65	109,50
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	2,92	5,85	5,79	8,20
Aguas	18,95	19,02	20,26	17,60
Total	145,80	146,34	144,70	135,30
Total	270,00	271,00	276,90	270,00

Fuente: Elaboración propia

Tabla 20. Variación volumen UC por categoría

Crecimiento Ventas por Categoría (MM UC)	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	Promedio
Chile					
Bebidas Gaseosas (SSD)	-4,05%	-2,14%	4,69%	2,85%	0,3%
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	-2,85%	11,52%	6,05%	-1,66%	3,3%
Aguas	6,87%	9,49%	14,89%	-1,08%	7,5%
Total	-2,85%	0,37%	6,05%	1,89%	1,4%
Bolivia					
Bebidas Gaseosas (SSD)	-0,04%	-1,99%	-2,31%	-7,71%	-3,0%
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	1,14%	100,74%	-1,12%	41,67%	35,6%
Aguas	9,57%	0,37%	6,49%	-13,12%	0,8%
Total	1,14%	0,37%	-1,12%	-6,50%	-1,5%
Total	-0,74%	0,37%	2,18%	-2,49%	-0,2%

Fuente: Elaboración propia

En tanto la mayor parte de las ventas la componen las bebidas gaseosas, según se muestra en la Tabla 21 a continuación, éstas representan en promedio de los años 2016 a 2019¹⁰ un 78,3% de las ventas en Chile y un 83,3% de las ventas en Bolivia, analizamos el crecimiento de esta categoría en específico, detectando un crecimiento leve en Chile y un decrecimiento más intenso en Bolivia, medido a través de ventas, según muestra el Gráfico 12 siguientes. El crecimiento

¹⁰ No se cuenta con esta información para el año 2020.

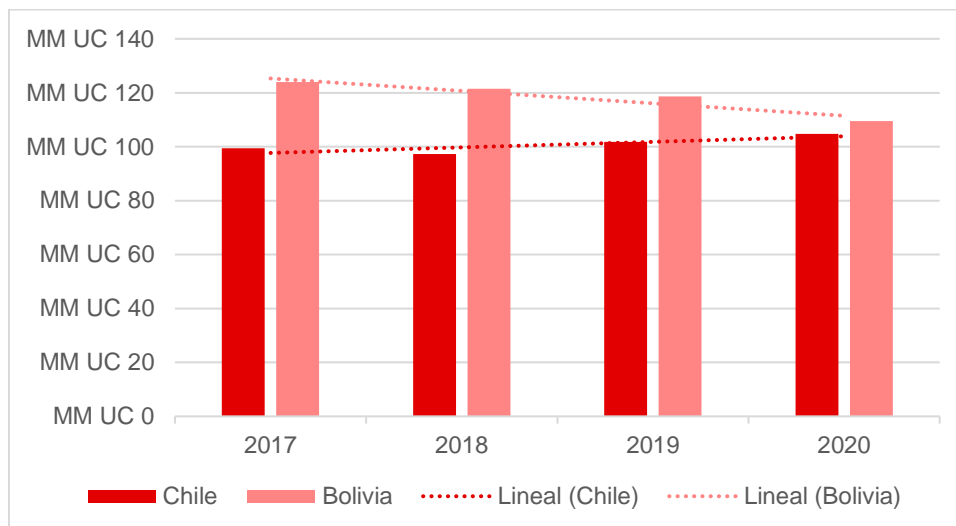
promedio de los ingresos de esa categoría corresponde a un 0,8% en Chile y a un -2,0% en Bolivia, y si consideramos ventas es de 0,3% en Chile y de -3,0% en Bolivia.

Tabla 21. Porcentajes de ventas por categoría.

Ventas por Categoría (% del Total)	2017	2018	2019	Promedio
Chile				
SSDs	80,0%	78,0%	77,0%	78,3%
NCBs	9,0%	10,0%	10,0%	9,7%
Aguas	11,0%	12,0%	13,0%	12,0%
Bolivia				
SSDs	85,0%	83,0%	82,0%	83,3%
NCBs	2,0%	4,0%	4,0%	3,3%
Aguas	13,0%	13,0%	14,0%	13,3%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 12. Ventas de Bebidas Gaseosas en Chile y Bolivia.

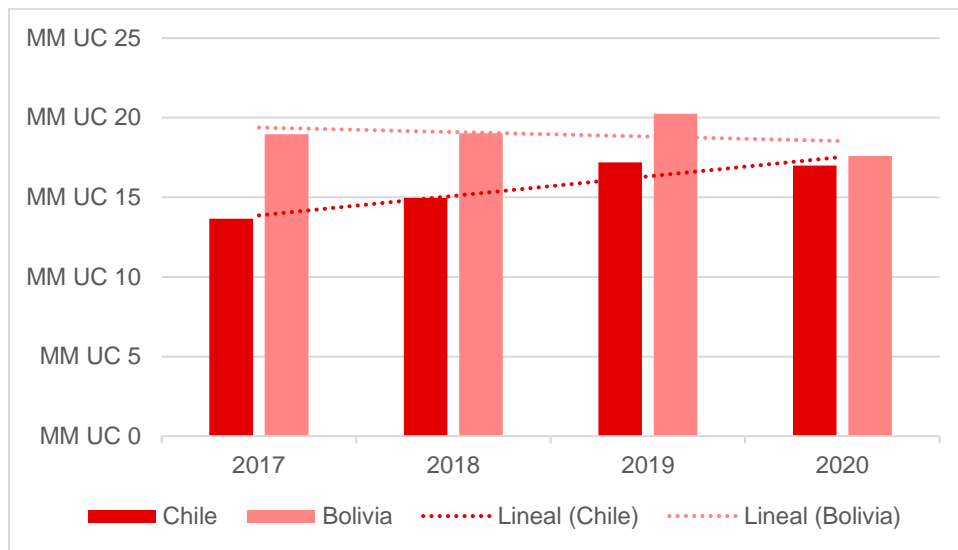


Fuente: Elaboración propia

El decrecimiento anterior se contrarresta con el crecimiento en la categoría Aguas, para ambos países, categoría que como ya se mostró en la Tabla 21 anterior, ha incrementado su porción en los ingresos, de manera que revisamos este segmento, cuyas ventas se presentan en el Gráfico

13 siguiente, el que muestra la importante tendencia al alza de esta categoría, más incrementada en los ingresos de Chile que de Bolivia, y que muestra también un relevante aumento en las ventas en Chile, aunque no en Bolivia. El crecimiento promedio de las ventas de esa categoría corresponde un 7,5% en Chile y de 0,8% en Bolivia.

Gráfico 13. Ventas de Aguas en Chile y Bolivia.



Fuente: Elaboración propia

La categoría de Bebidas no Carbonatadas y el resto de categorías menores (energizantes, isotónicas, néctares) otras bebidas muestra conductas irregulares en el periodo en estudio y no se revisarán con profundidad pues no muestran tendencias.

Lo anterior permite señalar que el mix de productos de la Compañía ha sufrido y sufrirá cambios en su composición, disminuyendo la venta de gaseosas y aumentando la de aguas. Lamentablemente no hay información publicada que permita evaluar un impacto en ingresos en consideración a esta variación, lo que es una limitante de información de este informe.

Teniendo en consideración lo expuesto, se estima el crecimiento promedio de los ingresos totales considerando los promedios de ingresos de los 12 meses anteriores al cierre de cada trimestre

para Chile y Bolivia, sin considerar datos *outliers* como lo son los correspondientes al intenso decrecimiento del primer trimestre de 2020, o el intenso crecimiento del cuarto trimestre de 2020 producido por los factores ya señalados. En el caso de Bolivia no consideraremos los datos de 2021 disponibles pues también escapan a la tendencia. Así, se propone un crecimiento de 2,25% para el caso de Chile y 0,21% para Bolivia, y un crecimiento del 1,08% en global. Se hace presente que la tasa que se considera para el total sí considera los datos que no se consideraron para Bolivia y sí para Chile, pues no es posible separar los segmentos para estos efectos.

Finalmente, se revisa además la partida “otros ingresos por función”, la que se compone de ingresos varios y venta de elementos en desuso o desechos, resultando ser menos del 1% de los ingresos totales, según muestra la Tabla 22 a continuación.

Tabla 22. Otros ingresos por función

En UF	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Sep-21
Otros ingresos por función (UF)					
Ingresos varios operacionales	<i>sin inf.</i>	<i>sin inf.</i>	2.791	5.626	2.461
Venta de elementos en desuso	<i>sin inf.</i>	<i>sin inf.</i>	14.431	1.963	14.265
Venta de desechos	<i>sin inf.</i>	<i>sin inf.</i>	388	10.226	0
Total	15.755	7.356	17.610	17.816	16.726
% sobre ingresos	0,08%	0,04%	0,08%	0,08%	0,08%

Fuente: Elaboración propia

5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la Compañía

Los costos y gastos operacionales de la Compañía se presentan en la Tabla 23 y en el Gráfico 14 que se agregan a continuación, con indicación del total neto de depreciación correspondiente a cada costo y gasto, en los que es posible ver que los costos de venta y distribución y gastos de administración muestran una tendencia al alza en el periodo que se analiza, lo que se explica por la mayor demanda y mayores ventas indicados en la sección 5.1 anterior. Adicionalmente es posible señalar que los costos de ventas representan la mayor parte de los costos y gastos operacionales de la compañía, y que los gastos de administración son la proporción menor. Es

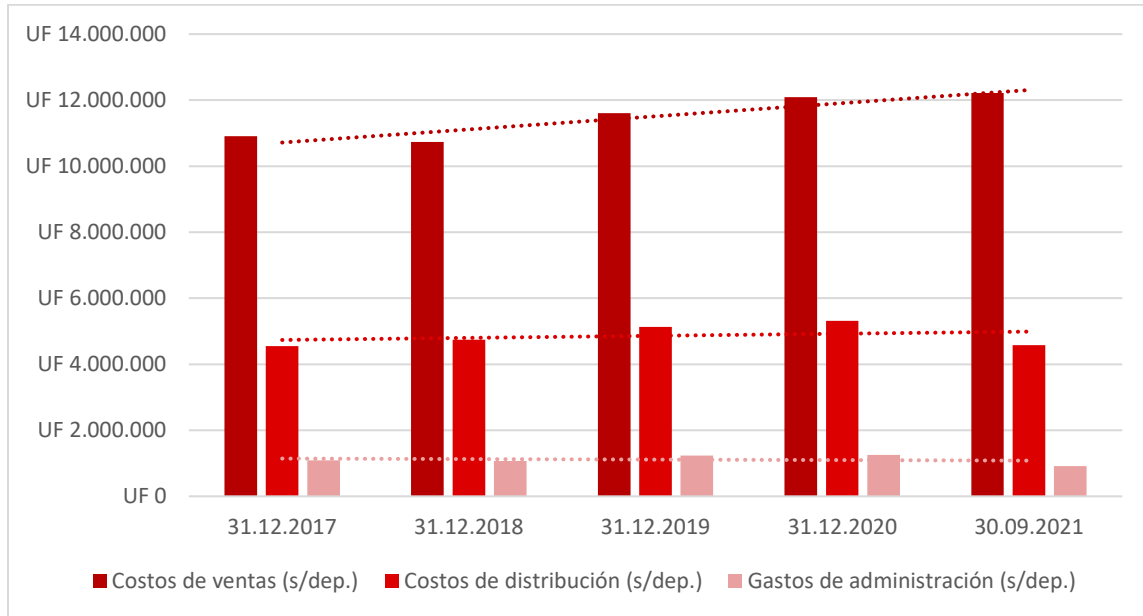
importante destacar que los costos de venta presentan una tendencia al alza mientras que los costos de distribución y los gastos de distribución se presentan más estables.

Tabla 23. Desglose de costos y gastos operacionales

(en UF)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Costos de ventas					
Materias primas	7.335.340	7.008.687	7.325.407	6.996.181	5.335.074
Costos adquisición	1.349.385	1.507.412	1.629.710	1.667.473	1.579.946
Mano de obra	1.074.533	1.039.102	1.153.269	1.097.365	812.574
Depreciación	989.871	1.045.965	979.851	1.047.071	738.409
Otros	1.150.618	1.178.789	1.495.154	2.327.369	4.493.737
Total	11.899.746	11.779.954	12.583.392	13.135.459	12.959.740
Total (netos de depreciación)	10.909.875	10.733.989	11.603.540	12.088.388	12.221.331
Costos de distribución					
Mano de obra	1.361.512	1.509.480	1.708.693	1.706.241	1.401.306
Publicidad	522.462	442.106	745.619	629.365	538.942
Fletes	2.012.255	2.067.753	2.248.619	2.213.186	1.823.131
Depreciación	170.308	300.344	343.479	384.158	281.314
Otros	649.943	725.776	428.273	764.559	815.323
Total	4.716.480	5.045.459	5.474.684	5.697.509	4.860.016
Total (netos de depreciación)	4.546.172	4.745.114	5.131.204	5.313.351	4.578.702
Gastos de administración					
Mano de obra	666.688	616.017	728.472	686.508	520.999
Honorarios, viajes, estadías	328.605	357.363	400.389	495.901	330.859
Depreciación	46.890	68.695	60.130	68.962	44.767
Otros	95.437	94.132	102.100	76.500	65.870
Total	1.137.620	1.136.207	1.291.092	1.327.870	962.494
Total (netos de depreciación)	1.090.730	1.067.513	1.230.962	1.258.908	917.727
Total costos y gastos (netos de dep.)	16.546.776	16.546.616	17.965.706	18.660.647	17.717.761

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 14. Costos y gastos operacionales totales



Fuente: Elaboración propia

Los costos de ventas se componen de los costos de adquisición de materias primas y existencias, insumos, mano de obra, y también de los costos de producción de los productos, incluyendo aquellos necesarios para dejar las existencias en ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, entre ellos los aranceles aduaneros de importación y otros impuestos no recuperables, así como los costos de transporte y manipulación, todos los cuales se informan en los estados financieros netos de descuentos obtenidos. Las principales materias primas que se utilizan en la manufactura de los productos consisten en: azúcar, botellas (vidrio y plástico retornable) y preformas PET, cajas plásticas, tapas, etiquetas y gas carbónico. Otros insumos relevantes son aguas, jugos, latas y licores. La depreciación de los costos de ventas corresponde a la de los equipos de producción y ajustes de inventario (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Por su parte, los costos de distribución contienen los gastos necesarios para la entrega de los productos a los clientes de la Compañía, y se incluyen en esta categoría también los gastos de publicidad o marketing de los productos (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Finalmente, los gastos de administración se componen de las remuneraciones y compensaciones del personal de la compañía, incluyendo viáticos, y contienen además la depreciación de s propiedades, planta y equipo y las amortizaciones de activos no corrientes, así como todo otro gasto general o de administración (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Un resumen de los porcentajes que componen cada tipo de gasto y costo respecto de los costos y gastos operacionales se presenta en la Tabla 24 que se incluye a continuación, respecto de la cual destacamos la relevancia de las materias primas, cuyos costos componen casi la mitad de los costos y gastos operativos de la Compañía con un promedio de 41,24% en el periodo 2017 a 2020. Los fletes de distribución presentan la segunda mayor proporción de los gastos y costos totales y tienen un promedio de 12,26% de los gastos y costos totales para el periodo 21017 a 2020.

Tabla 24. Distribución de costos y gastos operacionales

Costos y gastos sobre total (%)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	Prom. 2017-2020
Costos de ventas						
Materias primas	44,33%	42,36%	40,77%	37,49%	30,11%	41,24%
Costos adquisición	8,15%	9,11%	9,07%	8,94%	8,92%	8,82%
Mano de obra	6,49%	6,28%	6,42%	5,88%	4,59%	6,27%
Otros	6,95%	7,12%	8,32%	12,47%	25,36%	8,72%
Costos de distribución						
Mano de obra	8,23%	9,12%	9,51%	9,14%	7,91%	9,00%
Publicidad	3,16%	2,67%	4,15%	3,37%	3,04%	3,34%
Fletes	12,16%	12,50%	12,52%	11,86%	10,29%	12,26%
Otros	3,93%	4,39%	2,38%	4,10%	4,60%	3,70%
Gastos de administración						
Mano de obra	4,03%	3,72%	4,05%	3,68%	2,94%	3,87%
Honorarios, viajes, estadías	1,99%	2,16%	2,23%	2,66%	1,87%	2,26%
Otros	0,58%	0,57%	0,57%	0,41%	0,37%	0,53%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

Finalmente se revisan los costos y gastos operacionales sobre los ingresos, los que representan en total y en promedio del período 2017 a 2020 un 81,14% de los ingresos totales. Un resumen y desglose por categoría se incluye en la Tabla 25 a continuación.

Tabla 25. Costos y gastos operacionales sobre ingresos

En % sobre ingresos	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	Prom. 2017-2020
Costos de ventas (s/dep)	53,45%	52,43%	52,65%	52,59%	57,50%	52,66%
Costos de distribución (s/dep)	22,27%	23,18%	23,28%	23,12%	21,54%	23,02%
Gastos de administración (s/dep)	5,34%	5,21%	5,59%	5,48%	4,32%	5,45%
Total (s/dep)	81,06%	80,82%	81,51%	81,18%	83,36%	81,14%

Fuente: Elaboración propia

5.3. Análisis del resultado no operacional de la Compañía

Respecto del resultado no operacional de la Compañía es posible señalar que en el período de análisis es negativo, y que se compone únicamente de partidas recurrentes. El principal componente de este resultado son los costos financieros de la deuda de la Compañía. Un desglose de las mismas se agrega en la Tabla 26 a continuación.

Tabla 26. Resultado no operacional

(en UF)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Ingresos Financieros	26.592	38.931	30.508	20.112	14.329
Costos financieros	-417.535	-400.822	-470.795	-529.190	-340.783
Participación ganancia asociadas contabiliz (método de participac.)	60.288	31.824	58.253	84.462	106.326
Diferencias de cambio	-17.432	75.788	-4.406	-100.942	66.181
Resultados por unidades de reajuste	-50.947	-84.230	-24.861	-35.142	-46.569
Total resultado no operacional	-399.033	-338.508	-411.301	-560.700	-200.515

Fuente: Elaboración propia

El resultado no operacional no es significativo respecto de los ingresos operacionales, representando un máximo de un 2,44% en el periodo en estudio, según se revela en la Tabla 27 siguiente.

Tabla 27. Resultado no operacional sobre ingresos

En % sobre ingresos	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	Promedio
Ingresos Financieros	0,13%	0,19%	0,14%	0,09%	0,07%	0,13%
Costos financieros	2,05%	1,96%	2,14%	2,30%	1,60%	2,13%
Participación ganancia asociadas contabiliz (método de participac.)	0,30%	0,16%	0,26%	0,37%	0,50%	0,30%
Diferencias de cambio	0,09%	0,37%	0,02%	0,44%	0,31%	0,24%
Resultados por unidades de reajuste	0,25%	0,41%	0,11%	0,15%	0,22%	0,27%
Total	1,95%	1,65%	1,87%	2,44%	0,94%	1,98%

Fuente: Elaboración propia

5.4. Análisis de márgenes de la Compañía

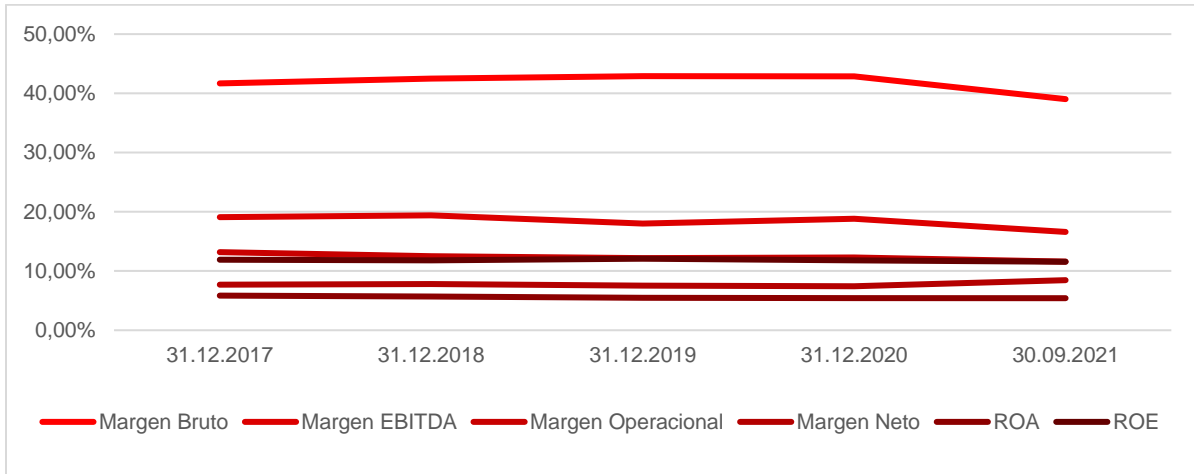
Los márgenes de la Compañía se presentan en la Tabla 28 siguiente, y se grafican en el Gráfico 15 a continuación. Es posible señalar que la Compañía presenta márgenes que se han comportado en forma estable en el tiempo.

Tabla 28. Márgenes de la Compañía

(en % sobre ingresos)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	Promedio
Margen Bruto	41,70%	42,46%	42,91%	42,86%	39,02%	42,63%
Margen EBITDA	19,11%	19,40%	18,04%	18,82%	16,60%	18,87%
Margen Operacional	13,19%	12,48%	12,16%	12,29%	11,59%	12,71%
Margen Neto	7,69%	7,82%	7,54%	7,43%	8,46%	7,59%
ROA	5,85%	5,72%	5,51%	5,44%	5,41%	5,69%
ROE	11,90%	11,80%	12,08%	11,82%	11,56%	11,84%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 15. Evolución de márgenes de la Compañía



Fuente: Elaboración propia

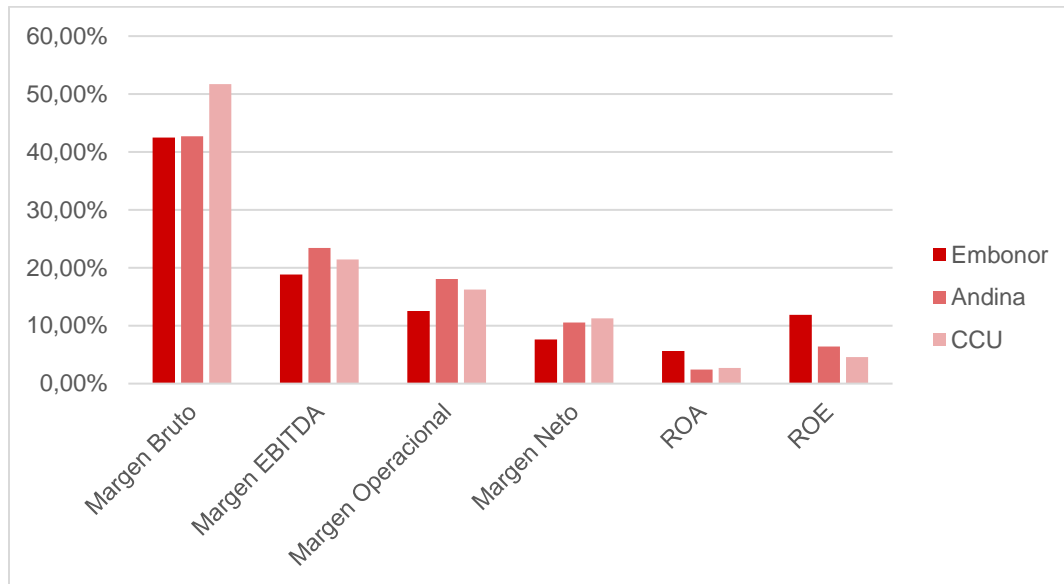
Los márgenes de la Compañía son consistentes con los de la industria, aunque presenta márgenes Bruto, EBITDA y Operacional inferiores a los de sus competidores Andina y CCU, y mantiene ROA y ROE por sobre sus competidores nacionales, de manera que la Compañía presenta una mayor eficiencia en la administración de sus activos y patrimonio, pero una inferior eficiencia en términos de gastos y costos, según se resume en la Tabla 29 siguiente y según se grafica en el Gráfico 16 a continuación.

Tabla 29. Resumen de márgenes de la Compañía y competidores nacionales

Promedio	Embonor	Andina	CCU
Margen Bruto	42,48% ↑	42,68% ↑	51,74%
Margen EBITDA	18,84% ↑	23,41% ↑	21,42%
Margen Operacional	12,53% ↑	18,09% ↑	16,25%
Margen Neto	7,62% ↑	10,56% ↑	11,26%
ROA	5,63% ↓	2,45% ↓	2,73%
ROE	11,90% ↓	6,40% ↓	4,61%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16. Resumen de márgenes de la Compañía y competidores nacionales



Fuente: Elaboración propia

Se agrega en el Anexo de este informe el estado de resultados de la Compañía para el periodo 2017 a septiembre de 2021 (Tabla 51), así como la indicación de dichas partidas sobre los ingresos en términos porcentuales (Tabla 52).

5.5. Análisis de los activos de la Compañía

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

Los activos de la Compañía a la fecha de valor se presentan en la Tabla 30 a continuación, con indicación de aquellos que son operacionales y los que no lo son.

Tabla 30. Desglose de activos de la Compañía

Activos presendibles e inversión en otros activos (en UF)	30.09.2021	Clasificación
ACTIVOS		
Activos Corrientes		
Efectivo y efectivo equivalente	2.514.515	Operacional
Act. financieros a valor razonable c/cambios en Res.	0	No operacional
Otros Activos Financieros Corrientes	1.406.263	No operacional
Otros Activos no Financieros Corrientes (Anticipos)	97.053	Operacional
Ctas. Com. x C y otras cuentas por cobrar corrientes, neto	2.417.531	Operacional
Deudores comerciales y otras CxC, neto	0	Operacional
CxC entidades relacionadas, neto	22.909	Operacional
Inventarios, neto	3.145.255	Operacional
Pagos anticipados	0	Operacional
Activos por impuestos corrientes	187.484	Operacional
Cuentas por cobrar impuestos	0	No operacional
Otros activos corrientes	0	No operacional
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	No operacional
Activos No Corrientes		
Otros Activos financieros no corrientes	576.025	No operacional
Otros Activos no financieros no corrientes	24.043	Operacional
Ctas. Com. x C y otras cuentas por cobrar no corrientes, neto	0	Operacional
Deudores comerciales y otras CxC, neto	0	Operacional
Derechos por cobrar no corrientes	0	Operacional
CxC entidades relacionadas, neto	0	Operacional
Inversiones en asociadas	1.842.401	Operacional
Plusvalía	4.801.773	Operacional
Activos intangibles distintos a la plusvalía,	148.183	Operacional
Propiedades Plantas y Equipos	14.369.101	Operacional
Propiedades de Inversión	46.567	Operacional
Activos por derecho de uso	112.664	Operacional
Activos por impuestos diferidos	1.480.444	No operacional
Pagos anticipados	0	Operacional
Otros activos no corrientes	0	No operacional

Fuente: Elaboración propia

Se incluyen las partidas de efectivo, pues se encuentra principalmente en cuentas bancarias de manera que permite suponer la Compañía la usa permanentemente de manera que se trata de activos necesarios para la generación de ingresos, y la de otros activos financieros corrientes pues se trata de los anticipos que paga la compañía a sus proveedores. En este contexto, la

Compañía mantiene un nivel de caja estable en el tiempo que nos permite alcanzar esta conclusión.

Se han descartado como activos operacionales los correspondientes a activos financieros corrientes y no corrientes, y los activos por impuestos diferidos, pues no son necesarios para la generación de ingresos de la Compañía.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

El capital de trabajo operativo neto (en adelante el “CTON”) de la Compañía se compone de la diferencia entre los activos corrientes operativos, según el desglose efectuado, y los pasivos corrientes operativos. Se hace presente que en los pasivos corrientes no se consideran los pasivos financieros (incluidos los arrendamientos), ni la partida de pasivos correspondiente a otros pasivos no financieros corrientes, pues corresponde a provisión por dividendos (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

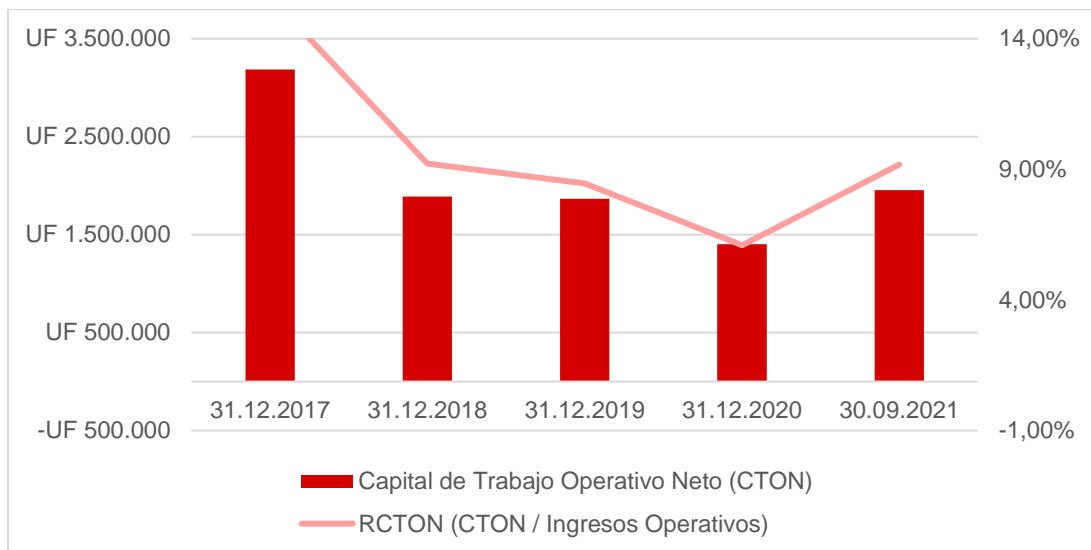
Se presenta a continuación en la Tabla 31 el CTON histórico de la compañía, y un promedio de los años 2017 a 2020, con indicación del ratio del CTON sobre los ingresos de la compañía, y el Gráfico 17 que muestra la evolución en el tiempo del mismo. El CTON promedio asciende a UF 2.084.097, y el ratio de CTON sobre ingresos promedio es de 8,84%.

Tabla 31. Capital de trabajo operativo neto

(en UF)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	Promedio
Activos Corrientes Operacionales						
Efectivo y efectivo equivalente	2.692.091	2.132.328	2.379.972	2.107.544	2.514.515	2.327.984
Ctas. Com. x C y otras cuentas por cobrar corrientes, neto	2.359.635	1.817.462	2.129.412	2.124.502	2.417.531	2.107.753
CxC entidades relacionadas, neto	24.153	20.826	19.674	23.085	22.909	21.935
Inventarios, neto	2.008.104	2.642.907	2.899.674	2.503.694	3.145.255	2.513.595
Activos por impuestos corrientes	203.682	186.499	179.632	156.828	187.484	181.660
Total Activos Corrientes Operacionales	7.287.665	6.800.022	7.608.363	6.915.654	8.287.695	7.152.926
Pasivos Corrientes Operacionales						
Otros pasivos no financieros Corrientes	266.256	334.859	279.855	289.493	317.862	292.616
CxP Comerciales y otras cuentas por pagar	3.366.847	4.117.018	4.865.144	4.642.271	5.251.701	4.247.820
CxP entidades relacionadas	246.394	261.581	349.340	198.466	318.500	263.945
Pasivos por Impuestos Corrientes	39.680	14.120	33.553	87.935	208.594	43.822
Provisiones por beneficios a los empleados	183.657	186.030	215.433	297.386	238.669	220.627
Total Pasivos Corrientes Operacionales	4.102.833	4.913.608	5.743.325	5.515.551	6.335.327	5.068.829
Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)	3.184.832	1.886.414	1.865.038	1.400.103	1.952.368	2.084.097
Ingresos Operativos	20.412.239	20.474.201	22.040.325	22.986.366	21.253.596	21.478.283
RCTON (CTON / Ingresos Operativos)	15,60%	9,21%	8,46%	6,09%	9,19%	8,84%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 17. Evolución de CTON y RCTON



Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar en el Gráfico 17, el CTON presentó una tendencia a la baja a contar del año 2018, produciéndose una tendencia al alza a contar del año 2021, la que se debe al incremento en la partida de activos correspondiente al efectivo y equivalentes y al inventario. El RCTON muestra una evolución similar pues los ingresos presentan una evolución inversa en el tiempo.

5.5.3. Inversiones

Respecto de las inversiones de la Compañía, a continuación en la Tabla 32 se presentan las sumas que se han destinado en el período histórico a las adiciones de propiedad, planta y equipos, y a la compra de activos intangibles, las que en este caso corresponden principalmente a derechos de aguas de Mamiña, Arica, Renca y ConCon, y a derechos de distribución de Ades. Se presentan también los montos correspondientes a la depreciación de la propiedad, planta y equipos de la Compañía, y a la amortización aplicable a los activos intangibles descritos (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Tabla 32. Inversiones de la Compañía

(en UF)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021	Promedio
Compras de Propiedad, planta y equipos	2.336.686	1.831.410	2.446.839	1.866.492	1.344.549	2.120.357
Compras de Activos intangibles	134.594	12	14	0	0	33.655
Total inversiones	2.471.280	1.831.422	2.446.853	1.866.492	1.344.549	2.154.012
% inversiones sobre ingresos	12,11%	8,95%	11,10%	8,12%	6,33%	10,07%
Depreciación	1.207.069	1.415.004	1.294.794	1.499.946	1.064.312	1.354.203
Amortización	1.002	1.148	1.002	975	707	1.032
Total depreciación y amortización	1.208.070	1.416.152	1.295.795	1.500.922	1.065.019	1.355.235
Ratio inversiones sobre dep. y amort.	2,05	1,29	1,89	1,24	1,26	1,62

Fuente: Elaboración propia

El ratio de inversiones sobre los ingresos de la Compañía ha disminuido en el periodo histórico, pues la empresa no ha hecho inversiones importantes sino que se ha dedicado a incrementar la

propiedad, planta y equipo a partir de construcciones sobre las mismas. La Compañía no ha informado nuevos planes de inversión.

La Tabla 32 también revela que, a pesar de que la empresa no ha efectuado inversiones relevantes, éstas si se encuentran por sobre la depreciación y amortización de los activos, de tal forma que el ratio de inversiones sobre depreciación y amortización se mantiene siempre sobre 1. Lo anterior nos permitirá considerar un crecimiento de los ingresos pues se irán incorporando construcciones a las plantas que le entregarán a la Compañía una mejor capacidad productiva. Es importante tener presente que la Compañía no puede crecer geográficamente en Chile pues la franquicia del resto del territorio lo mantiene Embotelladora Andina S.A.

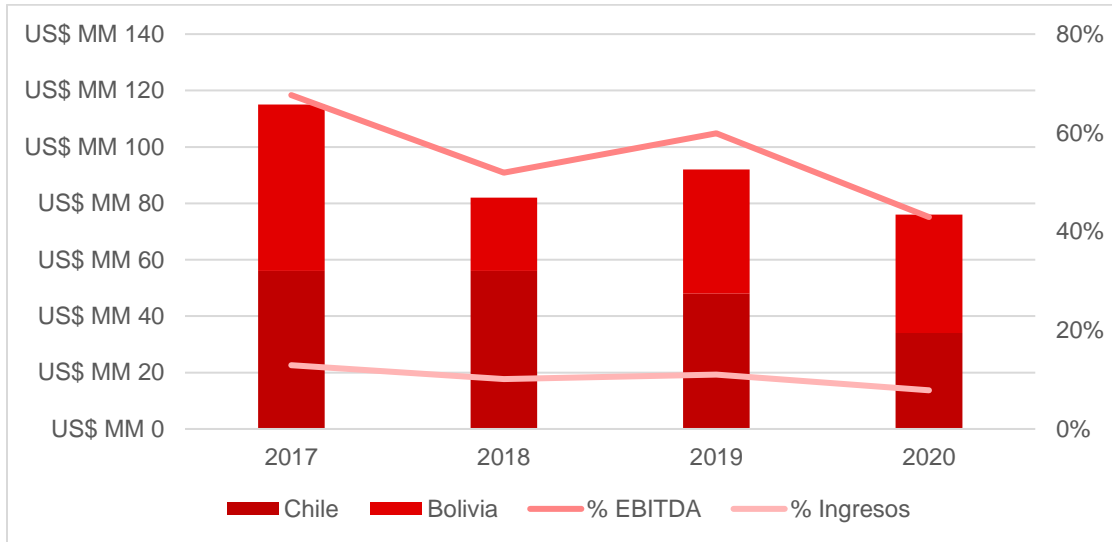
Podemos revisar asimismo las inversiones de la compañía según segmento, los que se informaron por la Compañía en forma anual, medido en Dólares de los Estados Unidos de América, según se muestra en la Tabla 33 a continuación y en el Gráfico 18 siguiente, respecto de los cuales podemos señalar que el porcentaje sobre ingresos varía año por medio, alternando entre un promedio de 11,60% en los años de alta inversión (2017 y 2019) y un promedio de 8,53% en los años de baja inversión (2018 y 2020). Respecto de las zonas geográficas, podemos ver que la tendencia ha sido a incrementar las inversiones en Bolivia y a disminuir las realizadas en Chile.

Tabla 33. Inversiones de la Compañía

Capex (US MM)	2017	2018	2019	2020	Promedio 2017-2020	Promedio 2017-2019
Chile	56	56	48	34	48,50	53,33
Bolivia	59	26	44	42	42,75	43,00
Total	115	82	92	76	91,25	96,33
% EBITDA	67,6%	51,9%	59,9%	42,9%	55,59%	59,81%
% Ingresos	12,9%	10,1%	11,0%	7,8%	10,47%	11,35%

Fuente: Elaboración propia

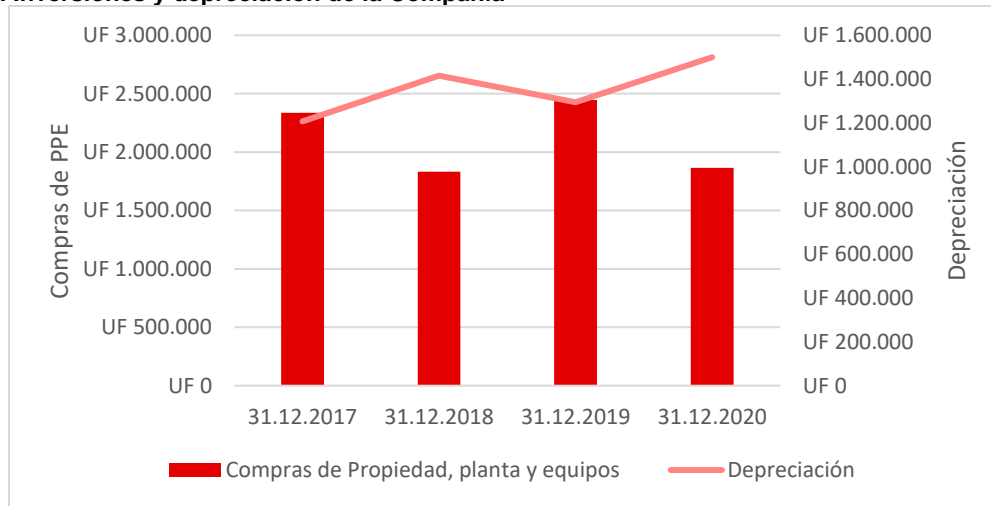
Gráfico 18. Inversiones de la Compañía



Fuente: Elaboración propia

La depreciación de la Compañía no presenta una tendencia y no se presenta información desagregada por la Compañía que permita hacer un cálculo detallado, lo anterior en consideración a que la inversión en propiedad, planta y equipo de la Compañía en los años 2017 y 2019 fue mayor que en el resto de los años, según se señaló, teniendo la depreciación del año siguiente al de la inversión un menor porcentaje respecto de la inversión, naturalmente. Lo anterior se muestra en el Gráfico 19 siguiente.

Gráfico 19. Inversiones y depreciación de la Compañía



Fuente: Elaboración propia

La Compañía ha declarado en las presentaciones a inversionistas que sus inversiones se enfocan en: (i) capacidad productiva para soportar el crecimiento (Embotellado/Distribución), (ii) activos de mercado (equipos de frío y botellas); e (iii) integración de productos (jugos, aguas, botellas) (Coca Cola Embonor S.A., 2021). La Compañía no ha informado acerca de proyectos o inversiones relevantes a efectuar.

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

Como se adelantó en la sección 2.2.1 anterior, se trata de una industria que se correlaciona fuertemente con el ingreso de las personas, y tiene perspectivas positivas considerando la flexibilidad de las medidas sanitarias implementadas tanto en Chile como en Bolivia (ICR Chile, 2021). A mayor abundamiento, se prevé un incremento en el consumo de productos de la industria, permitiendo a las empresas del rubro mejorar sus márgenes, ya sea a través de crecimiento en volúmenes o mediante acuerdos de distribución que abarquen nuevos productos (BCI Corredor de Bolsa, 2022).

En este contexto, en términos generales la Compañía ha incrementado levemente su participación en el mercado en los últimos años, de manera que podemos prever se mantenga el incremento, presentando movimiento en sus mix de productos, según se muestra en la Tabla 34 y en la Tabla 35 que se incorporan a este informe.

Tabla 34. Participación de la Compañía en el Mercado

Evolución Market Share	2016	2017	2018	2019	2020
Chile					
Bebidas Gaseosas (SSD)	63,3%	63,8%	63,3%	63,5%	64,2%
Bebidas no Carbonatadas (NCBs)	31,8%	32,6%	34,6%	36,7%	39,3%
Aguas	34,1%	35,6%	36,7%	38,9%	40,3%
Bolivia					
Bebidas Gaseosas (SSD)	81,6%	82,6%	80,8%	79,0%	77,2%
Aguas	77,1%	67,9%	62,0%	57,9%	65,6%
Energizantes	4,6%	2,6%	1,5%	5,4%	10,1%
Isotónicas	93,4%	93,0%	96,2%	97,6%	97,5%
Néctares	8,4%	13,3%	21,4%	19,6%	23,2%

Fuente: Elaboración propia, Memorias de Coca Cola Embonor S.A.

Tabla 35. Crecimiento de la participación de la Compañía en el Mercado

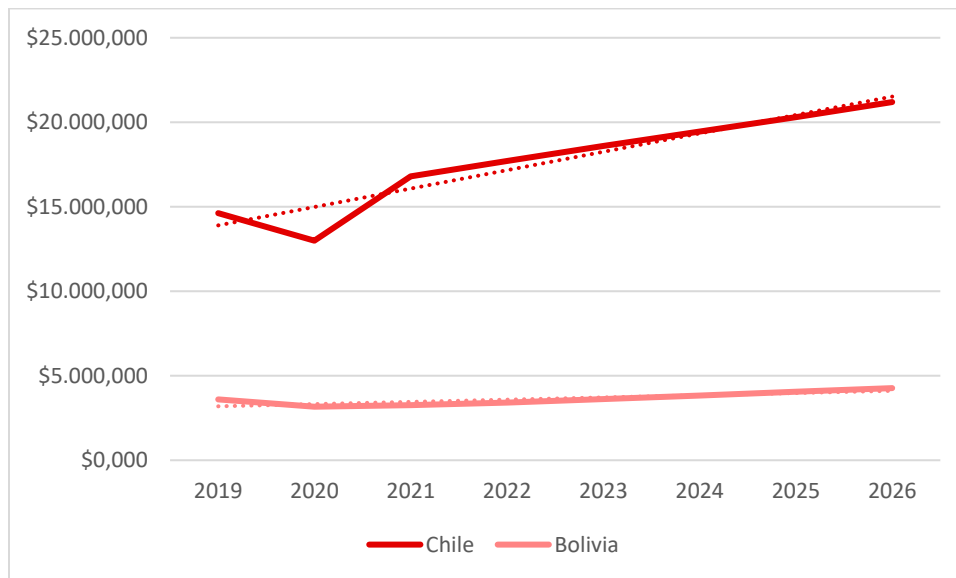
Crecimiento Market Share	2016-2017	2017-2018	2019-2020	2020-2021	Promedio
Chile					
Bebidas Gaseosas (SSI)	0,5%	-0,5%	0,2%	0,7%	0,2%
Bebidas no Carbonatadas	0,8%	2,0%	2,1%	2,6%	1,9%
Aguas	1,5%	1,1%	2,2%	1,4%	1,6%
Bolivia					
Bebidas Gaseosas (SSI)	1,0%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,1%
Aguas	-9,2%	-5,9%	-4,1%	7,7%	-2,9%
Energizantes	-2,0%	-1,1%	3,9%	4,7%	1,4%
Isotónicas	-0,4%	3,2%	1,4%	-0,1%	1,0%
Néctares	4,9%	8,1%	-1,8%	3,6%	3,7%

Fuente: Elaboración propia, Memorias de Coca Cola Embonor S.A.

Lo anterior se complementa con las perspectivas de crecimiento que se consideran tanto para Chile como para Bolivia, las que se bien se han moderado en el tiempo, se mantienen positivas

o al menos estables, según muestra el Gráfico 20 a continuación, que grafica la proyección de PIB per capita de Chile y Bolivia hasta el 2026, en dólares de los Estados Unidos de América. El gráfico revela una proyección al alza en ambos casos, y un crecimiento promedio para el periodo 2022 a 2026 de 4,65% en el caso de Chile, y de 5,35% en el caso de Bolivia.

Gráfico 20. PIB per capita proyectado para Chile y Bolivia



Fuente: Elaboración propia, Memorias de Coca Cola Embonor S.A., datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional

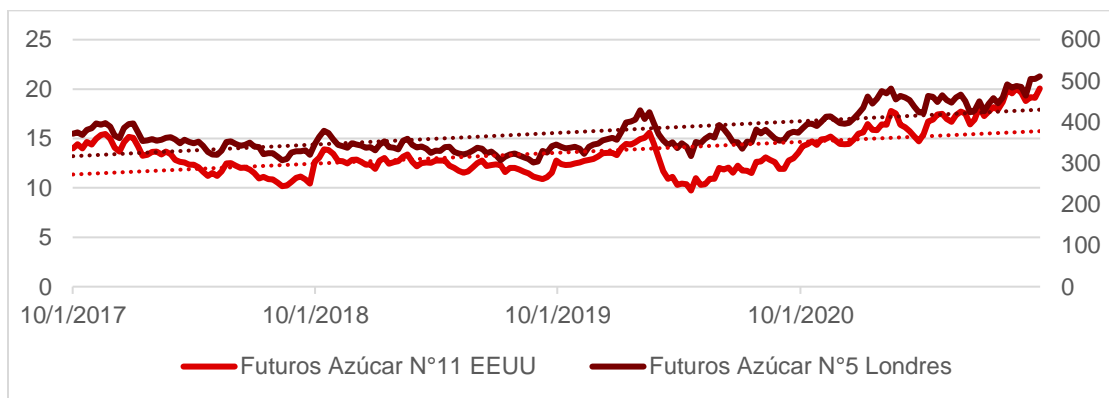
Se revisaron también estudios especializados de industria, los que prevén un crecimiento del 6% en la industria de los bebestibles, a nivel mundial, con una tendencia a empaques más ecológicos y bebidas más saludables (PMMI, The Association for Packaging and Processing Technologies, Inc., 2021). Lo anterior es consistente con el crecimiento de ingresos proyectado por el Fondo Monetario Internacional, aunque es bastante optimista y no consideran el incremento en inflación.

Finalmente, es importante tener presente el incremento de costos que se prevé respecto de materias primas relevantes para la Compañía, como lo son el azúcar, las resinas y el gas carbónico, así como el alza en el precio del petróleo, la que afectará el gasto de logística de la

Compañía y parte del costo de adquisición de las materias primas. En efecto, la Compañía ha declarado que un incremento de cada punto porcentual en los precios de azúcar, en conjunto con los del gas carbónico, botellas Pet y tapas, podría impactar negativamente los resultados en aproximadamente UF 25.000 anuales (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

En este contexto se revisan los precios de los futuros de azúcar de los Estados Unidos de América y del Reino Unido, de manera de tener un proxy acerca de la tendencia de precios que afecta a esta materia prima. El Gráfico 21 que se agrega muestra la tendencia al alza del precio de esta materia prima en el período en estudio, pudiendo preverse desde ya un incremento en el costo de esta materia prima, de la misma forma que se muestra en la tendencia al alza de los costos de ventas.

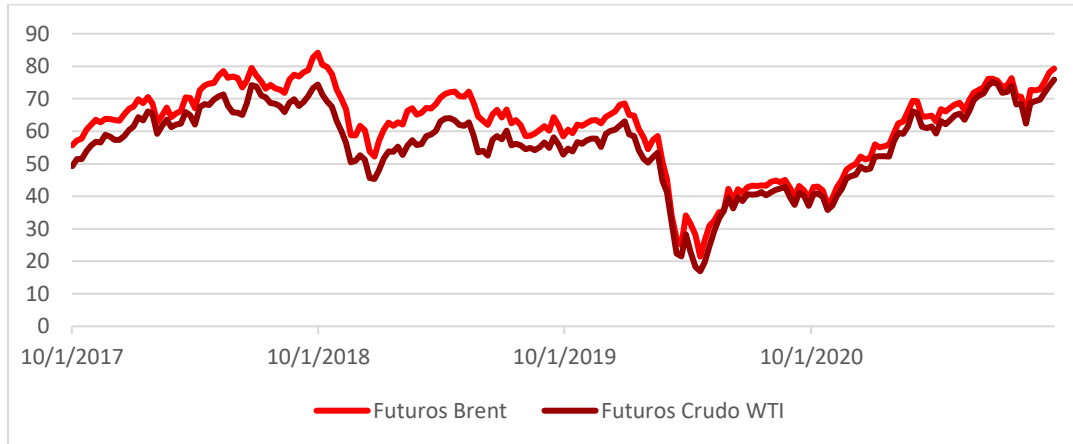
Gráfico 21. Precios históricos de futuros de azúcar.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Investing.com

Lo mismo se prevé respecto del precio del petróleo, el que ha alcanzado precios históricos a esta fecha y cuya evolución -considerando el precio del crudo en futuros- en el período en estudio se presenta en el Gráfico 22 a continuación. Como se ve en dicho gráfico, se trata de un precio inestable y que afecta tanto al transporte como a las resinas, y que la Compañía reconoce puede tener un impacto en resultados (Coca Cola Embonor S.A., 2021).

Gráfico 22. Precios históricos de petróleo.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Investing.com

Considerando que tanto el azúcar como el petróleo son materias primas necesarias para la Compañía, será necesario considerar un alza en los costos de venta de los productos.

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1. Ingresos operacionales proyectados

La Compañía presenta tasas de crecimiento distintas para Chile y Bolivia, presentando los ingresos chilenos una tendencia al alza, mientras que en Bolivia existe un estancamiento de los ingresos, de manera que se aplicará una tasa distinta a cada uno de esos segmentos.

Como señalamos en 5.1, se estima el crecimiento promedio de los ingresos totales considerando los promedios de ingresos de los 12 meses anteriores al cierre de cada trimestre para Chile y Bolivia, sin considerar datos *outliers* como lo son los correspondientes al intenso decrecimiento del primer trimestre de 2020, o el intenso crecimiento del cuarto trimestre de 2020 producido por los factores ya señalados. En el caso de Bolivia tampoco se consideran los datos de 2021 disponibles pues también escapan a la tendencia. Así, se propone un crecimiento de 2,25% para el caso de Chile y 0,21% para Bolivia, y un crecimiento del 1,08% en global.

Asimismo, para proyectar el cierre del año 2021 se consideró el porcentaje que representan los ingresos al tercer trimestre del periodo en estudio, y se aplicó a este período. Es importante señalar que los ingresos del año 2021 en Chile presentan un crecimiento anormal a la conducta histórica de la Compañía, empujados por el sobrecalentamiento de la economía en Chile y por el fin de las restricciones de las cuarentenas, de manera que no consideraremos un ingreso sobre 2021 para el año 2022, sino que uno sobre un 2021 proyectado según tendencia histórica.

Se presentan los ingresos proyectados por segmento y totales en la Tabla 36 a continuación:

Tabla 36. Ingresos proyectados para la Compañía

Ingresos (UF)	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Chile	21.339.951	14.231.266	14.551.946	14.879.851	15.215.146
Bolivia	9.396.763	9.416.476	9.436.231	9.456.026	9.475.864
Total ingresos	30.736.715	23.647.742	23.988.176	24.335.878	24.691.010

Fuente: Elaboración propia

6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Los costos y gastos operacionales de la Compañía, netos de depreciación, consistentes en costos de distribución y gastos de administración se presentan estables a lo largo del período histórico, de manera que se utiliza el promedio del período 2017 a 2020 medidos como porcentaje sobre ingresos para la proyección. Respecto de los costos de ventas, éstos presentan una tendencia al alza en el período en estudio, y se utiliza una proyección lineal del porcentaje sobre ingresos para el periodo de proyección.

Se presentan los costos y gastos operacionales proyectados en la Tabla 37 a continuación:

Tabla 37. Costos y gastos operacionales proyectados para la Compañía

Costos y gastos operacionales (UF)	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Costos de ventas (s/dep.)	17.002.294	13.272.231	13.657.319	14.052.649	14.457.424
Costos de distribución (s/dep.)	7.075.003	5.443.257	5.521.618	5.601.653	5.683.397
Gastos de administración (s/dep.)	1.673.791	1.287.755	1.306.294	1.325.228	1.344.567

Fuente: Elaboración propia

6.3. Resultado no operacional proyectado

Como señalamos, el resultado no operacional se compone de partidas recurrentes. Se proyectarán considerando el promedio del período histórico considerando el porcentaje que representan sobre los ingresos, según se muestra en la Tabla 38 siguiente.

Tabla 38. Proyección resultado no operacional

Resultado no operacional (UF)	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Ingresos Financieros	39.364	30.285	30.721	31.166	31.621
Costos financieros	-654.363	-503.444	-510.691	-518.094	-525.654
Participación ganancia asociadas	91.545	70.432	71.446	72.481	73.539
Diferencias de cambio	-74.020	-56.948	-57.768	-58.606	-59.461
Resultados por unidades de reajuste	-83.203	-64.014	-64.935	-65.876	-66.838
Total resultado no operacional	-680.678	-523.689	-531.228	-538.928	-546.793

Fuente: Elaboración propia

6.4. Impuesto corporativo proyectado

El impuesto a la renta en Chile aplicable a la Compañía es de un 27% y en Bolivia es de un 25%, el que aplicaremos ponderando por las ganancias según segmento, considerando el promedio histórico de cada segmento que es de 52,17% para Chile y de 47,83% para Bolivia, lo que permite calcular una tasa de 26,04%. La Compañía no presenta pérdidas acumuladas y no se prevén cambios en las tasas de impuesto corporativo en Chile o Bolivia. La proyección de gastos por impuesto se presenta en la Tabla 39 siguiente:

Tabla 39. Proyección impuesto corporativo

Gasto por impuesto (UF)	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Ganancia antes de impuesto	2.702.223	1.622.321	1.451.695	1.275.404	1.094.350
Gasto por impuesto a las ganancias	-703.750	-422.507	-378.070	-332.158	-285.006
Ganancia (pérdida)	1.998.473	1.199.814	1.073.625	943.246	809.344

Fuente: Elaboración propia

6.5. Estado de resultados proyectado

A continuación se presenta en la Tabla 40 el estado de resultado proyectado para la Compañía, junto con los márgenes que resultan de la proyección, los que se acercan al estándar de industria de la Compañía, sin presentar diferencias sustanciales respecto de los históricos. Las variaciones se explican principalmente por el incremento en costo de ventas en términos generales, mientras que el crecimiento de los ingresos se afecta por el estancamiento previsto para Bolivia.

Tabla 40. EERR proyectado

EERR proyectado (UF)	4T 2021	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Ingresos ordinarios	9.483.118	23.647.742	23.988.176	24.335.878	24.691.010
Costos de ventas (menos)	-4.780.963	-13.272.231	-13.657.319	-14.052.649	-14.457.424
Margen bruto	4.702.156	10.375.511	10.330.857	10.283.228	10.233.586
Otros ingresos por función	7.310	18.492	18.758	19.030	19.308
Costos de distribución	-2.496.300	-5.443.257	-5.521.618	-5.601.653	-5.683.397
Gastos de administración	-756.064	-1.287.755	-1.306.294	-1.325.228	-1.344.567
Otras ganancias y pérdidas	-5.634	-23.232	-23.566	-23.908	-24.256
Resultado operacional	1.451.468	3.639.759	3.498.137	3.351.470	3.200.673
Depreciación y amortización	57.229	1.498.489	1.520.022	1.542.015	1.564.478
EBITDA	1.508.696	5.138.248	5.018.159	4.893.485	4.765.151
Ingresos Financieros	25.035	30.285	30.721	31.166	31.621
Costos financieros	-654.363	-503.444	-510.691	-518.094	-525.654
Participación ganancia asociadas	91.545	70.432	71.446	72.481	73.539
Diferencias de cambio	-74.020	-56.948	-57.768	-58.606	-59.461
Resultados por unidades de reajuste	-83.203	-64.014	-64.935	-65.876	-66.838
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	699.232	1.617.581	1.446.887	1.270.527	1.089.402
Gasto por impuesto a las ganancias	-182.104	-422.507	-378.070	-332.158	-285.006
Ganancia (pérdida)	517.129	1.195.074	1.068.817	938.368	804.396

Margen Bruto	43,88%	43,07%	42,26%	41,45%
Margen Operacional	15,39%	14,58%	13,77%	12,96%
Margen EBITDA	21,73%	20,92%	20,11%	19,30%
Margen Neto	5,05%	4,46%	3,86%	3,26%

Fuente: Elaboración propia

6.6. Supuestos utilizados

Para la proyección del estado de resultados se tomaron los siguientes supuestos:

- (i) Los ingresos de Chile crecerán a un 2,25% en Chile y a un 0,21% en Bolivia. Lo anterior no se consideró para el cálculo del ejercicio 2022 en tanto al tercer trimestre de 2021 la Compañía presentaba ingresos muy por sobre los datos históricos, de manera que para el año 2022 se consideró un crecimiento sobre un año 2021 sintético, de manera de no sobreestimar el crecimiento de la Compañía.

- (ii) Los costos de ventas corresponden desde un 55,32% a un 58,55% sobre ingresos, valor que corresponde a los costos de ventas proyectados para el cierre de 2021, en tanto estos costos presentan una tendencia al alza en el período histórico.
- (iii) Los costos de distribución y gastos de administración corresponden a un 23,02% y 5,45% sobre ingresos, respectivamente, lo que corresponde al porcentaje histórico que han representado consistentemente sobre los ingresos de la Compañía.
- (iv) El resultado no operacional corresponde a un porcentaje sobre ingresos para lo cual se consideró el valor promedio del período histórico, el que mantiene una tendencia estable y poca significancia respecto de los ingresos totales, según el siguiente desglose: 0,13% para ingresos financieros, 2,13% para costos financieros, 0,30% para participación en ganancias asociadas, -0,24% para diferencias de cambio y 0,27% para resultados por unidades de reajuste.
- (v) El impuesto corporativo proyectado corresponde a un 26,04%, el que considera un valor ponderado considerando el promedio histórico de ganancias de cada segmento que es de 52,17% para Chile, que tiene una tasa de 27%, y de 47,83% para Bolivia que tiene una tasa de 25%.
- (vi) La depreciación se calculó considerando un 10,75% sobre stock de propiedad, planta y equipo, el que a su turno se proyectó sobre ingresos considerando un 58,91%, ambos promedios históricos y estables.
- (vii) La amortización se calculó con su tendencia lineal y asumiendo no habrá más adquisición de intangibles.

6.7. Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación se presenta en la Tabla 41 el estado de resultados proyectado, considerado el porcentaje sobre ingresos de cada partida.

Tabla 41. Proyección EERR en términos porcentuales sobre ingresos

EERR proyectado (% sobre ingresos)	4T 2021	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de ventas (menos)	-50,42%	-56,12%	-56,93%	-57,74%	-58,55%
Margen bruto	49,58%	43,88%	43,07%	42,26%	41,45%
Otros ingresos por función	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Costos de distribución	-26,32%	-23,02%	-23,02%	-23,02%	-23,02%
Gastos de administración	-7,97%	-5,45%	-5,45%	-5,45%	-5,45%
Otras ganancias y pérdidas	-0,06%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Resultado operacional	15,31%	15,39%	14,58%	13,77%	12,96%
Depreciación y amortización	0,60%	6,34%	6,34%	6,34%	6,34%
EBITDA	15,91%	21,73%	20,92%	20,11%	19,30%
Ingresos Financieros	0,26%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Costos financieros	-6,90%	-2,13%	-2,13%	-2,13%	-2,13%
Participación ganancia asociadas	0,97%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Diferencias de cambio	-0,78%	-0,24%	-0,24%	-0,24%	-0,24%
Resultados por unidades de reajuste	-0,88%	-0,27%	-0,27%	-0,27%	-0,27%
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	7,37%	6,84%	6,03%	5,22%	4,41%
Gasto por impuesto a las ganancias	-1,92%	-1,79%	-1,58%	-1,36%	-1,15%
Ganancia (pérdida)	5,45%	5,05%	4,46%	3,86%	3,26%

Fuente: Elaboración propia

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1. Inversión en reposición y nuevas inversiones de capital

La Compañía efectúa inversiones por sobre los montos necesarios para reponer la depreciación de sus activos fijos, de manera que en la proyección debemos considerar además de un monto por reposición equivalente a la depreciación, un monto por inversión. Como se ha señalado, la Compañía no ha declarado un plan de inversión sino que efectúa mejoras y obras en sus plantas, manteniendo en forma constante un stock de propiedad planta y equipo sobre ingresos de al menos un 50% en el período histórico, presentando un promedio del 58,91% para los años 2017 a 2020, el que consideraremos para proyectar el stock de propiedad, planta y equipo. La reposición será equivalente a la depreciación, la que presenta una tendencia estable y un promedio de 10,75% para el periodo histórico. A lo anterior hay que agregarle la proyección de inversiones, la que hemos calculado considerando alcanzar un 10,07% sobre ingresos en la sumatoria de reposición e inversiones, en tanto esta inversión en Capex ha mantenido ese promedio en el período histórico (incluyendo intangibles).

Respecto de la amortización mantendremos la proyección lineal aplicada en los estados financieros de la Compañía, en consideración a que no se prevé la adquisición de otros intangibles, ni se han incrementado en el período histórico más allá de la adquisición de 2017.

Se presenta la proyección de inversiones en propiedad, planta y equipo e intangibles, y la de la depreciación y amortización en la Tabla 42 que se agrega a continuación:

Tabla 42. Depreciación y amortización proyectadas para la Compañía

Inversiones (UF)	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Propiedad, planta y equipo (stock)	14.899.167	13.929.828	14.130.362	14.335.178	14.544.370
Compras PPE	3.044.017	2.341.959	2.375.674	2.410.109	2.445.279
Reposición	1.601.777	1.497.565	1.519.124	1.541.144	1.563.634
Inversión	1.442.240	844.394	856.549	868.965	881.646
Compras de Activos intangibles	0	0	0	0	0
Capex	3.044.017	2.341.959	2.375.674	2.410.109	2.445.279
Depreciación	1.601.777	1.497.565	1.519.124	1.541.144	1.563.634
Amortización	949	923	897	871	845
Depreciación + amortización	1.602.726	1.498.489	1.520.022	1.542.015	1.564.478

Fuente: Elaboración propia

7.2. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

El capital de trabajo de la Compañía se ha mantenido estable desde el año 2018, considerando un menor porcentaje sobre ingresos el año 2020, lo que se ajusta con el efecto de la pandemia. En este contexto, se proyectará el CTON de la Compañía considerando el promedio de los años 2018 y 2019, de un 8,84% sobre ingresos. Lo anterior nos permite también proyectar la inversión que habrá que efectuar en CTON. Un resumen de la proyección del CTON y de su variación se agrega en la Tabla 43 siguiente.

Tabla 43. Proyección de CTON y de inversión en cada período.

(en UF)	4T 2021	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
CTON	2.079.765	2.132.713	2.187.546	2.244.337	2.303.160
Variación CTON	-127.398	-52.948	-54.833	-56.791	-58.823

Fuente: Elaboración propia

7.3. Valor terminal

Para el cálculo del valor terminal se considerará que el flujo del año 2026 equivale al del 2025, y un crecimiento calculado con la tasa de retención y tasa de rentabilidad de los proyectos de la Compañía (Maquieira, Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, 2008), para lo cual se utilizaron los datos del período histórico, la que considera una tasa de retención de 31,43% y una tasa de rentabilidad de los proyectos de 6,28%, resultando en una tasa de crecimiento de 1,97%.

7.4. Flujos de caja libre proyectados

De conformidad con lo señalado, en la Tabla 44 siguiente se presentan los flujos de caja libres proyectados para la Compañía.

Tabla 44. Flujos de caja libre proyectados

FCF (UF)	4T 2021	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
EBIT	1.451.468	3.639.759	3.498.137	3.351.470	3.200.673
EBIT * tax	378.011	947.916	911.033	872.836	833.563
Depreciación y amortización	1.545.497	1.602.726	1.498.489	1.520.022	1.542.015
Capex	2.104.854	3.044.017	2.341.959	2.375.674	2.410.109
Variación CTON	52.948	54.833	56.791	58.823	60.933
FCF	567.047	1.305.386	1.800.425	1.681.805	1.559.948
Valor terminal					27.592.606
Total	567.047	1.305.386	1.800.425	1.681.805	29.152.554

Fuente: Elaboración propia

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Utilizando la tasa de descuento calculada en 4.6, se calcula el valor presente de los flujos de caja libres a contar de la fecha de valorización, los que se resumen a continuación en la Tabla 45.

Tabla 45. Valor presente de los flujos de caja libre proyectados

Valor presente de FCF (UF)	4T 2021	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
FCF	567.047	1.305.386	1.800.425	1.681.805	1.559.948
Valor terminal					27.592.606
Total	567.047	1.305.386	1.800.425	1.681.805	29.152.554
VP FCF	556.581	1.189.277	1.522.490	1.320.050	21.238.645
VP total	25.827.043				

Fuente: Elaboración propia

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

La Compañía presenta un déficit de capital de trabajo para el periodo contemplado entre la fecha de valoración, el 30 de septiembre de 2021, y el cierre de ese ejercicio, según muestra la Tabla 46 siguiente. Este déficit deberá considerarse en la valoración.

Tabla 46. Déficit de CTON

Exceso o déficit de CTON	
CTON 30.09.2021	1.952.368
CTON 31.12.2021	2.079.765
Déficit de CTON	-127.398

Fuente: Elaboración propia

8.3. Activos prescindibles y otros activos

Los activos no operacionales se detallaron en la Tabla 30 anterior. De ellos se detecta que todos salvo el activo por impuesto diferido, son prescindibles, es decir, la Compañía puede liquidarlos rápidamente. Adicionalmente, se requiere efectuar una inversión en planta, propiedad y equipo

entre el 30 de septiembre de 2021 y el 30 de diciembre de 2021. Lo anterior se resume en la Tabla 47 a continuación y se ajustará en la valorización.

Tabla 47. Activos prescindibles y otros activos

Activos prescindibles e inversión en otros activos (en UF)	30.09.2021	Clasificación	Prescindibles
Activos Corrientes			
Otros Activos Financieros Corrientes	1.406.263	No operacional	Prescindible
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	No operacional	Prescindible
Activos No Corrientes			
Otros Activos financieros no corrientes	576.025	No operacional	Prescindible
Activos por impuestos diferidos	1.480.444	No operacional	No prescindible
Total Prescindibles	1.982.288		
PPE e intangibles al 30.09.2021	14.369.101		
PPE e intangibles al 31.12.2021	14.899.167		
Inversión en PPE	-530.066		
Total ajuste activos	1.452.222		

Fuente: Elaboración propia

8.4. Valorización económica de la empresa

Luego se efectúa la valorización económica de la empresa, de conformidad a las partidas que se indican en la Tabla 48 siguiente:

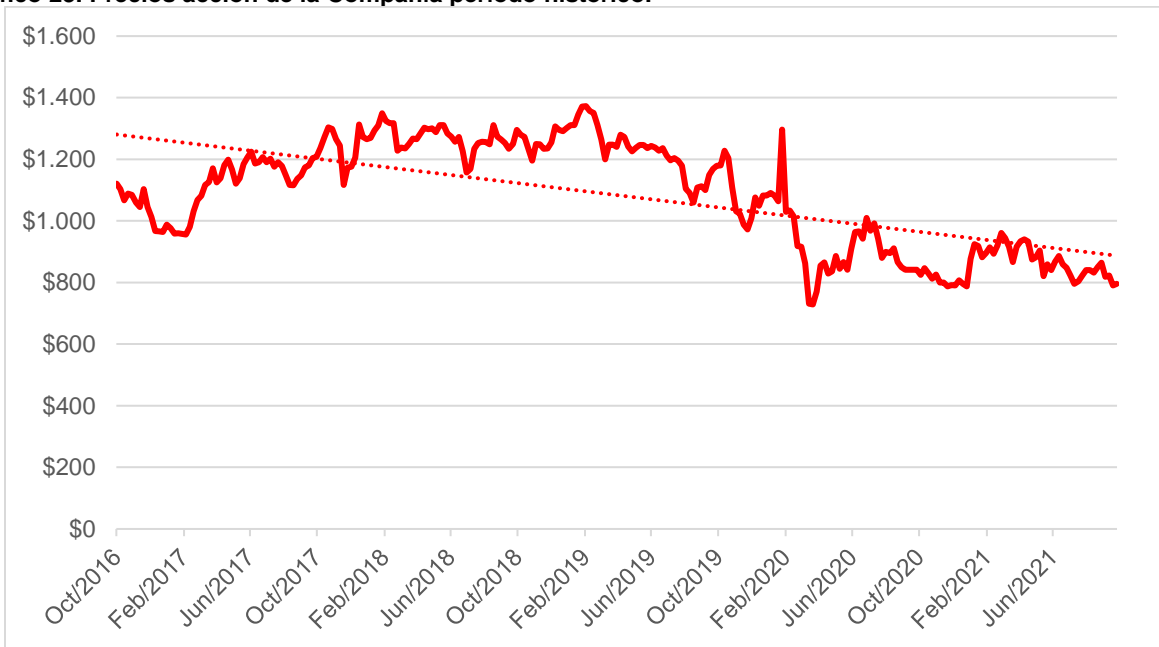
Tabla 48. Valorización económica de la Compañía

Al 30.09.2021	
Valor presente FCF (en UF)	25.827.043
Déficit de CTON (en UF)	-127.398
Activos prescindibles y otros activos (en UF)	1.452.222
Valor total de activos (en UF)	27.151.867
Deuda financiera (en UF)	10.483.783
Patrimonio económico (en UF)	16.668.085
Número de acciones	510.853.230
Precio acción estimado (en UF)	0,0326
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	\$ 982
Precio acción real en CLP	\$ 875
Diferencia de precios (en %)	12,2%

Fuente: Elaboración propia

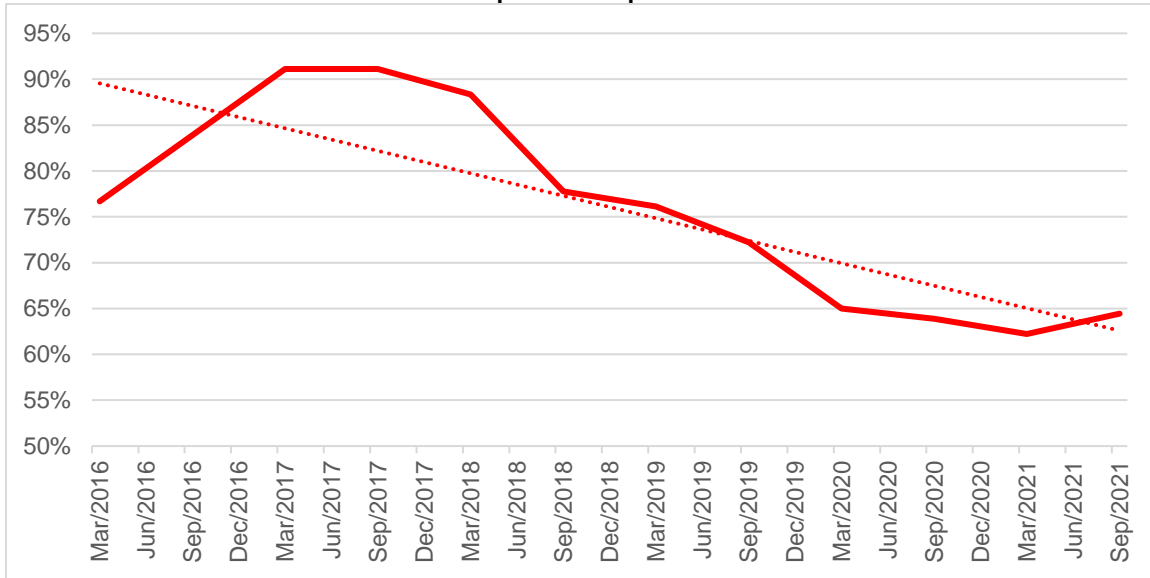
Podemos ver que la valorización arroja un valor un 12,2% por sobre el precio de la acción al 30 de septiembre de 2021. Lo anterior se puede explicar por la proyección de crecimiento que presenta la Compañía, y la fortaleza de sus resultados. Se agrega a continuación el Gráfico 23, el que muestra la evolución de los precios semanales de la acción dentro del periodo histórico, y en el que podemos ver que la acción ha presentado una tendencia a la baja, pero que ha tendido a estabilizarse en el último periodo. El Gráfico 24 muestra la caída de la presencia bursátil de la acción para el mismo período, con tendencia a repuntar.

Gráfico 23. Precios acción de la Compañía período histórico.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Investing.com

Gráfico 24. Presencia bursátil acción de la Compañía en el período histórico.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil

8.5. Análisis de sensibilidad

Efectuamos un análisis de sensibilidad considerando distintos valores para la tasa WACC y para la perpetuidad, cuyos resultados se agregan en la Tabla 49 a continuación.

Tabla 49. Sensibilización de tasa WACC y tasa de crecimiento para perpetuidad

Crecim.	Precio		WACC									
	\$	814	5,74%	6,74%	7,74%	8,74%	9,74%	10,74%				
0,00%	\$	1.077	\$	839	\$	663	\$	527	\$	419	\$	331
1,00%	\$	1.359	\$	1.032	\$	801	\$	630	\$	498	\$	394
1,97%	\$	1.777	\$	1.296	\$	982	\$	760	\$	596	\$	469
3,00%	\$	2.542	\$	1.725	\$	1.253	\$	946	\$	729	\$	569

Fuente: Elaboración propia

Podemos ver que dependiendo del crecimiento del periodo implícito y de la tasa WACC el precio de la acción puede alcanzar hasta \$2.542, precio que más que triplica el vigente, y podría

calcularse a la baja a \$331, menos de la mitad del precio actual. Así, el precio de la acción es muy sensible a variaciones de un punto base en estas tasas.

Se revisa también una sensibilización de la tasa de crecimiento de los ingresos de la Compañía para Chile, en tanto presenta variaciones relevantes en algunos años que no se consideran en la valorización, las que se presentan en la Tabla 50 siguiente.

Tabla 50. Sensibilización de tasa de crecimiento de ingresos y tasa de crecimiento para perpetuidad

Precio		Crecim. Ingresos Chile				
Crecim.	\$ 814	0,25%	1,25%	2,25%	3,25%	4,25%
	0,00%	\$ 594	\$ 628	\$ 663	\$ 699	\$ 737
	1,00%	\$ 724	\$ 762	\$ 801	\$ 842	\$ 885
	1,97%	\$ 893	\$ 937	\$ 982	\$ 1.029	\$ 1.078
	3,00%	\$ 1.148	\$ 1.199	\$ 1.253	\$ 1.309	\$ 1.368

Fuente: Elaboración propia

Podemos ver que el precio no presenta variaciones significativas si consideramos un 1% de crecimiento en el periodo implícito, para distintas tasas de crecimiento de ingresos de Chile. Nuevamente se ve alta sensibilidad al precio de la acción dependiendo de la tasa de crecimiento del período implícito.

CONCLUSIONES

Se calcula un precio de acción de Coca Cola Embonor S.A. al 30 de septiembre de 2021 de \$814, 12,2% por sobre el precio real a dicha fecha, por lo que según esta valoración la empresa, a la fecha de valoración está subvalorada por el mercado.

Las proyecciones de especialistas son optimistas y proponen comprar acciones, lo que supone considerar un mayor crecimiento de ingresos en consideración al fenómeno observado el año 2021 y estabilidad en la industria, supuestos que sí se consideran en esta valoración en la aplicación de la tasa de crecimiento. Adicionalmente, se prevé que la Compañía mantenga movimientos en su mix de productos que hagan sus procesos más eficientes y generen mayores ingresos.

Este informe tiene limitantes de información en tanto no se pudo obtener detalle de planes de inversiones de la Compañía, ni aclaración acerca del incremento de la deuda en el periodo histórico.

BIBLIOGRAFÍA

- Bancel, F., & Mittoo, U. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- BCI Corredor de Bolsa. (2022). *Recomendaciones Bursátiles 2022, Sector Bebidas*. Obtenido de <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-bebidas>
- Bolsa de Comercio de Santiago. (2022). *Presencia Bursatil*. Obtenido de https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil
- Bolsa de Santiago. (2021). Guía de Emisores 2020. *El Mercurio Inversiones*.
- Chan-Lau, J. A. (2010). The Global Financial Crisis and its Impact on the Chilean Banking System. *IMF Working Paper*(10/108).
- Coca Cola Embonor S.A. (24 de Marzo de 2011). Hecho Esencial. Obtenido de <https://www.embonor.cl/wp/wp-content/uploads/2021/06/20110324HE.pdf>
- Coca Cola Embonor S.A. (2021). *Estados Financieros Consolidados Intermedios a 30 de septiembre de 2021*.
- Coca Cola Embonor S.A. (2021). Memoria Anual 2020. Obtenido de https://www.embonor.cl/wp/wp-content/uploads/2021/05/Memoria_Embonor_2020_20-04.pdf
- Coca Cola Embonor S.A. (2021). *Presentación Corporativa 3er Trimestre 2021*. Obtenido de <https://www.embonor.cl/wp/wp-content/uploads/2021/06/Presentacion-Corporativa-2021-3Q.pdf>
- Compañía Cervecerías Unidas. (2021). *Memoria Anual 2020*. Obtenido de https://www.ccu.cl/wp-content/uploads/2021/03/memoriaccu_2020.pdf
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (Julio de 2021). *Damodaran Online*. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (23 de Marzo de 2021). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2021 Edition. Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3825823

Embotelladora Andina S.A. (2021). *Memoria Anual 2020*. Obtenido de https://www.koandina.com/uploads/reportes_financieros/memoria-Anual2020.pdf

Feller Rate. (2021). *Informe Clasificación*. Obtenido de <https://www.feller-rate.com/general2/corporaciones/embonor2112.pdf>

Fernandez, P. (2012). *Valoración de Empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. . Barcelona: Gestión 2000.

Hamada, R. S. (1972). The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. *The Journal of Finance*, 27(2), 435-452.

ICR Chile. (2021). *Informe Clasificación*. Obtenido de <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/coca-cola-embonor-s-a-2/informes-8/5100-coca-cola-embonor-resena-anual-de-clasificacion-2/file>

Ley sobre Impuesto a la Renta. (2022). *Decreto Supremo 824 del Ministerio de Hacienda*.

Maquieira, C. (2008). *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Andrés Bello.

Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.

Papelu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.

Pinto, J. E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.

PMMI, The Association for Packaging and Processing Technologies, Inc. (2021). *2021 Beverage Trends Driving Change*.

The Coca Cola Company. (25 de Julio de 2018). *The Coca-Cola Company Reports Continued Strong Results in Second Quarter 2018*. Obtenido de <https://www.coca-colacompany.com/press-releases/the-coca-cola-company-reports-operating-results-q2-2018>

The Global Economy. (s.f.). Comparator, Stock market capitalization. Recuperado el 2022, de <https://www.theglobaleconomy.com/compare-countries/>

ANEXO

Tabla 51. EERR de la Compañía

(en UF)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Ingresos ordinarios	20.412.239	20.474.201	22.040.325	22.986.366	21.253.596
Costos de ventas (menos)	-11.899.746	-11.779.954	-12.583.392	-13.135.459	-12.959.740
Margen bruto	8.512.494	8.694.247	9.456.933	9.850.907	8.293.856
Otros ingresos por función	15.755	7.356	17.610	17.816	16.736
Costos de distribución	-4.716.480	-5.045.459	-5.474.684	-5.697.509	-4.860.016
Gastos de administración	-1.137.620	-1.136.207	-1.291.092	-1.327.870	-962.494
Otras ganancias y pérdidas	17.715	35.913	-28.864	-17.693	-24.562
Resultado operacional	2.691.865	2.555.851	2.679.903	2.825.651	2.463.520
Depreciación y amortización	1.208.070	1.416.152	1.295.795	1.500.922	1.065.019
EBITDA	3.899.935	3.972.003	3.975.699	4.326.573	3.528.539
Ingresos Financieros	26.592	38.931	30.508	20.112	14.329
Costos financieros	-417.535	-400.822	-470.795	-529.190	-340.783
Participación ganancia asociadas contabiliz (método de participac.)	60.288	31.824	58.253	84.462	106.326
Diferencias de cambio	-17.432	75.788	-4.406	-100.942	66.181
Resultados por unidades de reajuste	-50.947	-84.230	-24.861	-35.142	-46.569
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	2.292.831	2.217.343	2.268.603	2.264.951	2.263.005
(gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-722.321	-615.844	-605.836	-557.481	-465.804
Ganancia (pérdida)	1.570.510	1.601.499	1.662.766	1.707.471	1.797.201
Ganancia (pérdida) atribuible a los tenedores de instrumentos de participación en el patrimonio neto de la controladora	1.570.490	1.601.497	1.662.711	1.707.414	1.797.109
Ganancia (pérdida) atribuible a participación minoritaria	20	2	55	56	92
Ganancia	1.570.510	1.601.499	1.662.766	1.707.471	1.797.201
Ganancia Componentes de otro resultado integral, a/imptos.	0	0	0	0	0
Diferencias de cambio por conversión					
Revalorización de Propiedades, Plantas y equipos	0	0	-26.522	0	57
Ganancias (pérdidas) por revaluación, antes de impuestos	0	-1.894	465.647	0	0
Ganancias (pérdidas) por nuevas mediciones de planes de beneficios definidos, antes de impuestos	1.712	-150	-3.284	-63.656	-120
Ganancias (Pérdidas) x diferencias cambio conversión a/imptos	-255.750	302.482	165.312	-146.900	456.819
Ganancias (pérdidas) por cobertura de flujo efectivo	7.845	11.539	0	0	0
Impuesto a las ganancias relacionado con cambios en el superávit de revaluación de otro resultado integral	0	0	-126.653	0	0
Impuesto a las ganancias relativo a nuevas mediciones de planes de beneficios definidos de otro resultado integral	-1.668	0	0	17.187	0
Otros componentes de otro resultado integral a/impto.	-246.193	311.977	601.153	-210.556	456.755
Otro Resultado Integral	-247.861	311.977	474.500	-193.369	456.755
Resultados Integral Total	1.322.649	1.913.476	2.137.267	1.514.102	2.253.956
Resultado integral atribuible a los propietarios de la controladora	1.322.629	1.913.475	2.137.212	1.514.045	2.253.864
Resultado integral atribuible a participaciones no controladoras	20	2	55	56	92
Resultado integral, Total	1.322.649	1.913.476	2.137.267	1.514.102	2.253.956

Fuente: Estados Financieros de la Compañía

Tabla 52. EERR de la Compañía sobre ingresos

(en % sobre ingresos)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de ventas (menos)	58,30%	57,54%	57,09%	57,14%	60,98%
Margen bruto	41,70%	42,46%	42,91%	42,86%	39,02%
Otros ingresos por función	0,08%	0,04%	0,08%	0,08%	0,08%
Costos de distribución	23,11%	24,64%	24,84%	24,79%	22,87%
Gastos de administración	5,57%	5,55%	5,86%	5,78%	4,53%
Otras ganancias y pérdidas	0,09%	0,18%	0,13%	0,08%	0,12%
Resultado operacional	13,19%	12,48%	12,16%	12,29%	11,59%
Depreciación	5,92%	6,92%	5,88%	6,53%	5,01%
EBITDA	19,11%	19,40%	18,04%	18,82%	16,60%
Ingresos Financieros	0,13%	0,19%	0,14%	0,09%	0,07%
Costos financieros	2,05%	1,96%	2,14%	2,30%	1,60%
Participación ganancia asociadas contabiliz (método de participac.)	0,30%	0,16%	0,26%	0,37%	0,50%
Diferencias de cambio	0,09%	0,37%	0,02%	0,44%	0,31%
Resultados por unidades de reajuste	0,25%	0,41%	0,11%	0,15%	0,22%
Otras ganancias y pérdidas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ganancias (Pérdidas) por diferencia valor libro y valor razonable AF	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	11,23%	10,83%	10,29%	9,85%	10,65%
(gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	3,54%	3,01%	2,75%	2,43%	2,19%
Ganancia (pérdida)	7,69%	7,82%	7,54%	7,43%	8,46%
Ganancia (pérdida) atribuible a los tenedores de instrumentos de participación en el patrimonio neto de la controladora	7,69%	7,82%	7,54%	7,43%	8,46%
Ganancia (pérdida) atribuible a participación minoritaria	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ganancia	7,69%	7,82%	7,54%	7,43%	8,46%
Ganancia Componentes de otro resultado integral, a/imptos.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diferencias de cambio por conversión					
Revalorización de Propiedades, Plantas y equipos	0,00%	0,00%	0,12%	0,00%	0,00%
Ganancias (pérdidas) por revaluación, antes de impuestos	0,00%	0,01%	2,11%	0,00%	0,00%
Ganancias (pérdidas) por nuevas mediciones de planes de beneficios definidos, antes de impuestos	0,01%	0,00%	0,01%	0,28%	0,00%
Ganancias (Pérdidas) x diferencias cambio conversión a/imptos	1,25%	1,48%	0,75%	0,64%	2,15%
Ganancias (pérdidas) por cobertura de flujo efectivo	0,04%	0,06%	0,00%	0,00%	0,00%
Impuesto a las ganancias relacionado con cambios en el superávit de revaluación de otro resultado integral	0,00%	0,00%	0,57%	0,00%	0,00%
Impuesto a las ganancias relativo a nuevas mediciones de planes de beneficios definidos de otro resultado integral	0,01%	0,00%	0,00%	0,07%	0,00%
Otros componentes de otro resultado integral a/impto.	1,21%	1,52%	2,73%	0,92%	2,15%
Otro Resultado Integral	1,21%	1,52%	2,15%	0,84%	2,15%
Resultados Integral Total	6,48%	9,35%	9,70%	6,59%	10,61%
Resultado integral atribuible a los propietarios de la controladora	6,48%	9,35%	9,70%	6,59%	10,60%
Resultado integral atribuible a participaciones no controladoras	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado integral, Total	6,48%	9,35%	9,70%	6,59%	10,61%

Fuente: Elaboración propia