



Valoración de empresa para optar al magíster en finanzas

Valoración de Embotelladora Andina S.A

Mediante Método de Flujo de Caja Descontados y Múltiplos

Alumno: Ignacio Pohl Luppi
Profesor: Carlos Maquieira Villanueva

Noviembre de 2023, Santiago de Chile



Índice

1. Resumen Ejecutivo.....	5
2. Metodología.....	6
2.1 Principales métodos de valoración.....	6
2.1.1 Método de flujo de caja descontados.....	6
2.1.2 Método de múltiplos.....	9
2.1.2.1 Múltiplos de ganancias.....	10
2.1.2.2 Múltiplos de valor libro.....	10
2.1.2.3 Múltiplos de ventas.....	10
3. Descripción de la empresa e industria.....	12
3.1 Descripción de la empresa.....	12
3.1.1 Antecedentes del negocio e historia.....	12
3.1.2 Principales accionistas.....	17
3.1.3 Filiales destacadas.....	19
3.1.3.1 Chile.....	20
3.1.3.1 Argentina.....	23
3.1.3.1 Brasil.....	23
3.1.3.1 Paraguay.....	24
3.2 Descripción de la industria.....	27
3.2.1 Estado actual.....	27
3.2.2 Riesgos de la industria.....	30
3.2.2 Regulación y fiscalización.....	35
3.2.3 Empresas comparables.....	36
4. Financiamiento y estructura de capital de la empresa.....	41
4.1 Deuda financiera.....	41
4.2 Patrimonio económico.....	42
4.3 Valor económico.....	44
4.4 Estructura de capital histórica y objetivo.....	45
5. Estimación del costo de capital de la empresa.....	46
5.1 Costo de la deuda.....	46
5.2 Estimación del beta patrimonial.....	47
5.3 Beta patrimonial sin deuda.....	48
5.4 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	49
5.5 Costo patrimonial.....	49



5.6 Costo de capital.....	49
6. Análisis del negocio.....	50
6.1 Análisis del crecimiento de la empresa.....	50
6.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	54
6.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	59
6.3.1 Análisis específico.....	61
6.4 Análisis de los márgenes de la empresa.....	67
6.5 Análisis de los activos de la empresa.....	68
6.5.1 Activos operacionales y no operacionales.....	68
6.5.2 Capital de trabajo operativo neto.....	70
6.5.3 Inversiones.....	71
6.6 Análisis del crecimiento de la industria.....	72
6.6.1 Crecimiento del Producto Interno Bruto e IPC por Región.....	73
6.6.1 Confianza del consumidor.....	75
7. Proyección del Estado de Resultados.....	81
7.1 Ingresos operacionales proyectados.....	81
7.2 Costos y gastos operacionales proyectados.....	89
7.2.1 Costos de venta.....	91
7.2.2 Costos de distribución.....	92
7.2.3 Gastos de administración.....	92
7.2.4 Depreciación y amortización.....	94
7.3 Resultado no operacional proyectado.....	94
7.3.1 Otros ingresos.....	95
7.3.2 Otros gastos, por función.....	96
7.3.3 Otras pérdidas (ganancias).....	96
7.3.4 Ingresos financieros.....	97
7.3.5 Costos financieros.....	98
7.3.6 Otros.....	99
7.4 Impuesto corporativo proyectado.....	100
7.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF.....	101
7.5.1 Supuestos utilizados.....	102
7.6 Estado de resultados proyectado porcentual.....	103
8. Proyección de los Flujos de Caja Libre.....	105
8.1 Flujo de caja bruto.....	105
8.2 Inversión en reposición.....	106
8.3 Nuevas inversiones de capital.....	112



8.4 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto.....	112
8.5 Valor terminal.....	113
8.6 Flujos de caja libre proyectados.....	114
9. Precio de la acción estimado.....	115
9.1 Valor presente de los flujos de caja libre.....	115
9.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	116
9.3 Activos prescindibles y otros activos.....	116
9.4 Valoración económica de la empresa.....	117
9.5 Análisis de sensibilidad.....	119
10. Valorización por múltiplos.....	122
10.1 Supuestos y consideraciones.....	122
10.2 Análisis de empresas comparables.....	123
10.3 Múltiplos de la industria.....	128
10.4 Valor de la empresa en base a múltiplos de la industria.....	134
10.5 Análisis de los resultados.....	135
11. Conclusiones.....	137
Bibliografía.....	138
Anexos.....	143



1. Resumen Ejecutivo

Este trabajo tiene como objetivo valorizar la empresa Embotellador Andina S.A. mediante dos metodologías diferentes: Flujo de Caja Descontado (FCD) y Múltiplos (empresas comparables), la fecha de valoración corresponde al 31 de diciembre del 2022.

Embotelladora Andina es una sociedad anónima abierta que se dedica principalmente a la producción, embotellamiento, comercialización y distribución de los productos de The Coca Cola Company en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay mediante sus filiales y asociadas distribuidas en la región.

Una consideración importante respecto a la valoración es que al igual que el resto de empresas en el mundo, las operaciones y por lo tanto los resultados financieros de la empresa fueron afectados por la crisis sanitaria del COVID-19. Esto repercute en las estimaciones asociadas a la valoración y se encuentra detallado en el informe.

Finalmente se estima un valor accionario para la empresa mediante ambas metodologías, obteniendo un precio de 2.000 y 1.658 pesos chilenos para Flujo de Caja Descontado y Múltiplos, respectivamente. El precio promedio ponderado de mercado de las acciones serie A y B para la fecha de valoración era de 1.748 pesos chilenos, lo cual implica una desviación de 14,32% y -5,18% sobre los precios estimados.



2. Metodología

2.1 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) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 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 y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

2.1.1 Método de flujo 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 (Fernández, 2012; Maquieira y 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; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Palepu et al., 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 y 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; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 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 y 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 y 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, además 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 (Fernández, 2012).

2.1.2 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas.



Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

2.1.2.1 Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

2.1.2.2 Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

2.1.2.3 Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción



- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas dividida por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

3. Descripción de la empresa e industria

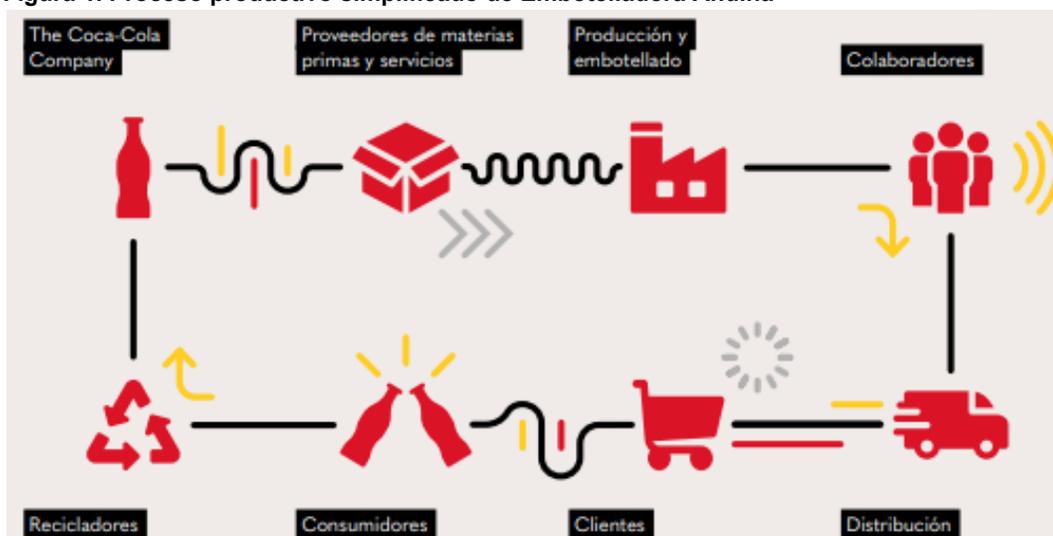
3.1 Descripción de la empresa

En los siguientes apartados se describirán los aspectos más importantes de la empresa y sus hechos más relevantes desde su constitución, utilizando como fuente principal la memoria anual de la misma empresa.

3.1.1 Antecedentes del negocio e historia

Embotelladora Andina es una empresa chilena que se dedica principalmente a la fabricación, embotellado, comercialización y distribución de los productos registrados de The Coca-Cola Company, además de procesar, comercializar y distribuir otras marcas tales como: Monster, Heineken, AB Inbev, Diageo y Capel, etc... Los países en los que opera son Chile, Argentina, Brasil y Paraguay, donde en todos estos basan su negocio en la producción y venta de bebidas no alcohólicas principalmente (Refinitiv Eikon, 2022).

Figura 1. Proceso productivo simplificado de Embotelladora Andina



Fuente: Memoria anual Embotelladora Andina (2023)



La empresa transa sus acciones desde 1955 en la bolsa de comercio de Santiago, hasta la actualidad bajo dos series de acciones: A y B, mientras que la primera da derecho a la elección de 12 de los 14 directores de la empresa, la segunda permite la elección de los 2 restantes, pero en compensación recibe un 10% más de dividendos que las serie A, estas preferencias o derechos de ambas acciones durarán hasta el 31 de diciembre del 2130, donde se eliminará la diferencia de series y convergen a un tipo de acción (Embotelladora Andina, 2023).

Tabla 1. Antecedentes de Embotelladora Andina

Tipo de información	Descripción
Ticker o nemotécnico	Chile: ANDINA-A.SN y ANDINA-B.SN
	EEUU (ADR): AKO-A y AKO-B
Clase de acción	Posee clase A y B
Derechos de cada clase	Serie A: Elegir a 12 de los 14 directores
	Serie B: Elegir a 2 de los 14 directores y recibir un 10% más de dividendos que la serie A
Mercado donde transa sus acciones	Santiago de Chile
Rubros y países donde opera	Opera en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay. En cuanto a los rubros son Gaseosas, Aguas, Jugos y otros y Cervezas y otros alcohólicos
Clasificación de riesgo	Fitch (nacional): AA+ (2023)

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2023) y Eikon Thomson Reuters

La composición del portafolio de productos muestra que la gran mayoría de sus ingresos provienen de las gaseosas:

Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Embotelladora Andina

Países y rubros donde opera para el año 2022	Ingresos en M\$	%	EBITDA (en M\$)	%
Chile	1.123.665.196	42,22%	121.143.193	35,10%
Gaseosas	584.305.902	52%		



<i>Aguas</i>	202.259.735	18%		
<i>Jugos y otros</i>	191.023.083	17%		
<i>Cervezas y otros alcohólicos</i>	146.076.475	13%		
Argentina	688.704.911	25,88%	88.890.331	25,75%
<i>Gaseosas</i>	585.399.174	85%		
<i>Aguas</i>	55.096.393	8%		
<i>Jugos y otros</i>	48.209.344	7%		
Brasil	636.859.882	23,93%	84.531.293	24,49%
<i>Gaseosas</i>	515.856.504	81%		
<i>Aguas</i>	44.580.192	7%		
<i>Jugos y otros</i>	63.685.988	10%		
<i>Cervezas y otros alcohólicos</i>	12.737.198	2%		
Paraguay	212.339.131	7,98%	50.579.363	14,65%
<i>Gaseosas</i>	171.994.696	81%		
<i>Aguas</i>	20.639.364	12%		
<i>Jugos y otros</i>	1.444.755	7%		

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2023)

Estos ingresos son creados gracias a su gran cantidad de activos productivos a lo largo de los países en los que la empresa opera, en lo que se puede destacar sus 8.468 proveedores, 10 plantas embotelladoras, 5 plantas filiales y 94 centros de distribución (Embotelladora Andina, 2023). Lo que le permite tener un gran alcance a las zonas geográficas que Embotelladora Andina desea llegar. Todos estos activos se reparten entre las muchas empresas filiales de Embotelladora Andina, las cuales se detallarán posteriormente en el informe.

Embotelladora Andina nace en 1946 para cumplir con el rol de embotelladora para la Coca-Cola Company conjuntamente con Embonor (su otro socio estratégico localizado en el norte de Chile). Como se señaló anteriormente a partir de 1955 la empresa empezó a cotizar en la bolsa de comercio de Santiago.



En 1985 las familias Garcés Silva, Said Handal, Said Somavía y Hurtado Berger adquirieron la propiedad mayoritaria de la empresa, luego en 1994 procede a cotizar en la bolsa de valores de Nueva York mediante en el formato de ADR, el año siguiente se adquiere en Argentina el embotellador de Coca-Cola en las ciudades de Rosario, Mendoza, Córdoba y de empaque y envasado en Buenos Aires.

Para 1996 The Coca Cola company adquiere el 11% de la propiedad de Andina, el 2000 Andina se vuelve expandir adquiriendo en Brasil los embotelladores de Coca Cola Niteroi, Victoria y Governador Valadares, ya en 2007 se pacta un Joint Venture con el sistema Coca Cola para el negocio de aguas y jugos en el mercado brasileño, para ese año además se incorporan los pilares de sustentabilidad a la estrategia de negocios. En 2008 se adquiere Benedictino al portafolio de aguas, además de ser el año del primer reporte de sostenibilidad.

En 2012 la empresa se fusionó con Coca-Cola Polar incorporando nuevos territorios en Chile, Argentina y Paraguay, paralelamente sigue la expansión en Brasil con la adquisición del 40% de la empresa Sorocaba Refrescos en Brasil y la familia Chadwick Claro se incorpora al grupo de familias controladoras de la empresa.

Para 2013 la empresa adquiere la Companhia de Bebidas Ipiranga (embotelladora de Coca Cola en Brasil), en 2016 se genera un Joint Venture de Coca-Cola del Valle New Ventures S.A. junto con Coca-Cola de Chile S.A. y Coca-Cola Embonor S.A. y luego el 2018 se realizó la adquisición de Guallarauco. Para 2020 la familia Hurtado Berger vende las acciones Serie A de la Compañía, dejando de ser parte del Grupo Controlador.

La baja representatividad de las bebidas alcohólicas en la tabla 2 se debe entre otros factores al reciente desarrollo de esta actividad por parte de Embotelladora Andina que se dió mediante acuerdos de la empresa con otras compañías:



- 2018: Acuerdo con Diageo para distribuir las bebidas alcohólicas
- 2019: Acuerdo para la distribución del pisco Capel en Chile.
- 2020: Acuerdo para vender, comercializar y distribuir las principales marcas de AB Inbev Chile en ciertas regiones del país.
- 2021: Acuerdos para la distribución de los productos de Viña Santa Rita en Chile y de cervezas de Estrella Galicia en Brasil.
- 2022: Acuerdo de venta y distribución de Campari en el Estado de Espiritu Santo en Brasil.

Embotelladora Andina se posiciona así misma como una empresa con alta capacidad de generar valor agregado, ellos mismos declarando en su memoria anual de 2022, una generación de valor económico agregado por 3.756.569.263 CLP de los cuales 274.316.051 fueron directamente a pagar dividendos a sus accionistas.

En la actualidad Embotelladora Andina es una de las empresas más grandes de bienes consumibles de América Latina, ostentando los siguientes puestos por categoría en los países en los que opera:

Tabla 3. Posición en participación de mercado

	Bebidas gasificadas	Jugos y otros	Aguas
Argentina	1º	1º	2º
Brasil	1º	1º	1º
Chile	1º	2º	2º
Paraguay	1º	1º	1º

Fuente: Memoria Anual Embotelladora Andina (2023)



3.1.2 Principales accionistas

A continuación se puede observar la estructura de control accionaria de Embotelladora Andina:

Tabla 4. Principales accionistas de Embotelladora Andina

Accionista	Serie A	Serie B	% de propiedad
Grupo controlador	262.428.986	85.920.727	36,80%
Otros	108.015.682	322.271.152	45,46%
Coca Cola	69.348.241		7,33%
AFPs	30.066.330	40.402.490	7,44%
ADRs	3.430.062	24.686.934	2,97%
Total	473.289.301	473.281.303	100,00%

Fuente: Memoria Anual Embotelladora Andina (2023)

Cabe destacar de que a pesar de que la empresa no tiene el porcentaje de participación más alto a nivel global (sumando ambas series), este si lo tiene en la acción serie A que para efectos prácticos es la que determina el control sobre la empresa mediante la elección de la mayoría de los directores como se explicó anteriormente (con un 35,67% de las acciones serie A). Profundizando dicho punto Embotelladora Andina goza de un acuerdo de actuación conjunta (el “Pacto”) con The Coca Cola Company desde el 5 de septiembre de 1996, con el cual asegura la mayoría de los votos en las juntas de accionistas (Embotelladora Andina, 2022). The Coca Cola Company es el único accionista aparte del controlador que posee más del 10% de participación sobre Embotelladora Andina.

El grupo controlador de Embotelladora Andina estaba conformado por cinco familias chilenas: Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía, pero en 2020 el grupo Hurtado Berger vendió su participación de acciones series A por acciones serie B, reduciendo su control político pero aumentando la liquidez de los



papeles en control de la familia (Donoso, 2020). Por lo que en la actualidad la empresa es controlada por las cuatro familias restantes de forma equitativa (en cuanto a la participación en la acción con derechos políticos: serie A).

Sobre las empresas que tienen participación y son consideradas como grupo controlador están: Inversiones Cabildo SPA (familia Said Somavía), Inversiones SH Seis Limitada (familia Said Handal) e Inversiones Nueva Delta S.A (familia Gárce Silva), mientras que la familia Chadwick tiene su propiedad repartida con mayor segmentación que las familias anteriores con las empresas: Inversiones Playa Amarilla SPA, Inversiones Playa Negra SPA, El Campanario Limitada, Inversiones Las Niñas Dos SPA, Inversiones Don Alfonso Limitada e Inversiones Los Robles Limitada.

A continuación se observa la participación directa e indirecta que tienen las 4 familias del grupo controlador sobre la empresa:

Tabla 5. Composición de la propiedad del grupo controlador

Propietario de la participación	Serie A	Serie B
Familia Said Handal		
Inversiones SH Seis Limitada	65.489.786	25.164.863
Sucesión de Jaime Said Demaría		49.600
Participación por Serie	13,8371%	5,3275%
Familia Said Somavía		
Inversiones Cabildo SpA	65.487.786	36.950.863
Sucesión de José Said Saffie		49.600
Participación por Serie	13,8367%	7,8178%
Familia Gárce Silva		
Inversiones Nueva Delta S.A.	58.927.056	
Inversiones Nueva Delta Dos S.A.	3.574.999	



Inversiones Nueva Sofía Limitada	2.985.731	12.978.583
José Antonio Garcés Silva		49.600
Participación por Serie	13,8367%	2,7527%
Familia Chadwick Claro		
Inversiones El Campanario Limitada	16.475.069	
Inversiones Los Robles Limitada	16.475.069	6.638.363
Inversiones Las Niñas Dos SpA	16.475.068	
Inversiones Don Alfonso Limitada	16.475.068	6.638.363
Eduardo Chadwick Claro	63.327	63.327
Participación por Serie	13,9372%	2,2560%

Fuente: Memoria anual Embotelladora Andina (2023)

Por lo tanto el grupo controlador designa a la mayoría del directorio al poseer la mayoría en las acciones serie A (55,45%) y un acuerdo con The Coca Cola Company la cual tiene en su poder el 14,65% de las acciones con derechos políticos, eligiendo así como mínimo 8 de los 14 directores, sin contar su participación en la serie B (18,15%).

3.1.3 Filiales destacadas

La empresa posee filiales en diferentes países: Chile, Argentina, Brasil, Paraguay e Islas Británicas. En sus estados financieros las divide en entidades filiales e inversiones asociadas, las primeras son aquellas que controla directa o indirectamente: “Se posee control cuando la Sociedad tiene poder sobre la participada, cuando tiene exposición o derecho a rendimientos variables procedentes de su implicación en la participada y cuando se tiene la capacidad de utilizar su poder para influir en el importe de los rendimientos del inversor” (Embotelladora Andina, 2022). Mientras que las asociadas “Son todas las entidades sobre las que el Grupo no tiene control y sí tiene influencia



significativa. La influencia significativa es el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la asociada, sin llegar a tener el control ni el control conjunto sobre ésta” (Embotelladora Andina, 2022).

A continuación se hará una breve descripción de las filiales y asociadas mediante información disponible en la memoria anual de Embotelladora Andina, que no son consideradas inversiones “sin influencia significativa” y están aludidas en la figura 1:

3.1.3.1 Chile

- Andina Bottling Investments SA: Su objeto social es fabricar, embotellar y comercializar bebidas y alimentos en general e invertir en otras sociedades (principalmente de Argentina). Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en ser vehículo de inversión. Es considerada filial.
- Andina Bottling Investments Dos SA: Su objeto social es efectuar exclusivamente en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en ser vehículo de inversión para las filiales y asociadas de Brasil mediante Rio de Janeiro Refrescos Ltda. Es considerada filial.
- Andina Inversiones Societarias SA: Su objeto social es invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general, invirtiendo minoritariamente de forma directa e indirecta en gran parte de las filiales de la empresa. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en ser vehículo de inversión. Es considerada filial.
- Coca-Cola del Valle New Ventures SA: Su objeto social es fabricar, distribuir y comercializar toda clase de jugos, aguas y bebestibles en general. Mientras que



su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en producir agua y jugos para los embotelladores de Coca-Cola en Chile. Es considerada filial.

- Comercializadora Novaverde SA: Su objeto social es el procesamiento y comercialización de frutas, helados, hortalizas y alimentos en general, bajo la marca Guallarauco. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en la venta de jugos, aguas saborizadas, entre otros, a los embotelladores de Coca-Cola en Chile. Es considerada filial.
- Embotelladora Andina Chile SA: Su objeto social es fabricar, embotellar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en el arriendo de infraestructura productiva. Es considerada filial.
- Envases Central SA: Su objeto social es producir y envasar toda clase de bebidas y comercializar todo tipo de envases. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en la producción de latas y algunos formatos pequeños para los embotelladores de Coca-Cola en Chile. Es considerada filial.
- Envases CMF: Su objeto social es la fabricación y venta de productos de material plástico y servicios de embotellamiento y envase de bebidas. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en proveedor de botellas plásticas, preformas y tapas. Es considerada filial.
- Re-Ciclar SA: Su objeto social es la producción, procesamiento y comercialización de material reciclable. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en el procesamiento y generación de resina PET reciclada para los embotelladores de Coca-Cola en Chile, entre otros. Es considerada filial.



- Red de Transportes Comerciales Ltda: Su objeto social es el transporte de carga en general en el rubro de bebidas y demás mercaderías elaboradas. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en la prestación de servicios de transporte terrestre y de comercialización de productos. Es considerada filial.
- Servicios Multivending Ltda: Su objeto social es comercializar productos por medio de utilización de equipos y maquinarias. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en la prestación de servicios de comercialización de productos a través de máquinas expendedoras. Es considerada filial.
- Transportes Andina Refrescos Ltda: Su objeto social es prestar servicios de administración y manejo de transporte terrestre nacional e internacional. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en la prestación de servicios de transporte terrestre. Es considerada filial
- Transportes Polar SA: Su objeto social es el transporte de carga en general en el rubro de bebidas y demás mercaderías elaboradas. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en la prestación de servicios de transporte terrestre. Es considerada filial.
- Vital Jugos SA: Su objeto social es fabricar, distribuir y comercializar todo tipo de productos alimenticios, jugos y bebestibles. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en producir jugos para los embotelladores de Coca-Cola en Chile. Es considerada filial
- Vital Aguas SA: Su objeto social es fabricar, distribuir y comercializar toda clase de aguas y bebestibles en general. Mientras que su relación comercial con



Embotelladora Andina consiste en producir agua mineral para los embotelladores de Coca-Cola en Chile. Es considerada filial.

3.1.3.1 Argentina

- Andina Empaques Argentina SA: Su objeto social es el diseño, fabricación y comercialización de productos plásticos, principalmente envases. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en proveer de botellas plásticas y preformas. Es considerada filial
- Embotelladora del Atlantico SA: Su objeto social es fabricar, embotellar y comercializar bebidas no alcohólicas. Además de elaborar, fabricar, embotellar y vender otras bebidas y derivados. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en ser el embotellador de Coca Cola en Argentina. Es considerada filial

3.1.3.1 Brasil

- Rio de Janeiro Refrescos Ltda: Su objeto social es fabricar y comercializar bebestibles en general, refrescos en polvo y otros productos semielaborados relacionados. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en ser embotellador de Coca Cola en Brasil. Es considerada filial y posee propiedad de las empresas asociadas en Brasil: SRSA Participações Ltda, Sorocaba Refrescos Ltda, UBI 3 Participações Ltda, Kaik Participações Ltda, Leão Alimentos e Bebidas Ltda y Trop Frutas do Brasil.
- SRSA Participações Ltda: Su objeto social es la compra y venta de inversiones inmobiliarias y de gestión de la propiedad. Mientras que su relación comercial



con Embotelladora Andina consiste en ser una sociedad de apoyo al giro. Es considerada asociada.

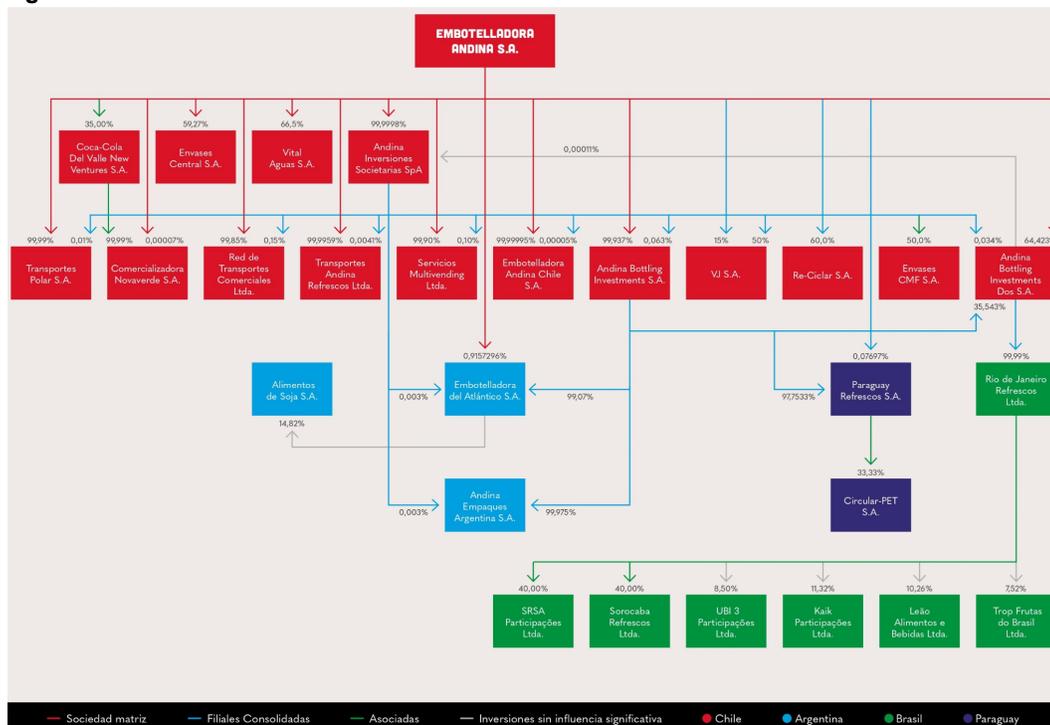
- Sorocaba Refrescos Ltda: Su objeto social es fabricar y comercializar alimentos, bebestibles en general y concentrado de bebidas. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en ser embotellador de Coca Cola en Brasil. Es considerada asociada.

3.1.3.1 Paraguay

- Paraguay Refrescos SA: Su objeto social es elaborar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas carbonatadas y no carbonatadas. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en ser el embotellador de Coca Cola en Paraguay. Es considerada filial.
- Circular-PET SA: Su objeto social es la fabricación y comercialización de resinas de PET post-consumo reciclado, proveniente de la transformación de hojuelas de PET. Mientras que su relación comercial con Embotelladora Andina consiste en procesar resinas de PET post consumo que utilizará la embotelladora posteriormente. Es considerada asociada.



Figura 2. Estructura societaria de Embotelladora Andina



Fuente: Memoria Anual de Embotelladora Andina (2023)

A continuación se presentan los porcentajes de participación de la sociedad matriz sobre las filiales y asociadas:

Tabla 6. Principales filiales y asociadas de Embotelladora Andina

Nombre	País	Porcentaje de participación	Capital Suscrito y Pagado (miles de \$CH al 31/12/22):
Andina Bottling Investments Dos S.A.	Chile	100%	466.474.897
Andina Bottling Investments S.A.	Chile	100%	311.727.582
Andina Empaques Argentina S.A.	Argentina	99,98%	2.472.553
Andina Inversiones Societarias SpA	Chile	100%	30.082.325
Circular-PET S.A.	Paraguay	97,83%	9.904.604
Coca-Cola del Valle New Ventures	Chile	35,00%	84.442.238



S.A.			
Comercializadora Novaverde S.A.	Chile	99,99%	14.856.772
Embotelladora Andina Chile S.A	Chile	100%	27.278.206
Embotelladora del Atlantico S.A.	Argentina	99,99%	3.782.900
Envases Central S.A.	Chile	59,27%	7.562.354
Envases CMF S.A.	Chile	50%	32.981.986
Leão Alimentos e Bebidas Ltda	Brasil	10,26%	179.221.059
Paraguay Refrescos S.A.	Paraguay	33,33%	4.893.340
Re-Ciclar S.A.	Chile	60%	10.700.000
Red de Transportes Comerciales Ltda.	Chile	100%	2.200.314
Rio de Janeiro Refrescos Ltda	Brasil	99,99%	119.168.159
Servicios Multivending Ltda	Chile	100%	862.248
Sorocaba Refrescos Ltda	Brasil	40%	9.599.932
SRSA Participações Ltda.	Brasil	40%	3.281
Transportes Andina Refrescos Ltda.	Chile	100%	12.620.629
Transportes Polar S.A.	Chile	100%	1.619.315
Trop Frutas do Brasil Ltda	Brasil	7,52%	64.482.849
Vital Aguas S.A.	Chile	66,50%	4.331.154
Vital Jugos (VJ) S.A.	Chile	65%	20.675.167

Fuente: Memoria anual Embotelladora Andina (2023)

Adicionalmente en el Anexo 1 se puede observar las empresas en las que Embotelladora tiene participación, sin que necesariamente exista control corporativo.



3.2 Descripción de la industria

3.2.1 Estado actual

Embotelladora Andina participa en la industria del embotellamiento, el rol de las empresas que operan en este rubro consiste en: tomar el concentrado creado por otra empresa (en este caso Coca-Cola Company) y procesarlo hasta quedar con el producto terminado (botellas de bebidas) para posteriormente comercializar el producto. Haciendo todos los procesos intermedios entre la producción del concentrado hasta el consumo por parte de los consumidores.

Tabla 7. Participación de mercado de Embotelladora Andina por país y producto

En %	Gaseosas	Jugos y otros	Agua
Argentina	59%	47%	15%
Brasil	63%	52%	29%
Chile	64%	40%	44%
Paraguay	75%	63%	55%

Fuente: Memoria Anual de Embotelladora Andina (2023)

El promedio ponderado por regiones de alcance de Embotelladora Andina es de 76,54% en bebidas suaves, 12,55% en aguas y 10,90%. Debido a esto se puede argumentar que el análisis de la industria se debería hacer en base al cono sur y no a un análisis país por país. Esto conjuntamente al limitado número de proveedores y competidores mostraría que es una industria consolidada.



Figura 3. Mapa de países en los que opera Embotelladora Andina



Fuente: Presentación accionistas de Embotelladora Andina (2023)

Esta industria se caracteriza por presentar una alta rivalidad entre los competidores, destacando en el territorio chileno Embotelladora Andina S.A. y CCU, declarando la primera poseer una participación de mercado de más del 67% en Gaseosas, 38% en Néctares y Jugos y 42% en Aguas (Memoria Anual Embotelladora Andina S.A, 2019).

En el territorio brasileño su principal competidor es American Beverage Company (Ambev) productor y distribuidor de cervezas y gaseosas de la marca PepsiCola. En Argentina su principal competidor es Inbev y las marcas de bajo costo Pritty, Manaos y Talca y en Paraguay sus principales competidores son las marcas de bajo costo y la marca local Niko/De la Costa. En todos los países en donde opera la compañía declara tener más del 60% de la participación en la categoría Gaseosas.

La concentración de la participación de mercado se produce por las altas barreras de entrada, la más importante siendo el contrato con la suministradora de concentrado (lo que tiene un alto riesgo operacional por parte de la empresa) quien usualmente limita a las empresas a las que va a proveer y genera contratos muy estrictos con el objetivo de



estandarizar el producto final. Estas altas exigencias a su vez crean altas barreras de entrada a la industria las que involucran una fuerte inversión inicial en infraestructura (plantas y líneas de producción) y acceso a una robusta cadena logística, centrada en la distribución y almacenamiento, la cual debe asegurar el cumplimiento de los tiempos y compromisos para la comercialización en los distintos canales (tradicional, horeca y supermercados). Lo mencionado anteriormente también implica un alto costo de abandono a la industria, pues sería difícil liquidar una empresa así sin perder una alta parte del valor de la empresa en la liquidación. Todo esto significa que es difícil ver la entrada de nuevos competidores a esta industria y concentra el poder de los proveedores contra los consumidores, pero no contra los proveedores, pues si llega a ser necesario las empresas de concentrado pueden crear sus propias filiales de embotellamiento en los países a explotar (como fue el caso en la fundación de Embonor o Andina).

Debido a la alta concentración de la industria podemos asumir que también existe una alta competencia, no solo en los precios sino que también en los costos. Tratando de generar la mayor utilidad en ventas a la vez que se trata de reducir tanto como se pueda los costos principalmente asociados al contrato con la proveedora de concentrado.

Por el lado de los consumidores tienen un relativamente bajo poder de negociación respecto a las embotelladora, pues hay pocas embotelladora que suministren en una misma área geográfica, por lo que estas usualmente imponen medidas para ser distribuidoras únicas en los contratos y dificultan el cambio entre distribuidoras en los mismos contratos en las empresas grandes . En la misma línea también cabe destacar que los sustitutos para Andina son pocos si no es ninguno, pues al tener una línea tan amplia de productos está satisface toda la gama de productos que los consumidores (tiendas) podrían necesitar desde agua embotellada hasta bebidas alcohólicas.



Operacionalmente esta es una industria que no sufre de mayores riesgos, siendo su mayor riesgo la pérdida del contrato con la vendedora de concentrado. Riesgo de integración vertical hacia adelante y que la vendedora de concentrado decida crear otra embotelladora (caso improbable pero una amenaza que mantiene a raya el poder de negociación de las empresas). Otros riesgos a mencionar hoy podrían ser los riesgos de cadena de suministro, pues la empresa se compromete a la compra en cierto valor del considerado pero si cambia el costo del embotellamiento afectaría gravemente a sus índices de retorno.

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

3.2.2 Riesgos de la industria

Riesgo de tipo de cambio, el cual significa que el tipo de cambio de ciertos países fluctúa afectando las cantidades de dinero retribuidas a final de periodo y las cantidades de dinero invertidas en dichos países, en el caso de Andina como se refleja en los estados financieros de la empresa con la transacción de derivados que tienen el objetivo de mitigar el riesgo de tipo de cambio y precio de materias primas y obligaciones bancarias (Embotelladora Andina, 2022).

En la línea de los riesgos derivados de la cadena de suministro, existen 2 riesgos principales, el agua y la energía, los cuales aumentaron los costos de la operación debido al cambio climático y escasez de agua, de ser el caso de cambios en los derechos de extracción de agua (ejemplo del proceso constitucional pasado) o de la



imposición de restricciones en la extracción de agua (caso de las pampas argentinas) o simplemente la disminución de las napas subterráneas. Ante esto la empresa ha preparado un plan de eficiencia en el uso de los recursos hídricos, con lo cual esperan mitigar los riesgos de posibles contingencias derivadas del cambio climático. Por el lado del petróleo es más complejo poder evitar shocks al valor de la producción, debido a las constantes fluctuaciones a los que está expuesto este commodity, se esperaría que la división de distribución fuera la más expuesta a este riesgo, por lo que también como se ve en sus activos Embotelladora Andina tiene contratos de derivados financieros con el fin de establecer un precio constante para evitar mayores sorpresas en sus resultados. Cabe destacar que se espera que a medida que se vaya transfiriendo a una economía basada cada vez más en energías eléctricas este riesgo vaya disminuyendo cada vez más.

Riesgo reputacional, existen varios riesgos ligados a la reputación empresarial. El más importante siendo que si Embotelladora Andina pierde la confianza de The Coca-Cola Company o de sus clientes existe la posibilidad que cancelen su licencia de producción ligada a la familia de productos Coca Cola, por lo que es indispensable para la compañía mantener una reputación pristina en cuanto a sus estándares de calidad y capacidades de distribución. Otros riesgos ligados a la reputación empresarial están en la tasa de los seguros y bonistas quienes podrían pedir primas mayores de pensar que los flujos podrían verse afectados negativamente o directamente decidir cortar aseguramiento o préstamos a la empresa.

Riesgo de no pago, en cuanto al riesgo de crédito de sus deudores Andina declara : “El riesgo de crédito relacionado a cuentas por cobrar comerciales es administrado y monitoreado por la Gerencia de Administración y Finanzas de cada unidad de negocio. La Sociedad posee una amplia base de más de 283 mil clientes lo que implica una alta atomización de las cuentas por cobrar, las cuales están sujetas a las políticas, procedimientos y controles establecidos por la Sociedad. De acuerdo con dicha política los créditos deben ser con base objetiva, no discrecional y otorgado de modo uniforme



a todos los clientes de un mismo segmento y canal, siempre y cuando éstos permitan generar beneficios económicos a la Sociedad. El límite del crédito es revisado periódicamente considerando su comportamiento de pago. Las cuentas por cobrar comerciales pendientes de pago son monitoreadas mensualmente” (Embotelladora Andina, 2022). Con esto minimiza el impacto esperado del default de ciertas contrapartes. Logrando de esta manera poder operar con tranquilidad de no tener sobredependencia en el impago de algún cliente. Cabe destacar que es inevitable que eventualmente de los miles de clientes de cualquier empresa grande haya quienes no paguen o pague tarde, pero el sistema de Andina está diseñado para evitar que estos sucesos tengan un impacto sustancialmente negativo en el funcionamiento de la empresa.

Cabe mencionar también la fuerte influencia que posee The Coca-Cola Company sobre Embotelladora Andina, por un lado mediante la posesión de acciones tanto directamente o a través de las filiales. Por otro lado, con la posibilidad de cancelar la licencia para la producción y distribución de sus productos en los territorios en los que Embotelladora Andina opera. Finalmente The Coca-Cola Company puede no aceptar dar la licencia a un nuevo territorio donde Embotelladora Andina se expanda, por lo que esto representa un riesgo para posibles expansiones futuras de la empresa a nuevos territorios.

“El entorno de los negocios de bebidas está cambiando rápidamente, incluso como resultado del aumento de las preocupaciones de salud y medio ambiente, tales como enfermedades epidémicas y si no abordamos la evolución de las preferencias de producto y compra de los consumidores, nuestro negocio podría verse afectado” (Embotelladora Andina, 2023). Así es como Embotelladora Andina deja ver el segundo riesgo más importante para la industria y para sus flujos futuros, en este flanco la empresa ya ha empezado a tomar acciones para mitigar este riesgo, entre los que se puede destacar, el aumento en la venta de bebidas gasificadas sin azúcar o “light” con lo que hemos visto el aumento de ventas de bebidas sin azúcar este año



representando un 35% de las ventas sobre el volumen total. (28% Argentina, 23% Brazil, 56% Chile y 27% Paraguay).

Ahora se mencionan los riesgos resaltados por la empresa por cada país en los que opera:

- Argentina:
 - Condiciones políticas y sociales históricamente volátiles
 - La inflación persistente podría impactar negativamente a las condiciones financieras
 - Peso argentino está sujeto a un periodo de inestabilidad y depreciación
 - Gobierno argentino podría imponer mayores restricciones a conversión de dolares
 - La capacidad del gobierno argentino para conseguir financiamiento podría impactar al crecimiento local
 - El gobierno podría exigir aumentos salariales generalizados
 - Medidas del gobierno para prevenir disturbios sociales podría afectar negativamente la economía
 - Se podrían expandir las políticas de control de precios a nuevos productos
- Brasil:
 - Condiciones políticas y sociales históricamente volátiles
 - Medidas del gobierno para paliar la inflación podrían traer efectos negativos a la demanda
 - Real brasileño está sujeto a un periodo de inestabilidad y depreciación
 - Posibles cambios en leyes tributarias
- Chile:
 - Proceso de nueva constitución
 - Evolución política podría derivar en inestabilidad
 - Peso chileno está sujeto a un periodo de inestabilidad y depreciación



- Medidas del gobierno para paliar la inflación podrían traer efectos negativos a la demanda
- Riesgos de terremotos o tsunami
- Paraguay:
 - La inflación persistente podría impactar negativamente a las condiciones financieras
 - Guaraní paraguayo está sujeto a un periodo de inestabilidad y depreciación

Como se observa, el país con mayores riesgos operacionales de la empresa (en términos cualitativos) es Argentina.

Finalmente están los riesgos generalizados para toda empresa:

- Riesgo de expropiación, con mayor énfasis en el país de Argentina.
- Riesgo de liquidez, es la probabilidad de que la empresa no sea capaz de tener suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. Al anterior riesgo también se le debe de agregar los riesgos de tasa de interés, el cual trata la posibilidad de un cambio en la tasa de interés a la que se le presta a la empresa. Esta es relevante sobre todo para empresas con altos niveles de apalancamiento, pero afecta de todos modos a empresas menos apalancadas, esto es porque esta tasa será la que determinará cuál es la estructura de capital objetivo.
- Riesgo de sus inversiones financieras, este es relativamente bajo, teniendo casi todos sus activos de largo plazo en fondos con por lo menos categoría A o N1 y los de corto plazo en AA- .
- Un riesgo menor pero de todos modos importante es el de ciberseguridad, cada vez más empresas se han visto víctimas de ataques contra sus redes para secuestrar datos o sacar información interna de la empresa para espionaje industrial.



- La percepción del riesgo de ser una empresa que actúa en economías emergentes podría dificultar el acceso de mercados de capitales extranjeros o podrían pedir primas por riesgo muy superiores a empresas comparables en regiones desarrolladas.
- Podría haber impactos negativos si la empresa no es capaz de negociar exitosamente contra los sindicatos, llevando a riesgo de paralización de la operación debido a huelgas, por lo que la empresa deberá de mantener buenas relaciones con los sindicatos a la vez que tratará de evitar pérdidas en su margen operacional derivado de negociaciones colectivas.
- Los cambios en la regulación ciertamente podrían tener impactos negativos sobre la empresa, este riesgo es particularmente latente pues las leyes sobre la alimentación son complejas y se encuentran en una evolución constante. Mismo es el caso de las leyes tributarias las cuales en los países que Embotelladora Andina opera constantemente se encuentran cambiando.

3.2.2 Regulación y fiscalización

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

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

En Chile las plantas y los productos elaborados son regularmente inspeccionadas por las SEREMI de Salud y al producir agua mineral está sujeta a regulaciones especiales



para producir este tipo de productos solo en la fuente de origen, estando a cargo de su certificación el Servicio de Salud Metropolitano del Ambiente.

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

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

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

3.2.3 Empresas comparables

A continuación se presentan tablas con la descripción de las empresas comparables y su distribución de ingresos y EBITDA:

Tabla 8. Antecedentes de Compañía de Cervecerías Unidas

Tipo de información	Descripción
Ticker o nemotécnico	Chile: CCU.SN EEUU (ADR): CCU
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y New York Stock Exchange (NYSE)
Rubros y países donde opera	Opera en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. Se dedica a la producción y comercialización de



	cervezas, vino, pisco y bebidas no alcohólicas (agua, néctar, bebidas carbonatadas, entre otros...)
Clasificación de riesgo	Fitch: A- (2022)

Fuente: Memoria anual de CCU (2023) y Eikon Thomson Reuters

Tabla 9. Ingresos por rubro y país de CCU

Operación del 2022	Ingresos en M\$	%
Países		
Chile	1.896.472.434	70%
Argentina	700.321.546	26%
Uruguay	28.961.604	1%
Paraguay	65.639.419	2%
Bolivia	20.039.945	1%
Rubros		
Alcohólicas	1.818.810.903	67%
No alcohólicas	838.401.144	31%
Otros	54.222.901	2%
Total	2.711.434.948	100%

Fuente: Estados financieros de CCU (2023)

Tabla 10. Antecedentes de Coca Cola Embonor

Tipo de información	Descripción
Ticker o nemotécnico	BCS: EMBONORA.SN, EMBONORB.SN BEC: EMBONORA.CE, EMBONORB.CE
Clase de acción	Posee clase A y B
Derechos de cada clase	Serie A: Elegir a 6 de los 7 directores
	Serie B: Elegir a 1 director y recibir un 5% más de dividendos que la serie A
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Rubros y países donde opera	Opera en Chile y Bolivia. Produce y distribuye bebidas carbonatadas, agua embotellada, bebidas energéticas y jugos frutales.
Clasificación de riesgo	ICR y Feller Rate: AA- (2010)

Fuente: Memoria anual de Coca Cola Embonor (2023) y Eikon Thomson Reuters



Tabla 11. Ingresos y EBITDA por rubro y país de Coca Cola Embonor

Operación del 2022	Ingresos en M\$	%	EBITDA (en M\$)	%
Países				
Chile	374.402.749	58%	62.324.653	49,15%
Bolivia	269.885.940	42%	64.492.688	50,85%
Rubros				
Alcohólicas	230.532.312	21%		
Gasificadas	644.288.689	58%		
Aguas y jugos	183.413.211	16%		
Otros	54.943.291	5%		
Total	1.113.177.503	100%	126.817.341	100%

Fuente: Estados financieros de Coca Cola Embonor (2023)

Tabla 12. Antecedentes de Compañía de Ambev SA

Tipo de información	Descripción
Ticker o nemotécnico	Brasil: ABEV3.SA, ABEV3T.SA y ABEV3F.SA Argentina: ABEV.BA
	USA(ADR): ABEV.K Alemania (DR): AMNAy.F
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	BM&F Bovespa SA Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros, Bolsa de Comercio de Buenos Aires y New York Stock Exchange (NYSE)
Rubros y países donde opera	Opera en países de Centroamérica, Latinoamérica y Canadá. Produce, distribuye y vende cervezas, bebidas carbonatadas y otras bebidas no alcohólicas y no carbonatadas
Clasificación de riesgo	Moody's: Baa3 (2016) S&P: BBB (2018)

Fuente: Memoria anual de Ambev S.A. (2023) y Eikon Thomson Reuters

Tabla 13. Ingresos y EBITDA por rubro y país de Compañía de Ambev SA

Operación del 2022 por país	Ingresos en millones de R\$	%	EBITDA (en millones de R\$)	%
Brasil	42.636	53%	12.102	50,91%
Central America	9.440	12%	3.332	14,02%
LAS	17.371	22%	5.786	24,34%



Canadá	10.262	13%	2.552	10,73%
Total	79.709	100%	23.771	100,00%

Fuente: Estados financieros de Ambev (2023)

Tabla 14. Antecedentes de Compañía de Arca Continental

Tipo de información	Descripción
Ticker o nemotécnico	Mexico: AC.MX y Alemania: AJZG.F
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V y Frankfurt Stock Exchange
Rubros y países donde opera	Opera en México, Argentina, Ecuador y Perú. Distribuye y comercializa bebidas bajo la licencia de Coca Cola.
Clasificación de riesgo	Fitch (nacional): AAA (2023) Moody's: A3 (2022)

Fuente: Memoria anual de Arca Continental (2023) y Eikon Thomson Reuters

Tabla 15. Ingresos y EBITDA por rubro y país de Arca Continental

Operación del 2022	Ingresos en MM MXP	%	EBITDA (en MM MXP)	%
Países				
México	89.334	43%	20.591	51,97%
Sudamérica	40.550	20%	7.908	19,96%
Estados Unidos	77.902	37%	11.124	28,07%
Rubros				
Bebidas	195.659	94,16%	38.480	97%
Otros negocios	14.117	6,79%	1.141	3%
Eliminaciones	-1.991	-0,96%		

Fuente: Estados financieros de Arca Continental (2023)

Tabla 16. Antecedentes de Compañía de Coca Cola FEMSA

Tipo de información	Descripción
Ticker o nemotécnico	Mexico: KOFUBL.MX
	USA(ADR): KOF Argentina (DR): KOFM.BA Brasil(DR): C2CA34.SA
Clase de acción	Posee clase A y D (ambas ordinarias sin restricción de voto)
	Además de las clases B y L que tienen condiciones para su libre transferencia
Derechos de cada clase	Serie A: Sólo puede ser adquirida por mexicanos y no representa



	más del 50,1% de las acciones ordinarias
	Serie D: Puede ser adquirida por extranjeros y no representa más del 49,9% de las acciones ordinarias
	Serie B y L: Se pueden transferir si están listadas como unidades vinculadas (agrupación de 3 acciones serie B con 5 de serie L), agruparlas además proporcionan derechos de voto adicionales a los accionistas minoritarios
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V, New York Stock Exchange (NYSE), Bolsa de Comercio de Buenos Aires
Rubros y países donde opera	Divide sus operaciones en Centroamérica y Sudamérica. Produce, distribuye y comercializa ciertas bebidas de Coca Cola.
Clasificación de riesgo	S&P: A- (2022)

Fuente: Memoria anual de Coca Cola FEMSA (2023) y Eikon Thomson Reuters

Tabla 17. Ingresos por rubro y país de Coca Cola FEMSA (KOF)

Países y rubros donde opera para el año 2022	Ingresos en millones de Ps.	%	EBITDA (en millones de Ps.)	%
México y centroamérica	131.002	58%	15.797	61.26%
Sudamérica	95.738	42%	9.990	38.74%
Rubros				
No alcohólicas	11.604	100%		100%

Fuente: Estados financieros de Coca Cola FEMSA (2023)

Como se observa las empresas comparables son empresas que transan sus valores accionarios en bolsa, tienen ingresos compuestos por bebidas tanto alcohólicas como no alcohólicas y también tienen una presencia relevante en latinoamérica. Las clasificaciones de riesgo pertenecen al rating de largo plazo del emisor.



4. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

4.1 Deuda financiera

La razón deuda corriente financiera sobre deuda financiera no corriente oscila en torno al 5%, no obstante lo anterior esta se disparó el 2022 a un 40,59%, esto se da principalmente por el vencimiento del bono con mayor nominal vigente para la fecha: “ANDIN 5.000 01-OCT-2023” con emisión el 1 de octubre del 2013, que pasa de ser un pasivo no corriente a uno corriente porque vence en un plazo menor a un año. El próximo vencimiento son los bonos serie “B” el 2026, no obstante lo anterior su nominal remanente es mucho menor, por lo que generaría un efecto atenuado en la proporción de financiamiento (M\$316.293.761 contra M\$39.308.908 respectivamente). Los bonos representan más del 90% de la deuda financiera de la empresa (a excepción del 2022 donde bajó a 87%), siendo por lo tanto su componente principal.

El bono a mayor plazo, segundo en proporción sobre el nominal vigente (M\$300.000.000, es decir 44,11%) y el más recientemente emitido (21 de enero del 2020) es el bono “ANDIN 3.950 21-JAN-2050 '49”. Junto con el otro bono nombrado anteriormente componen el 97,79% del nominal vigente, ambos tienen su unidad de reajuste en dólares. En general los bonos de la empresa son similares a los bonos tipo bullet ya que pagan cupones semestrales y amortizan al final de la vida del bono, la diferencia radica en que lo hacen en más de una cuota (plain vanilla).

Se consideran todas las subcuentas de pasivos financieros para la elaboración de la estructura de capital, a pesar de que existen algunas que requieren análisis para determinar si son financieras o no, tales como: pasivos por arrendamiento (leasing) y obligaciones por contratos derivados (cross currency swaps y forwards de moneda), ambas se consideran como deuda financiera ya que generan un egreso financiero en la empresa.



Tabla 18. Evolución de la deuda financiera de la empresa

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Total corriente	2.036	1.434	1.327	1.541	10.461
<i>Obligaciones con bancos</i>	782	51	27	1	20
<i>Obligaciones con el público, neto</i>	750	763	643	819	9.705
<i>Depósitos en garantía por envases</i>	444	394	417	432	468
<i>Obligaciones por contratos por derivados</i>	5	13	42	24	66
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	56	212	197	264	202
Total no corriente	25.995	26.257	34.049	33.591	25.770
<i>Obligaciones con bancos</i>	88	32	138	129	381
<i>Obligaciones con el público, neto</i>	25.406	25.396	31.610	32.933	21.742
<i>Obligaciones por contratos por derivados</i>			1.774		3.195
<i>Pasivos por arrendamiento</i>	501	828	528	529	453
Total	28.030	27.691	35.376	35.132	36.231

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

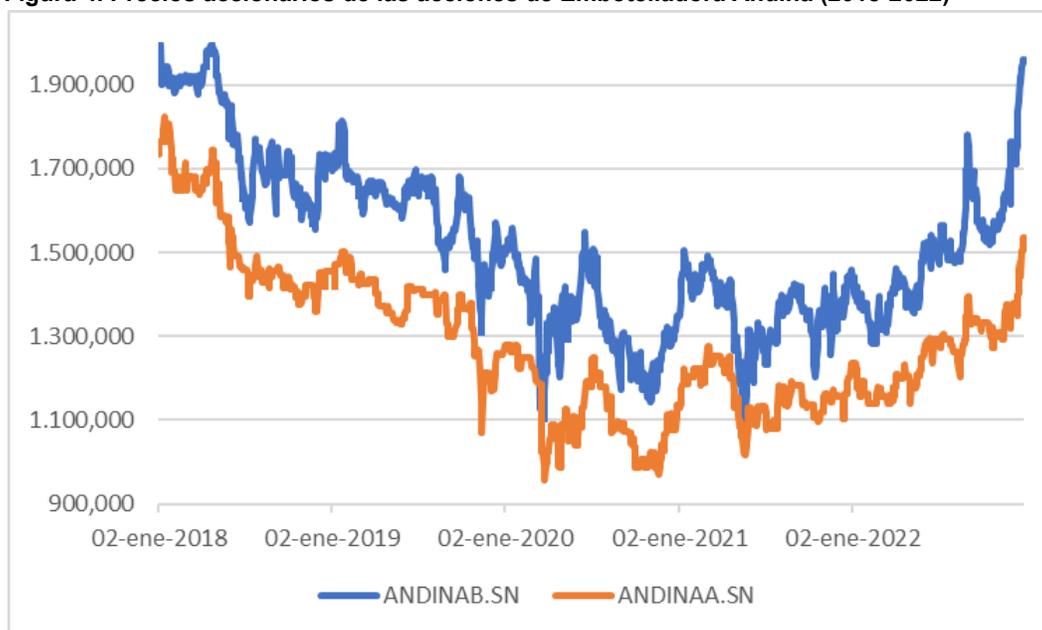
4.2 Patrimonio económico

Como se observa en la tabla 20 no ha existido emisión de acciones en los últimos cinco años y la tendencia de los bonos (en especial los serie A) ha sido a la baja, incluso antes del período de pandemia global donde de hecho los precios accionarios se estabilizaron y tuvieron una subida (más visible en la Serie B que en la A), hechos relevantes que sucedieron ese año fueron: la aprobación de la fiscalía nacional económica y posterior adquisición de Guallarauco (Diario Financiero Online, 2018) además del nuevo acuerdo con empresa líder de bebidas alcohólicas premium Diageo (Olivares, 2018), no obstante lo anterior para las fechas de estos dos sucesos el precio accionario ya iba en bajada, tendencia que se vió posteriormente reforzada por efectos del estallido social y de la crisis sanitaria hasta el primer trimestre del 2022, donde la



empresa pública los resultados del último trimestre del 2021, en ella se detalla que las ganancias aumentaron en un 46,4% respecto al mismo periodo del año anterior (2020), obteniendo un EBITDA récord de \$397.213 millones (San Juan, 2022), señal de recuperación exitosa de la empresa posterior a la crisis. De allí en adelante el precio accionario mantuvo una tendencia alcista hasta la actualidad. Otro análisis del precio accionario es observable en el siguiente gráfico:

Figura 4. Precios accionarios de las acciones de Embotelladora Andina (2018-2022)



Fuente: Eikon Thomson Reuters

Para calcular el patrimonio económico se necesita determinar cuál de las dos acciones tiene mayor presencia bursátil:

Tabla 19. Presencia bursátil de acciones de Embotelladora Andina

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
ANDINAA.SN	50,20%	37,50%	44,22%	51,81%	49,80%	46,71%
ANDINAB.SN	100,00%	96,77%	97,21%	96,80%	95,62%	97,28%

Fuente: Estados financieros de Andina (2019-2023) y Eikon Thomson Reuters



De la tabla 19 se desprende que la acción con mayor presencia bursátil es la serie B y por lo tanto con esta se calculará el patrimonio económico al multiplicar su precio por la cantidad de acciones en circulación (tanto de serie A como de serie B) de cada año.

Tabla 20. Patrimonio económico de Embotelladora Andina

En UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Número de acciones	946.570.604	946.570.604	946.570.604	946.570.604	946.570.604
<i>Serie A</i>	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301
<i>Serie B</i>	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303
Precio de la acción					
<i>Serie A</i>	0,0553	0,0469	0,0409	0,0418	0,0458
<i>Serie B</i>	0,0654	0,0557	0,0483	0,0490	0,0582
Patrimonio Económico	61.932.067	52.678.053	45.675.176	46.397.987	55.131.413

Fuente: Estados financieros de Andina (2019-2023) y Eikon Thomson Reuters

4.3 Valor económico

Ya calculado tanto la deuda financiera como el patrimonio económico se presenta a continuación el valor económico de la empresa para el período de análisis:

Tabla 21. Valor económico de Embotelladora Andina

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Valor deuda financiera (B)	28.030	27.691	35.376	35.132	36.231
Patrimonio económico (P)	61.932	52.678	45.675	46.398	55.131
Valor económico (V)	89.962	80.369	81.051	81.530	91.362

Fuente: Elaboración propia



4.4 Estructura de capital histórica y objetivo

Tabla 22. Estructura de capital de Embotelladora Andina

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	E.C. Histórica Promedio 2018-2022	E.C. Histórica Promedio 2021-2022	E.C Objetivo Promedio
B/V	31,16%	34,45%	43,65%	43,09%	39,66%	38,40%	41,37%	35,09%
P/V	68,84%	65,55%	56,35%	56,91%	60,34%	61,60%	58,63%	64,91%
B/P	0,45	0,53	0,77	0,76	0,66	0,62	0,71	0,54

Fuente: *Elaboración propia*

La estructura de capital objetivo escogida para la valoración será el promedio simple entre los años previos a la crisis pandémica y el último año del que se poseé datos (2022), es decir descontando los años principales de la crisis (2020 y 2021), justificado en que en estas fechas los valores de leverage se elevaron más de lo normal por disminución del patrimonio económico y aumento de la deuda financiera, el aumento de la deuda se da principalmente por la emisión de un bono a inicios del 2020 (Bonos USA 2050), que compensará en el futuro el vencimiento de otro bono de características similares a finales del 2023 (Bonos USA 2023), por lo que considerar la “breve” ventana en la cual se emite un bono y vence otro no refleja la deuda financiera que busca tener la empresa, más aún si el objetivo de la emisión es refinanciar la deuda previa mediante la recompra de los bonos que vencen el 2023 (Donoso, 2018).



5. Estimación del costo de capital de la empresa

5.1 Costo de la deuda

El costo de la deuda se obtiene del promedio simple de la tasa bid y ask del bono más reciente, a mayor plazo y representativo de la deuda financiera de la empresa (44,11% de la deuda conformada por bonos), con el siguiente nemotécnico: ANDIN 3.950 21-JAN-2050'49, la tasa se obtiene para la fecha del 31 de diciembre del 2022 mediante Eikon, esta tiene un valor de 5,635% que representa la tasa de deuda en dólares de la empresa.

Las tasas libre de riesgo usadas son el BTU a 30 años (1,65%) y el T. Bond Rate (3,88%), para Chile y Estados Unidos respectivamente. Y los premios por riesgo de mercado fueron calculados en base al IGPA y S&P 500, con valores de 7,25% y 5,5%, para el mercado chileno y norteamericano respectivamente.

No obstante lo anterior considerando que los estados financieros y por lo tanto los flujos de caja no están en dólares, hay que transformar dicha tasa a la moneda que se usará para valorar la empresa (UF). Esto se hace obteniendo el beta en la moneda funcional de la valoración, que a su vez se calcula como el spread entre la tasa de la deuda en dólares menos el instrumento libre de riesgo de referencia de EEUU sumándole el spread neto del CDS de Chile ("Rating-based Default Spread" obtenido de estimaciones de las estimaciones de Aswath Damodaran), todo lo anterior dividido en el premio por riesgo del país norteamericano. Obtenido ya ese beta, se utiliza en la fórmula del CAPM pero con rentabilidades del mercado chileno (para el instrumento libre de riesgo y el premio por riesgo):

$$k_d = r_f + \beta_d \cdot PPM \rightarrow \beta_d = \frac{k_d - r_f}{PPM}$$

Aplicando el ajuste por CDS:



$$\beta_d = \frac{k_d - (r_f + CDS_{neto})}{PPM} = \frac{k_d - (r_f + [CDS_{Chile} - CDS_{EEUU}])}{PPM} = \frac{5,635\% - (3,88\% + 1,04\%)}{5,55\%} = 0,13$$

Ahora se calcula la tasa de la deuda en moneda local:

$$k_d = 1,65\% + 0,13 \cdot 7,25\% = 2,592\%$$

5.2 Estimación del beta patrimonial

Para la estimación del beta patrimonial se usó una regresión lineal simple por mínimos cuadrados ordinarios entre la rentabilidad del Índice General de Precios Accionarios (IGPA) y las acciones serie B de Embotelladora Andina (ANDINA-B). Esta regresión se hizo para los retornos discretos con una frecuencia semanal para los años 2021 y 2022.

$$R_{i,t} = \alpha + \beta \cdot R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Tabla 23. Datos de la estimación del beta semanal

	Dic-22
Beta de la acción	0,59641867
P-value	2,88E-06
N° de observaciones	104
R ²	0,18609638

Fuente: *Elaboración propia*

El beta de la acción es significativo al 1% por lo tanto se puede proseguir con este beta para los siguientes cálculos. Además se realiza un ajuste al beta calculado ya que en el largo plazo los betas tienden al valor de 1 y por lo tanto para hacer más representativo el costo de capital en el futuro se hará dicho ajuste, calculando así el beta patrimonial con deuda:



$$\beta_{Bloomberg}^{C/D} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} \cdot \beta_{Calculado}^{C/D} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} \cdot 0,5964 = 0,7309$$

5.3 Beta patrimonial sin deuda

Luego, para calcular el beta patrimonial sin deuda se desapalanca mediante la fórmula de Rubinstein (1973), considerando la estructura de capital promedio del período de la regresión con la que se calculó el beta con deuda:

$$\beta_P^{C/D} = (1 + (1 - t_c) \cdot (\frac{B}{P^{C/D}})) \cdot \beta_P^{S/D} - (1 - t_c) \cdot (\frac{B}{P^{C/D}}) \cdot \beta_D$$

Para esta estimación además se necesita la tasa de impuestos corporativa, que en el caso de Chile al momento de la valoración es del 27%, Chile posee convenios para evitar la doble tributación con los otros 3 países donde la empresa ejerce sus operaciones, es decir Argentina, Brasil y Paraguay, no obstante lo anterior algunos de estos acuerdos no se encuentran vigentes en la actualidad (SII, 2023). Pero lo relevante para el cálculo del beta en este caso es la tasa impositiva del país en el cual se amortiza y devenga la deuda (Chile), porque de ahí surgen los beneficios tributarios de los gastos financieros, por lo tanto la tasa a usar es el 27%.

Luego, reemplazando todas las variables, podemos obtener el valor del beta patrimonial sin deuda considerando la estructura de capital promedio del período de estimación del beta patrimonial (2021-2022):

$$0,7309 = (1 + (1 - 27\%) \cdot 70,72\%) \cdot \beta_P^{S/D} - (1 - 27\%)(70,72\%) \cdot 0,13$$

$$\beta_P^{S/D} = 0,5263$$



5.4 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Luego se vuelve a apalancar el beta, pero ahora considerando la estructura de capital objetivo definida en el apartado 3.4 (es decir el promedio simple del 2018, 2019 y 2022), obteniendo así el beta patrimonial apalancado con estructura de capital objetivo:

$$\beta_p^{C/D} = (1 + (1 - 27\%) \cdot 54,51\%) \cdot 0,5263 - (1 - 27\%)(54,51\%) \cdot 0,13 = 0,684$$

5.5 Costo patrimonial

Obtenido ya el beta patrimonial, se puede calcular el costo del patrimonio mediante CAPM:

$$k_p = r_f + \beta_p^{C/D} \cdot PPM = 1,65\% + 0,684 \cdot 7,25\% = 6,61\%$$

5.6 Costo de capital

Finalmente se calcula el costo de capital promedio ponderado (WACC) con los datos obtenidos previamente:

$$r_0 = k_p \cdot \frac{P}{V} + k_B \cdot \frac{B}{V} \cdot (1 - t_c) = 6,61\% \cdot 64,91\% + 2,592\% \cdot 35,09\% \cdot (1 - 27\%)$$

$$r_0 = 4,9541\%$$

Por lo tanto el costo de capital de la empresa que se usará como tasa de descuento para los flujos futuros es de 4,9541%.

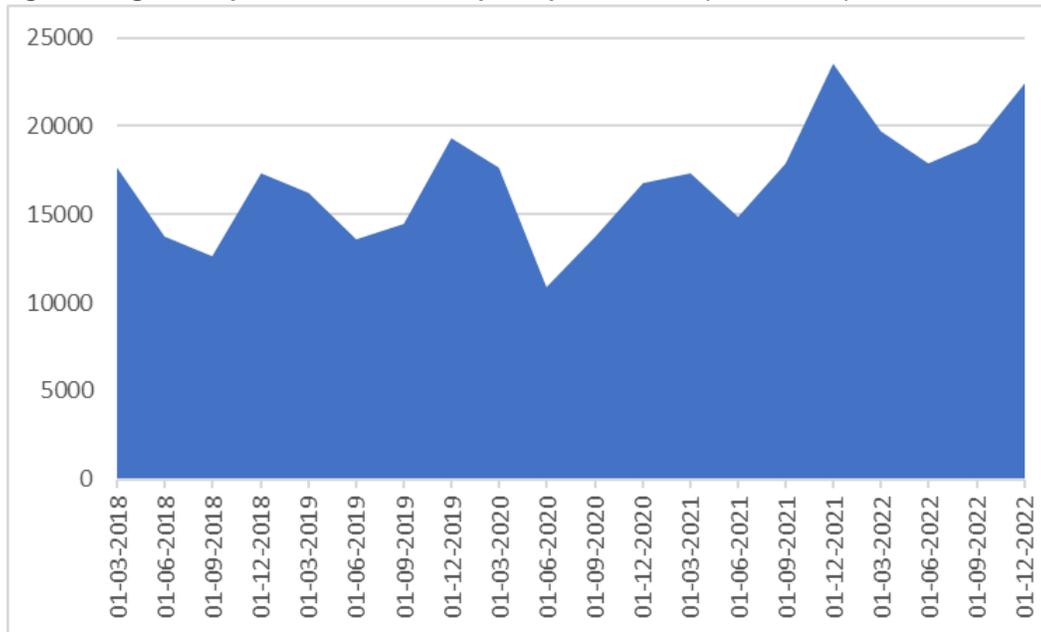


6. Análisis del negocio

6.1 Análisis del crecimiento de la empresa

En los últimos 5 años Embotelladora Andina ha tenido un crecimiento real sostenido, considerando ventas estacionales, donde generalmente estas caen en los trimestres dos y tres pero estas alcanzan su máximo valor en el mismo año en el primer o último trimestre.

Figura 5. Ingresos operacionales de la empresa por trimestre (miles de UF)



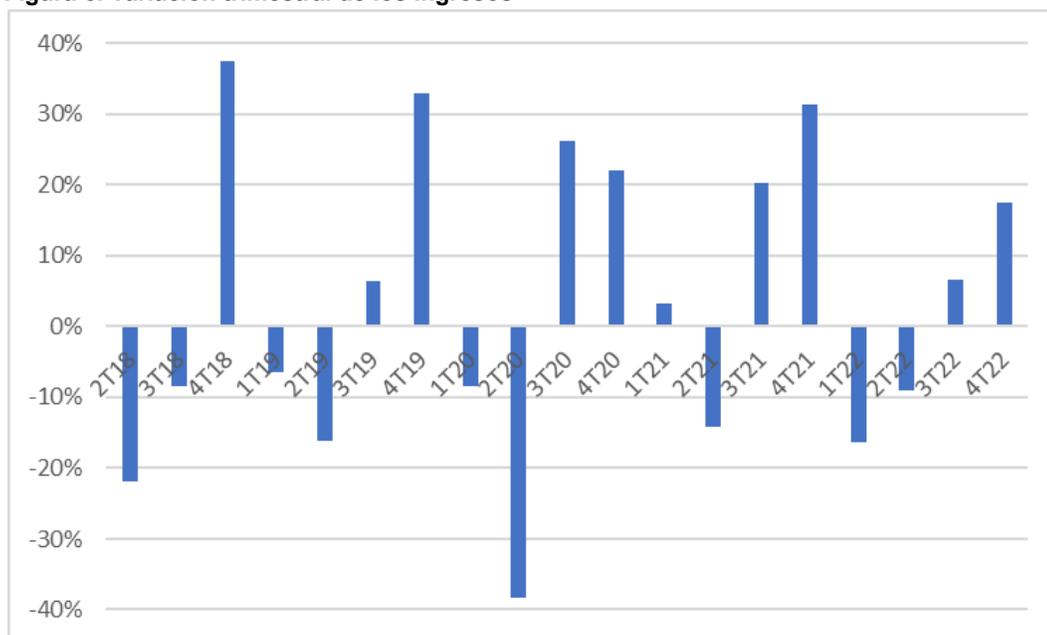
Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Como se observa en la figura 6 donde se muestra el crecimiento entre un trimestre y el anterior a este se concluye que generalmente el mayor aumento se da entre el tercer trimestre y el cuarto, mientras que la mayor caída es entre el primer trimestre y el segundo. No obstante lo anterior destaca claramente la caída del segundo trimestre del 2020 (-38%), caída asociada al inicio de la crisis sanitaria por la pandemia global. Esto viene seguido del 2021, en el cual el crecimiento fue mayor y el decrecimiento en los trimestres de mitad de año menor (probablemente por un peor periodo de comparación,



además de la reactivación del comercio) y finalmente un 2022 discreto en cuanto a crecimiento real.

Figura 6. Variación trimestral de los ingresos



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

A nivel país los ingresos operacionales de Chile a pesar de la pandemia fueron los únicos con un crecimiento constante en los últimos 5 años, incluso con la crisis sanitaria, mientras que el resto tuvo crecimiento negativo el 2020 a causa de dicho evento, en especial Argentina que ya venía con una tendencia negativa previa a la crisis, que según el análisis razonado de dicho año, encuentra sus motivos en la baja del volumen de venta y de la fuerte devaluación del peso argentino lo cual contrajo el consumo (Coca Cola Andina, 2019).

Tabla 24. Crecimiento real de los ingresos operacionales de la empresa (2018-2022)

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Chile	0,57%	3,85%	3,11%	41,89%	1,70%
Argentina	-27,40%	-7,08%	-21,32%	57,97%	13,21%
Brasil	-12,99%	11,57%	-8,79%	-12,80%	4,24%
Paraguay	2,93%	3,43%	-3,68%	1,00%	10,76%



Total	-12,04%	3,60%	-7,04%	22,47%	5,79%
--------------	---------	-------	--------	--------	-------

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Luego se puede observar la participación de cada país sobre los ingresos totales:

Tabla 25. Participación de cada país sobre los ingresos totales (2018-2022)

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
Chile	34,09%	34,18%	37,91%	43,92%	42,22%	38,46%
Argentina	24,70%	22,15%	18,75%	24,18%	25,88%	23,13%
Brasil	32,28%	34,76%	34,11%	24,28%	23,93%	29,87%
Paraguay	8,93%	8,92%	9,24%	7,62%	7,98%	8,54%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Destaca el aumento de la participación relativa de Chile por el crecimiento sostenido argumentado anteriormente, el cual se obtuvo en un inicio de la reducción en la participación de Argentina pero los últimos años se dió por bajas en la participación de Brasil.

Finalmente se puede observar a continuación la participación por producto y país a la vez:

Tabla 26. Participación de cada rubro/país sobre el volumen total de ventas (litros)

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Chile					
<i>Alcohólicas</i>	0,03%	0,08%	1,02%	4,77%	4,77%
<i>Gasificadas</i>	20,61%	21,20%	20,94%	20,35%	19,01%
<i>Jugos</i>	4,80%	4,84%	4,61%	5,78%	6,24%
<i>Agua</i>	5,39%	5,98%	5,59%	6,16%	6,57%
Argentina					
<i>Alcohólicas</i>					0,01%
<i>Gasificadas</i>	22,25%	20,03%	19,77%	19,00%	19,44%
<i>Jugos</i>	1,56%	1,33%	1,29%	1,58%	1,73%
<i>Agua</i>	3,09%	2,53%	1,63%	1,70%	1,88%
Brasil					



<i>Alcohólicas</i>	2,13%	2,51%	3,13%	2,60%	0,54%
<i>Gasificadas</i>	26,84%	27,71%	27,97%	24,66%	25,70%
<i>Jugos</i>	3,20%	2,99%	2,56%	2,66%	3,26%
<i>Agua</i>	1,03%	1,54%	2,44%	2,25%	2,34%
Paraguay					
<i>Alcohólicas</i>					
<i>No alcohólicas</i>	9,1%	9,3%	9,0%	8,5%	8,5%

Fuente: Memoria anual de Embotelladora Andina (2019-2023)

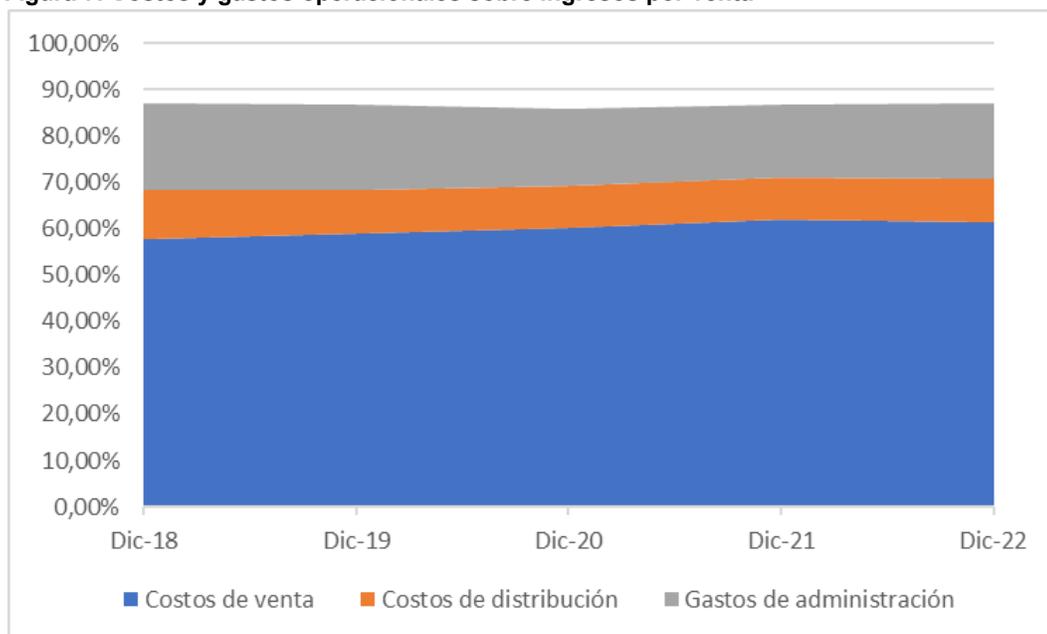
Claramente el producto que reporta la mayor cantidad de ingresos a la empresa son las bebidas carbonatadas o gasificadas, seguido luego por los jugos y el agua con casi la misma participación y finalmente las bebidas alcohólicas.



6.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Es posible analizar la estructura de los costos y gastos operacionales de la empresa mediante las notas de los estados financieros, específicamente la 8 (hace referencia a inventario) y la 25 (la descomposición de los costos y gastos financieros). La evolución de estas cuentas a nivel general se muestra a continuación:

Figura 7. Costos y gastos operacionales sobre ingresos por venta



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

La nota gastos por naturaleza de los estados financieros de Embotelladora Andina descompone las tres cuentas mostradas anteriormente:

Tabla 27. Composición de los costos y gastos operacionales (nota 25 EEFF)

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Costos directos de producción	52,45%	56,95%	59,12%	61,96%	60,06%
Gastos por empleados	18,44%	17,72%	17,30%	15,67%	16,27%



Gastos de transporte y distribución	9,49%	8,99%	8,68%	9,06%	9,70%
Publicidad	1,20%	1,76%	0,47%	1,48%	1,15%
Depreciación y amortización	6,88%	7,21%	7,60%	5,44%	5,16%
Reparación y mantención	1,94%	1,98%	1,78%	2,01%	1,90%
Otros gastos	9,59%	5,40%	5,04%	4,38%	5,75%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

La suma de estas cuentas da como resultados la suma de los costos de venta, gastos de administración y costos de distribución, no obstante lo anterior no es posible asignar la totalidad de las todas cuentas de la nota 25 a las tres cuentas operacionales. A pesar de que existen cuentas que por lógica se asocian a sólo una de las tres como gastos de transporte y distribución con costos de distribución, existen otras como gastos por empleados que podrían ser consideradas en el costo por venta o si el empleado es administrativo como gasto de administración.

La gran mayoría de los egresos operacionales de la empresa se deben a costos por venta, posteriormente a gastos de administración y finalmente los costos de distribución, existe una relación directa entre estas y las ventas, cuando estas crecen los costos y gastos operacionales también y viceversa:

Tabla 28. Crecimiento porcentual anual de ingresos operacionales, costos y gastos

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Ingresos de actividades ordinarias	-9,52%	6,34%	-4,54%	30,53%	19,86%
Costos de venta	-9,45%	8,30%	-2,47%	34,51%	18,42%
Costos de distribución	-14,07%	0,74%	-8,66%	31,09%	26,79%
Gastos de administración	-9,90%	3,88%	-12,97%	23,03%	23,09%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)



De las tres cuentas señaladas los costos de venta son los más relevantes en magnitud y además de los que se posee más información para estudio, por lo que se hará un breve análisis de esta cuenta, está corresponden a costos incurridos por la venta de las existencias (inventario) de productos terminados, el 80% del costo asociado a la materia prima para elaborar los productos proviene del concentrado y endulzante para la elaboración de las bebidas, además de las tapas y suministros PET (Polietileno Tereftalato es decir el plástico para la elaboración de las botellas).

A continuación se adjunta a continuación el desglose de la cuenta inventarios para el período histórico estudiado:

Tabla 29. Composición histórica del inventario por año

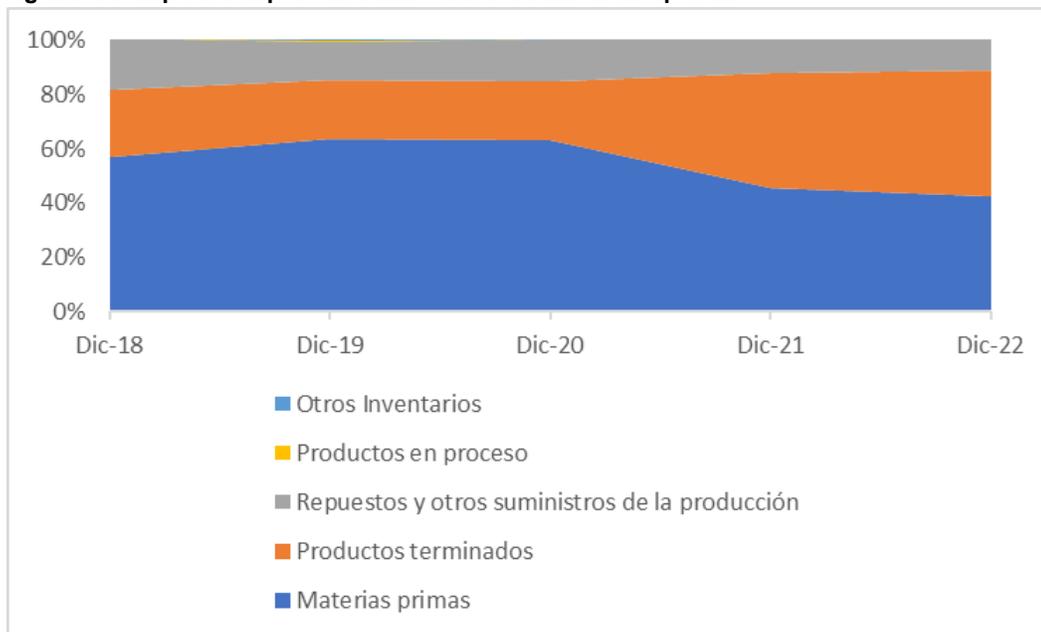
En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Materias primas	3.124	3.304	2.783	2.804	2.986
Productos terminados	1.350	1.142	948	2.628	3.252
Repuestos y otros suministros de la producción	1.044	734	674	744	772
Productos en proceso	28	20	3	4	6
Otros Inventarios	38	128	107	108	115
Provisión de obsolescencia	-94	-112	-112	-115	-127
Total	5.489	5.215	4.402	6.174	7.003

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Los componentes más relevantes históricamente han sido las materias primas, productos terminados y repuestos y otros suministros, como se muestra a continuación:



Figura 8. Composición porcentual histórica del inventario por año



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Existe una baja de la participación relativa de las materias primas y en menor medida de los repuestos y otros suministros de producción en favor del crecimiento de los productos terminados, se podría teorizar que lo anterior se debe a una acumulación de stock gracias a la crisis sanitaria, no obstante lo anterior el período con mejor rotación de inventario es justamente el peor período de la crisis (2020) y no es debido a un mayor monto en los costos de venta si no a una menor cantidad de inventario al período de la conformación de los estados financieros. Los demás períodos tienen una rotación similar de inventario a excepción del 2022 donde el crecimiento de los costos de venta no supera el crecimiento del inventario al final del periodo, reduciendo el valor.

A continuación se adjunta una tabla con los valores de los ratios analizados:

Tabla 30. Ratios relevantes de inventario

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Costos de venta	35.117	37.031	35.173	44.379	46.387

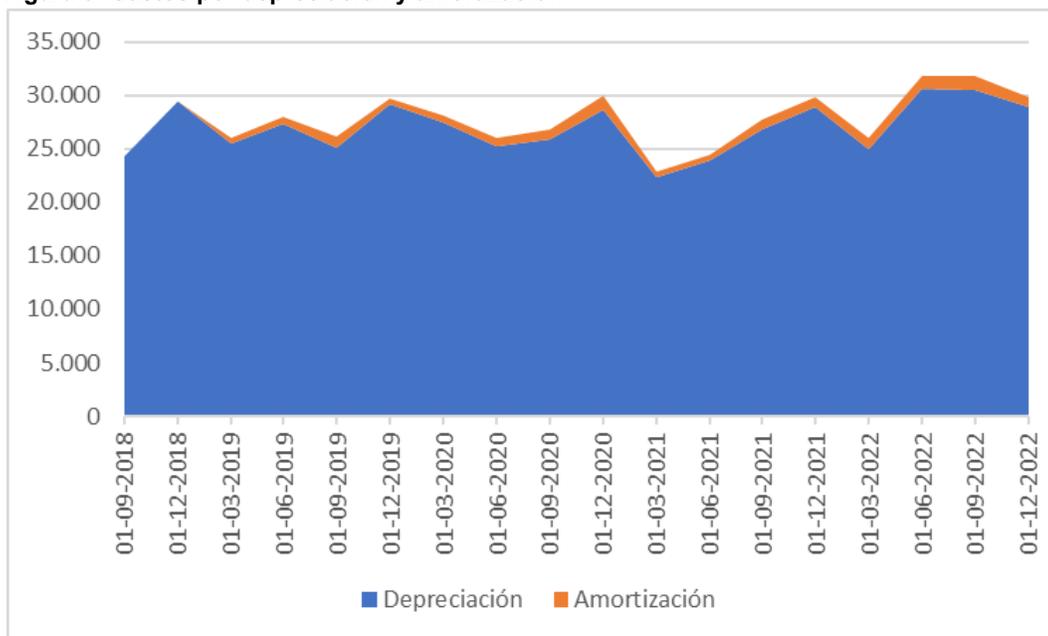


Inventario	5.489	5.215	4.402	6.174	7.003
Rotación de inventarios	6,40	7,10	7,99	7,19	6,62
Edad de inventario	57	51	46	51	55

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Finalmente se muestra la evolución de la depreciación y amortización por su carácter relevante en la construcción de los flujos de caja libre:

Figura 9. Gastos por depreciación y amortización



Fuente: Eikon Thomson Reuters

A nivel general la depreciación es bastante mayor que la amortización. La mayor parte de la amortización corresponde a la del “Goodwill” (de hecho la amortización de otros intangibles es escasamente visible en la parte superior del gráfico), que trata de reflejar la sinergia de la empresa en el sentido que los ingresos de los elementos combinados en la empresa generan más que si éstos estuvieran separados (nota 2.7.1), en la nota 2.2.2.1 de los estados financieros se hace hincapié en este egreso contable, refiriéndose a esta como “plusvalía adquirida”, el gasto en este ítem ocurre cuando se



reconoce el deterioro de esta plusvalía (dado que tiene vida útil indefinida), causado por variables clave como volumen de ventas, precios, gastos de comercialización y otros factores económicos (Embotelladora Andina, 2022). No obstante lo anterior, el activo intangible más importante son los derechos de distribución, que no se amortizan, ya que la renovación permanente de los derechos (que se hace cada 5 años) le ha conferido el carácter de contrato indefinido (Embotelladora Andina, 2022).

Mientras el gasto por depreciación como señala la nota 2.6 (correspondiente a propiedad, planta y equipo) son calculados mediante el método lineal, es decir costo de adquisición menos valor residual y lo anterior dividido en la vida útil (a excepción de terreno por su vida útil indefinida), entre los activos fijos que se deprecian están: edificios, planta, equipo, equipamiento de TI, vehículos, etc... (nota 11.1).

6.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa

A nivel agregado las demás cuentas del estado de resultados o resultados no operacionales, no representan mucho más del 4% de los ingresos operacionales en valor absoluto al sumarlos:

Tabla 31. Composición de resultados no operacionales (ingresos)

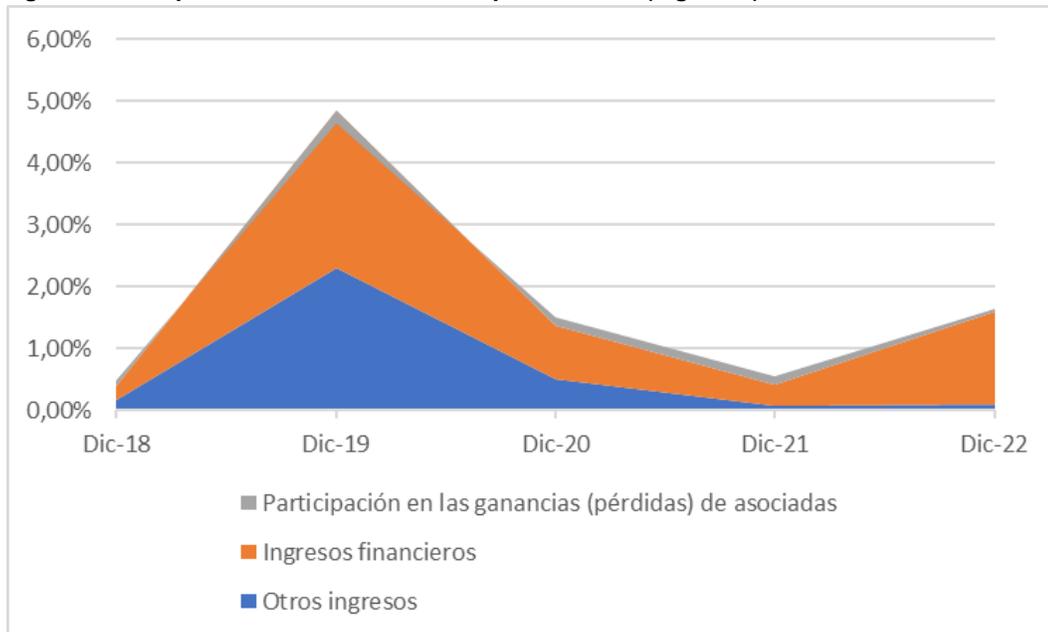
En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Total	-4,33%	-0,08%	-3,63%	-4,03%	-4,23%

Fuente: *Elaboración propia*

Por lo que su relevancia en comparación a las cuentas operacionales es mucho menor, no obstante lo anterior es importante su análisis ya que dentro del resultado no operacional existen cuentas más relevantes que otras y también porque existen años donde estas cuentas presentan variaciones muy grandes, como se puede observar en las siguientes figuras:

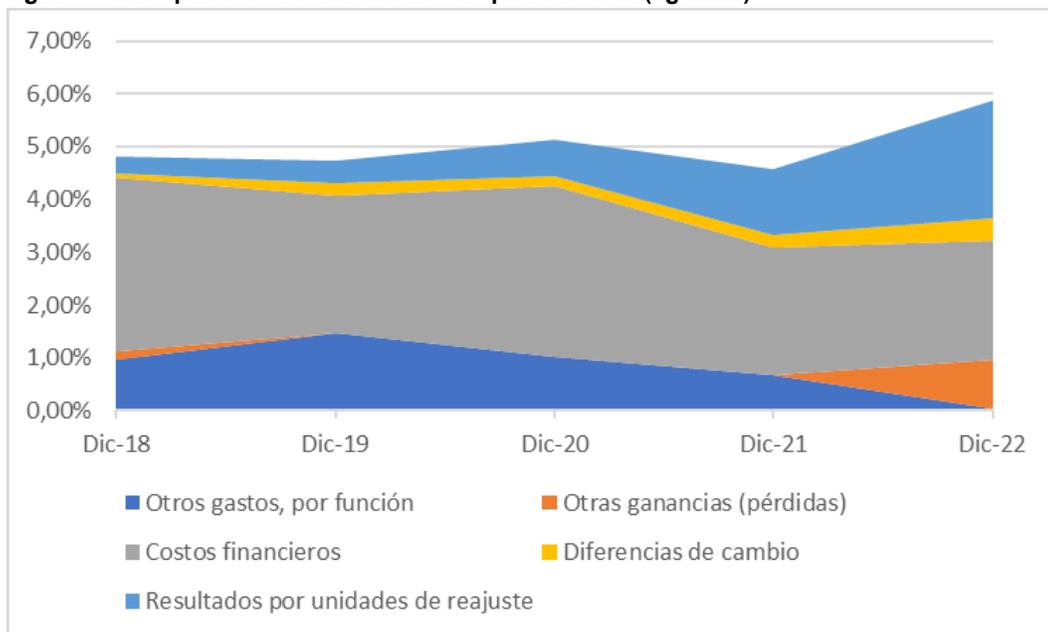


Figura 10. Composición de resultados no operacionales (ingresos)



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Figura 11. Composición de resultados no operacionales (egresos)



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)



6.3.1 Análisis específico

A continuación se realiza un breve análisis de cada cuenta de resultados no operacionales.

Costos financieros

Comenzando con los costos financieros, estos están compuestos en su mayoría por los intereses de los bonos que emite la empresa, después están los intereses por arrendamiento y préstamos bancarios. Antes del 2021 no se registran intereses por arrendamiento porque estaban considerados dentro de otros costos financieros en reportes pasados.

Se puede observar una tendencia en el aumento de los intereses de los bonos que tiene relación con la emisión del último bono el 2020 (en esa fecha se produce el mayor aumento respecto al anterior).

Tabla 32. Composición de los costos financieros

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Intereses bonos	-1.398	-1.348	-1.580	-1.569	-1.477
Intereses por préstamos bancarios	-66	-47	-41	-9	-51
Intereses por arrendamiento				-59	-60
Otros costos financieros	-531	-237	-263	-74	-108

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Se consideran todas las subcuentas de costos financieros como permanentes.



Otros gastos

La cuenta de otros gastos, por función se compone de cuatro subcategorías: contingencias y honorarios no operativos asociados, impuesto a los débitos y otros gastos bancarios, castigos, bajas y pérdida de activo fijo y otros.

Tabla 33. Composición de otros gastos, por función

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Contingencias y honorarios no operativos asociados	-370	-625	-37	-257	180
Impuesto a los débitos y otros gastos bancarios	-169	-154	-116	-170	-204
Castigo, bajas y pérdida de activo fijo	-10	-105	-274	-13	
Otros	-34	-41	-172	-51	-1

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Todas las cuentas se consideran como permanentes.

Otros ingresos

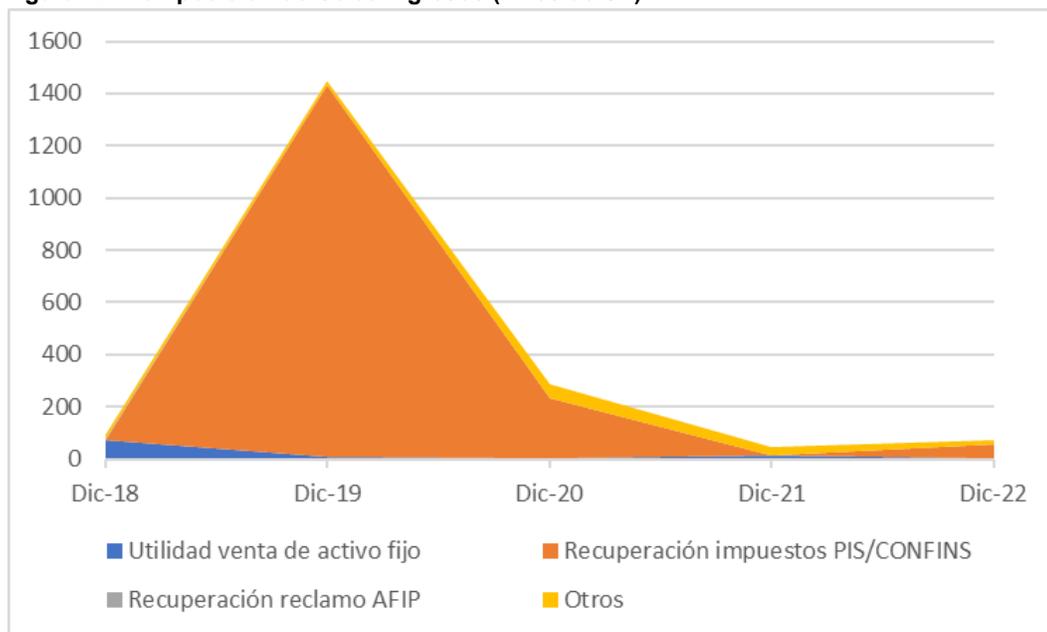
Sobre los otros ingresos estos se componen de la utilidad generada por la venta de activos fijos, recuperación de impuestos PIS/CONFINS o “Program of Social Integration” y “Contribution for the Financing of Social Security” son impuestos al valor agregado recaudados por el estado brasileño que graban sobre las ventas de la empresa con tasas del 1,65%/0,65% y 7,6%/3% respectivamente, existe doble tasa para el mismo impuesto dado que la empresa escoge entre el método real o pronosticado, siendo la ventaja del último el hecho de que sea acumulativo pero a una mayor tasa (BPC Partners, 2017).

La nota 6 de los estados financieros explica que una subsidiaria de Embotelladora Andina: Rio Janeiro Refrescos Ltda generó una orden judicial para excluir a la empresa de pagar los impuestos, posteriormente esto generó un reembolso de los pagos previos



al fallo judicial devolviendo así los impuestos indebidamente pagados del PIS/COFINS (Embotelladora Andina, 2020). Respecto a las cuentas restantes, la utilidad por venta de activo fijo es considerada recurrente dado el carácter permanente de la inversión en PPE, también se considerará recurrente la cuenta “Otros”, mientras que la devolución de impuestos por su carácter temporal no es considerado como recurrente.

Figura 12. Composición de Otros ingresos (miles de UF)



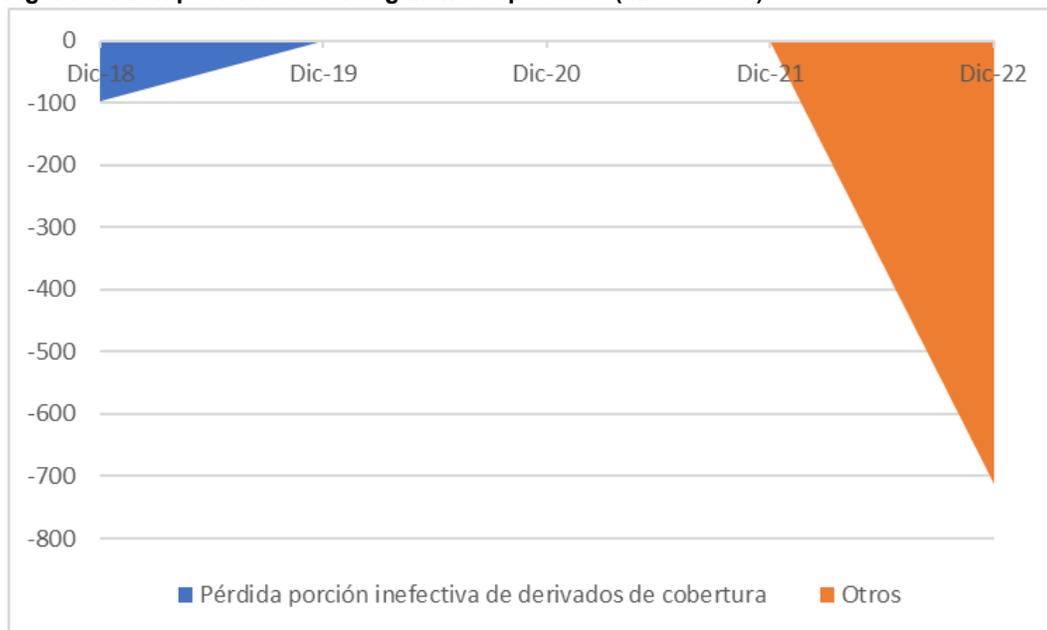
Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Otras ganancias (pérdidas)

Otras ganancias (pérdidas) no tiene una composición fija en el período de estudio, ejemplificando el punto anterior el primer semestre del 2022 registró pérdidas por la sesión de un crédito del cual era acreedor Embotelladora Andina a una entidad financiera pero con descuento (Embotelladora Andina, 2022), todos los trimestres del 2018 se registraron pérdidas por posiciones inefectivas de derivados de cobertura (Embotelladora Andina, 2018). En todo el resto de períodos no existen resultados asociados a la cuenta. Dado que la empresa adquiere constantemente derivados, la pérdida o ganancia financiera derivado de estos es recurrente.



Figura 13. Composición de Otras ganancias/pérdidas (miles de UF)



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

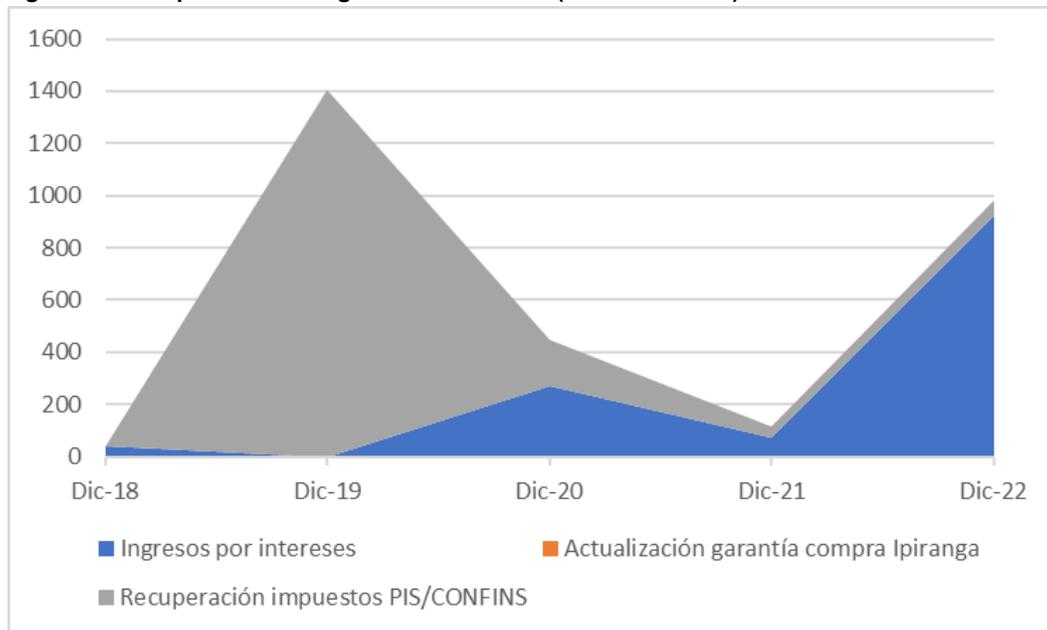
Ingresos financieros

Ingresos financieros se compone de ingresos por intereses, actualizaciones de garantías de compra Ipiranga, recuperación de los créditos de PIS y COFINS y otros no detallados, la empresa genera ingresos por intereses tanto por administración de cartera (de la caja de la empresa) como asociados por las operaciones (Embotelladora Andina, 2022). Mientras que las actualizaciones de garantías de compra Ipiranga sigue la misma lógica de los créditos PIS/COFINS, sólo que esta se dió en un período previo a la adquisición de Embotelladora Andina por lo cual no sólo hay un derecho de reembolso ante el gobierno por impuestos excesivos pagados en períodos previos sino un deber (cuenta por pagar) a los antiguos accionistas de la empresa, esta información se encuentra en la nota 6 (Embotelladora Andina, 2022).



Dado el carácter temporal de los fallos judiciales sobre esta cuenta de ingresos se consideran como no recurrentes, mientras que la cuenta de ingresos por intereses es si lo es.

Figura 14. Composición de Ingresos financieros (en miles de UF)



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

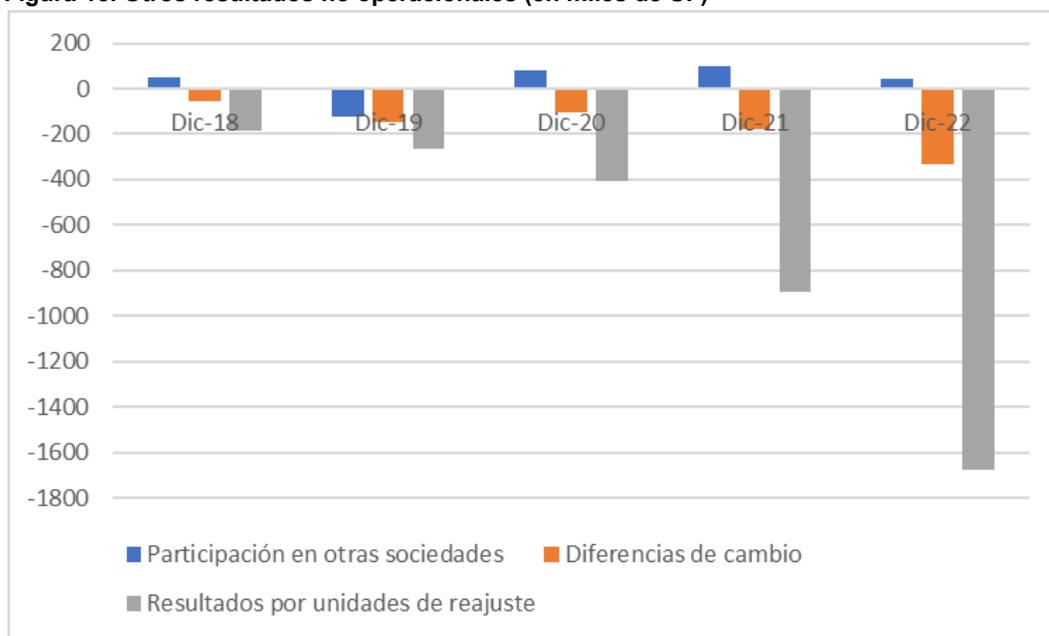
Otros resultados no operacionales

La empresa al poseer subsidiarias tiene resultados por los beneficios generados por la participación en dichas empresas, la nota 2.3 especifica que los dividendos percibidos “se registran reduciendo el valor de la inversión y los resultados obtenidos por las mismas, que corresponden al grupo conforme a su participación”. Finalmente se encuentran las diferencias de cambio y unidades de reajuste, que corresponden a las diferencias de cambios que surjan al liquidar partidas monetarias a tipos de cambio diferentes de los que se utilizaron para su reconocimiento inicial y a las diferencias que surjan al liquidar partidas monetarias expresadas en una unidad de reajuste distinta a la que se utilizó para reconocimiento inicial (Superintendencia de Seguridad Social, 2023).



Las cuentas de diferencia de cambio y unidades de reajuste son recurrentes y de carácter permanente aunque impredecibles dado el negocio internacional de la empresa, mientras que los resultados de la participación en otras empresas lo son porque los resultados están ligados a empresas de carácter estratégico y no inversiones de corto plazo, es decir es una diversificación relacionada, lo cual es visible en el apartado de filiales (sección del informe 2.1.3).

Figura 15. Otros resultados no operacionales (en miles de UF)



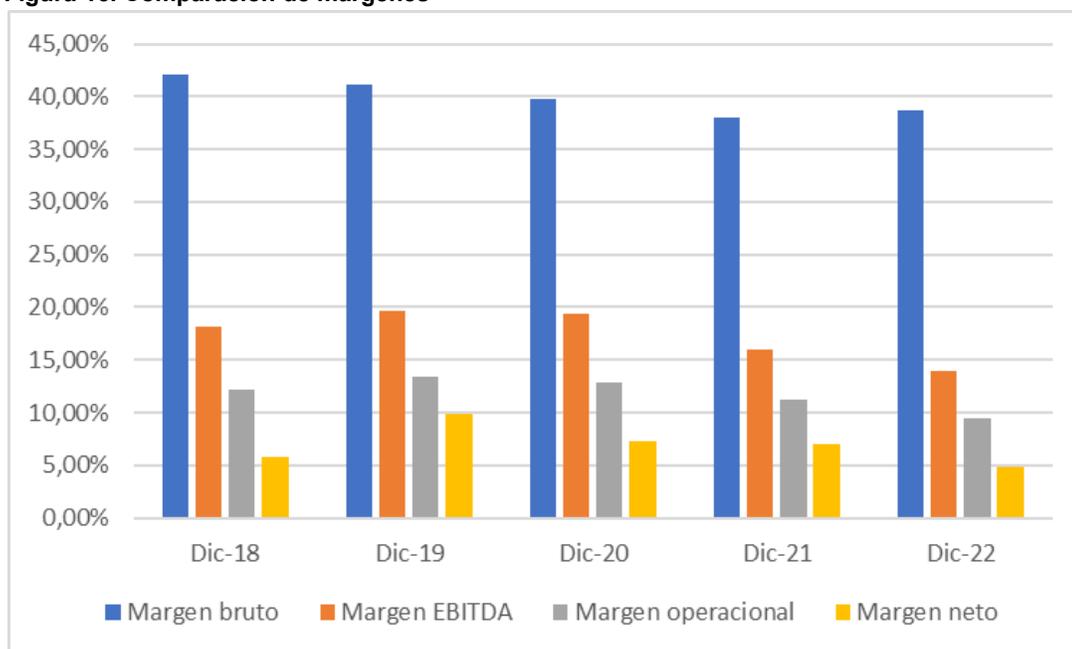
Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)



6.4 Análisis de los márgenes de la empresa

A continuación se muestra la evolución de las métricas de márgenes de la empresa:

Figura 16. Comparación de márgenes



Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2018-2022)

Los márgenes demuestran lo explicado por la figura 7, los costos por venta son los costos más relevantes para la empresa consumiendo entre el 55% y el 65% de los ingresos por venta y por lo tanto del margen bruto, posteriormente existe otro salto relevante entre el margen bruto y el resto de márgenes que se debe a los gastos por administración y ventas principalmente, luego el diferencial entre los márgenes es porcentualmente a los ingresos menor, por lo que el peso de los gastos como depreciación, amortización y otros también lo es.

Sobre la evolución histórica existe una “leve” tendencia a la baja en el margen bruto, mientras que el comportamiento del resto de márgenes es similar, iban en un leve crecimiento previo a la crisis sanitaria y posterior a esta empezaron a caer también de forma leve.



El estado de resultados de la empresa puede verse en los anexos 2 y 3, en miles de UF y proporcionales a los ingresos por explotación respectivamente.

6.5 Análisis de los activos de la empresa

Como primer paso para el análisis de los activos de Embotelladora Andina evaluaremos sus activos para posteriormente separarlos entre activos operacionales y no operacionales. Esto con el fin de comprender de mejor manera el funcionamiento y uso de los activos dentro de la empresa. Para todo esto se utilizará los valores de los estados financieros consolidados a diciembre de 2022.

6.5.1 Activos operacionales y no operacionales

A continuación se adjuntan los activos corrientes y no corrientes, clasificados por su carácter operacional y justificados en la columna detalle (ver tabla 34).

Tabla 34. Clasificación de activos corrientes

Tipo de activos (En miles de UF)	Al 31/dic/22	Opera cional	No opera cional	Detalle
Corrientes	33.087			
<i>Efectivo y equivalentes</i>	8.307		X	Efectivo en caja, saldos de bancos y otros instrumentos de renta fija (referido a inversiones en instrumentos de corto plazo, depósitos a plazos o fondos mutuos de muy alta liquidez)
<i>Otros activos financieros</i>	7.492		X	Activos financieros (activos financieros que no son de bajo riesgo o alta liquidez), activos financieros a valor razonable y otros activos financieros medidos a costo amortizado (corresponde a sociedad Ades).
<i>Otros activos no financieros</i>	768	X		Gastos anticipados, remates de crédito fiscal (referente al derecho de reembolso de Río de Janeiro Refresco Ltda.), depósitos judiciales y otros (principalmente anticipos de proveedores).



<i>Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar</i>	7.968	X		Referente a deudas con empresas asociadas o relacionadas mediante accionistas.
<i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i>	429		X	Deudores comerciales, deudores varios y otras cuentas por cobrar.
<i>Inventarios</i>	7.003	X		Materias primas (mayoritariamente concentrado y endulzantes, pero también hay otros insumos PET), productos terminados, repuestos y otros suministros de la producción, productos en proceso, otros inventarios y provisión por obsolescencia (principalmente referente a la obsolescencia de artículos en proceso de producción)
<i>Activos por impuestos</i>	1.120	X		Pagos provisionales mensuales, créditos al impuesto, impuestos por recuperar de ejercicios anteriores, excedente crédito tributario y otros impuestos por recuperar.
No corrientes	52.074			
<i>Otros activos financieros</i>	2.702	X		Gastos anticipados, remates de crédito fiscal (referente al derecho de reembolso de Río de Janeiro Refresco Ltda.), depósitos judiciales y otros (principalmente anticipos de proveedores).
<i>Otros activos no financieros</i>	1.700	X		Gastos anticipados, remates de crédito fiscal (referente al derecho de reembolso de Río de Janeiro Refresco Ltda.), depósitos judiciales y otros (principalmente anticipos de proveedores).
<i>Cuentas por cobrar</i>	15		X	Referente a deudas con empresas asociadas o relacionadas mediante accionistas
<i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i>	3		X	Deudores comerciales, deudores varios y otras cuentas por cobrar.
<i>Inversiones (participación)</i>	2.630	X		Las inversiones en otras entidades son contabilizadas bajo el método de la participación.
<i>Activos intangibles (no plusvalía)</i>	19.133	X		Derecho a distribución (corresponden a los derechos contractuales que se tienen para producir y distribuir productos de la marca Coca-Cola en los países que opera), programas informáticos, derechos de agua, marcas vida útil indefinida (referente a la compra de la marca Therezópolis), marcas vida útil definida y otros.



<i>Plusvalía</i>	3.675	X		Referente a la plusvalía que la empresa asigna a cada una de sus diferentes operaciones.
<i>Propiedades, planta y equipo</i>	22.148	X		Construcción en curso, terrenos, edificios, planta, equipo, equipamiento de tecnologías de la información, instalaciones fijas, accesorios, vehículos, mejoras de bienes arrendados, derechos de uso (por adopción de NIIF 16), otras propiedades, planta y equipo (incluye: envases, activos promocionales y de marketing y otras propiedades)
<i>Activos por impuestos diferidos</i>	69		X	Los saldos acumulados netos de las diferencias temporarias originaron activos y pasivos por impuestos diferidos de todos los activos de la compañía.

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

6.5.2 Capital de trabajo operativo neto

El capital de trabajo neto operativo corresponde a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses como inventario o existencias, cuentas por cobrar y valores negociables y los pasivos corrientes que no devengan intereses como proveedores, acreedores varios y cuentas por pagar. Para realizar la proyección usaremos la historia de los últimos 5 años.

Tabla 35. Capital de trabajo operativo neto histórico en UF

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Activos operacionales:	11.806	11.965	13.535	14.741	14.971
<i>Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar</i>	6.316	6.749	9.133	8.566	7.968
<i>Inventarios</i>	5.489	5.215	4.402	6.174	7.003
Pasivos operacionales:	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960
<i>Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar</i>	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960
CTON	3.168	3.356	5.608	4.176	4.012
Ingresos operacionales	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671
RCTON (en %)	5,22%	5,34%	9,60%	5,84%	5,30%

Fuente: Elaboración propia, basada en los estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)



No se incluyen las cuentas por pagar de entidades relacionadas por su escasa exigibilidad, dado que la empresa al controlar estas entidades no tiene mayor interés en exigir dichos recursos.

6.5.3 Inversiones

Como se observa en la tabla 36 la empresa invierte en promedio el 6,42% de sus ingresos operacionales en compras de PPE y activos intangibles, aunque claramente la principal inversión es en el primer activo.

La depreciación en comparación a las inversiones realizadas tiene alta variabilidad, el elemento más “dinámico” de esta división son las inversiones ya que a menos que se vendan los activos fijos (que al ser no operacionales no sucede con mucha frecuencia como muestra la figura 9) y de hecho en los valores esta es la que más varía claramente, menor inversión podría estar asociada a la incertidumbre de la crisis sanitaria. En promedio el 90% del valor en inversiones equivale al gasto en depreciación y amortización, aunque como se observa en la tabla 36, los valores van desde el 60% hasta el 130% aproximadamente.

Tabla 36. Inversiones históricas de la empresa en UF

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Compras de propiedad, planta y equipos	-4.392	-3.910	-2.954	-4.480	-5.317
Compras de activos intangibles	0	-16	-7	-167	0
Cambio en inversiones	-4.392	-3.926	-2.961	-4.647	-5.317
Ingresos operacionales	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671
<i>% inversiones sobre los ingresos</i>	7,24%	6,25%	5,07%	6,50%	7,03%
Depreciación y amortización	-3.613	-3.924	-3.816	-3.381	-3.400
<i>Dep. y amor. sobre</i>	82,27%	99,96%	128,85%	72,75%	63,93%



inversiones					
-------------	--	--	--	--	--

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

6.6 Análisis del crecimiento de la industria

Como se ha mencionado anteriormente Embotelladora Andina S.A. pertenece a la industria de las bebidas analcohólicas y alcohólicas desde 2018 cuando comienza sus operaciones en la industria.

Las empresas comparables que consideramos para Embotelladora Andina son: AmBev, Arca Continental, CCU, Coca-Cola Embonor y Coca Cola FEMSA. Si bien ninguna de estas empresas tiene exactamente las mismas proporciones en cuanto a producto o mercados que Embotelladora Andina S.A. se podrían considerar sus 5 mayores competidores tanto en las bebidas alcohólicas como en las no alcohólicas y aguas en los 4 países que actualmente opera Andina; Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Vale aclarar que no todas las empresas están en todos los países, pero se considerarán para la proyección dependiendo de los países en los que operan en la actualidad.

Dicho esto, se procede a realizar un análisis de la industria por zona geográfica y del crecimiento al 2025, dando énfasis en aquellos países que representan la mayor participación en ventas para Embotelladora Andina S.A, para este propósito se puede observar la tabla 37 que fue construida como porcentaje sobre las ventas de la empresa porque captura el efecto de la depreciación de moneda y por ello el desgaste de valor en USD del mercado.

Tabla 37. Participación de Embotelladora Andina por rubro y zona geográfica

En %	Tipo de producto	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Argentina	Gaseosas	63%	63%	62%	60%	59%
	Jugos y	48%	45%	45%	48%	47%



	otros					
	Agua	17%	17%	17%	16%	15%
Brasil	Gaseosas	63%	62%	62%	62%	63%
	Jugos y otros	25%	49%	51%	53%	52%
	Agua	14%	18%	20%	25%	29%
Chile	Gaseosas	67%	67%	65%	64%	64%
	Jugos y otros	37%	38%	40%	40%	40%
	Agua	41%	42%	47%	48%	44%
Paraguay	Gaseosas	72%	73%	77%	74%	75%
	Jugos y otros	37%	59%	64%	63%	63%
	Agua	31%	48%	52%	53%	55%

Fuente: Memoria Integrada de Embotelladora Andina (2019-2023)

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

6.6.1 Crecimiento del Producto Interno Bruto e IPC por Región

Tabla 38. Valores históricos del PIB por región

En miles de millones de USD	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Argentina	\$524	\$452	\$389	\$487	\$632
Brasil	\$1.917	\$18.733	\$1.476	\$1.649	\$1.924
Chile	\$295	\$278	\$254	\$317	\$301
Paraguay	\$40	\$38	\$35	\$40	\$41

Fuente: Statista (2023)

Tabla 39. Proyección del PIB por región

En miles de millones de USD	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27



Argentina	\$641	\$639	\$636	\$650	\$681
Brasil	\$2.081	\$2.211	\$2.322	\$2.449	\$2.588
Chile	\$359	\$376	\$391	\$405	\$422
Paraguay	\$4.282	\$45	\$48	\$51	\$54

Fuente: Statista (2023)

Tabla 40. Valores históricos PIB per cápita por región

En USD	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Argentina	\$11.786	\$10.054	\$8.572	\$10.617	\$13.655
Brasil	\$9.194	\$8.914	\$697.072	\$7.755	\$8.995
Chile	\$15.747	\$14.572	\$12.977	\$16.070	\$15.941
Paraguay	\$5.703	\$5.302	\$4.885	\$5.433	\$5.539

Fuente: Statista (2023)

Tabla 41. Proyección PIB per cápita por región

En USD	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Argentina	\$13.709	\$13.520	\$13.326	\$13.494	\$13.984
Brasil	\$9.673	\$10.218	\$10.676	\$11.202	\$11.658
Chile	\$17.453	\$18.671	\$19.817	\$20.871	\$21.915
Paraguay	\$5.668	\$5.914	\$6.250	\$6.524	\$6.819

Fuente: Statista (2023)

Tabla 42. Valores históricos inflación por región

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Argentina	34,28%	53,55%	42,02%	48,41%	72,43%
Brasil	3,67%	3,73%	3,21%	8,30%	9,28%
Chile	2,32%	2,25%	3,04%	4,52%	11,65%
Paraguay	3,98%	2,76%	1,77%	4,79%	9,77%

Fuente: Statista (2023)

Tabla 43. Proyección de la inflación por región

En %	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Argentina	98,59%	60,15%	46,91%	42,13%	37,14%
Brasil	5,03%	4,79%	2,95%	3,03%	3,05%
Chile	7,80%	4,04%	3,04%	3,04%	3,04%
Paraguay	5,16%	4,06%	4,00%	4,00%	4,00%

Fuente: Statista (2023)

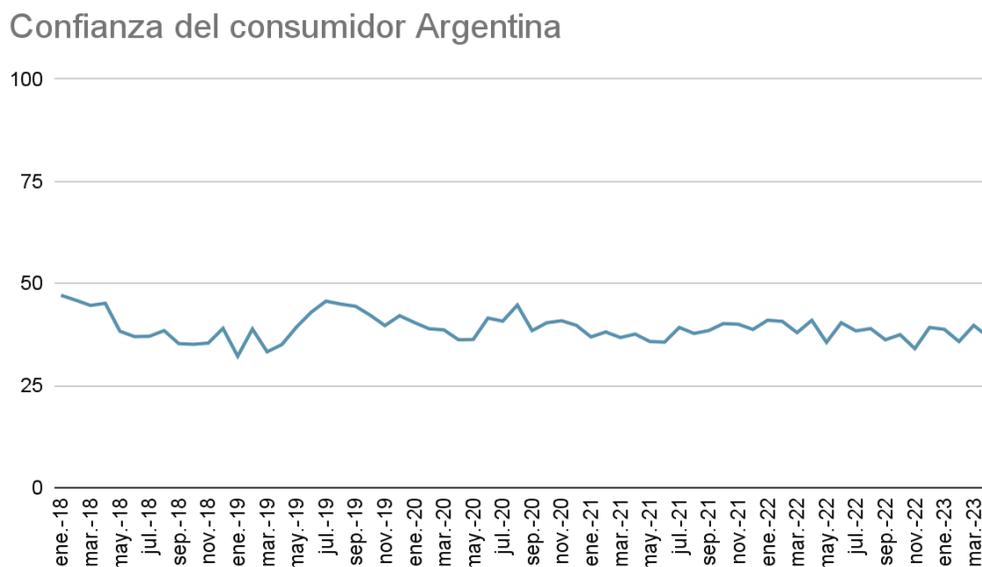


En cuanto a los datos macroeconómicos se puede concluir que todos los países muestran expectativas de crecimiento en el tamaño de sus economías y más relevante aún en la riqueza per cápita, lo que implicaría el aumento de consumo de estos productos en posibles poblaciones que antes no hubieran sido capaces, con lo que se espera un aumento de la demanda tanto por el lado del aumento poblacional como por el flanco de la población con ingresos disponibles.

Por otro lado también observamos que salvo por el caso de Argentina el resto de países han tenido una inflación a un nivel estable, volviendo a niveles pre pandemia en la mayoría de casos para finales de 2024, esta estabilidad monetaria disminuye a nuestra interpretación el riesgo de tipo de cambio, además de mostrar una mayor fortaleza de las instituciones económicas nacionales.

6.6.1 Confianza del consumidor

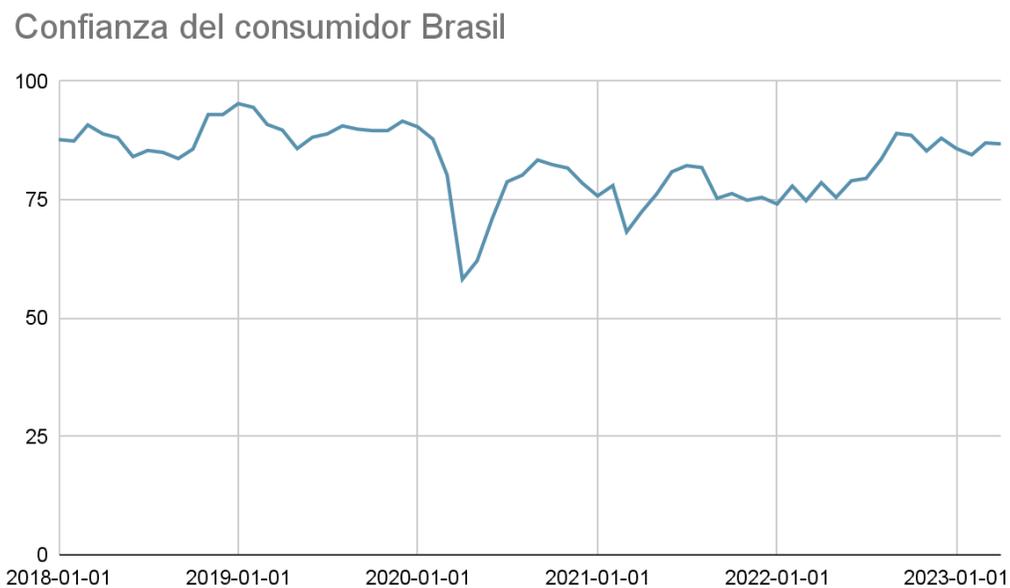
Figura 17. Confianza del consumidor en Argentina



Fuente: Centro de Investigación en Finanzas de la universidad Torcuato di Tella (2023)



Figura 18. Confianza del consumidor en Brasil



Fuente: FRED (2023)

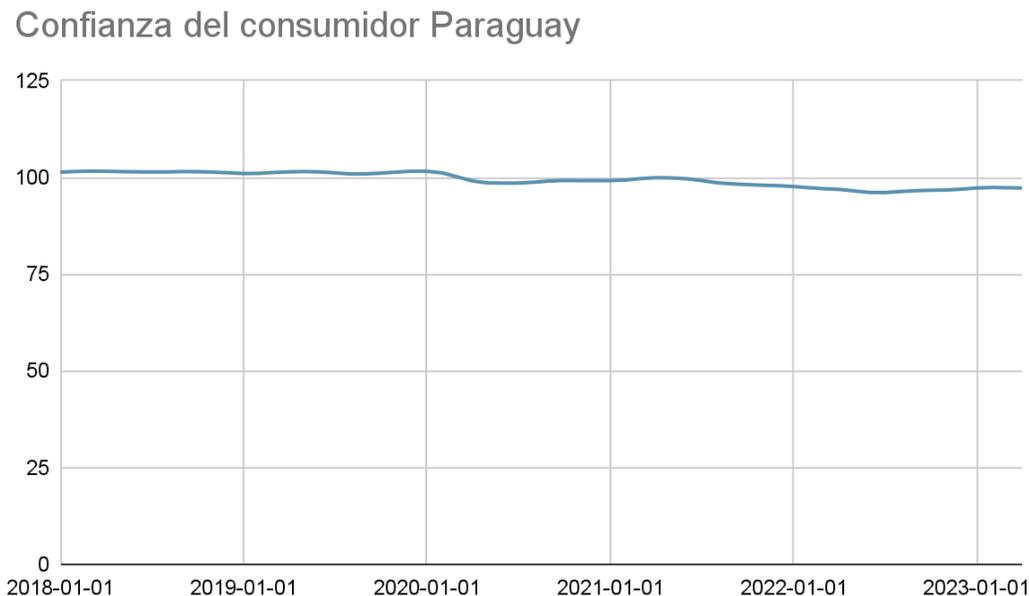
Figura 19. Confianza del consumidor en Chile



Fuente: Banco Central de Chile (2023)



Figura 20. Confianza del consumidor en Paraguay



Fuente: Catálogo ANDA metadatos y microdatos de INE py (2023)

De todos los datos de confianza de consumidor extraemos como conclusión que por un lado Argentina y Chile tienen una tendencia a la baja de la confianza del consumidor, por lo que es posible que en los años venideros veamos un decrecimiento del consumo de productos de estándar superior como puede ser la Coca Cola y los consumidores migren a sustitutos de menor precio, en el ejemplo de Chile Piri cola, esto será algo que habrá que ponderar en las proyecciones de ventas para el futuro. Brasil y Paraguay si mantienen una tendencia plana en sus confianzas, por lo que el crecimiento macroeconómico esperado en estos países si puede traducirse directamente en un mayor consumo de los productos de Embotelladora Andina.

Por otro lado tenemos que agregar en el caso de Argentina, Brasil y Chile un factor de disminución cíclica del consumo para capturar la fluctuación en la confianza del consumidor, lo que ocasiona una sustitución de productos no permanentes.



El último factor macroeconómico que veremos será cómo han evolucionado los tipos de cambio de los países en los que se encuentra expuesto Embotelladora Andina por los últimos 5 años.

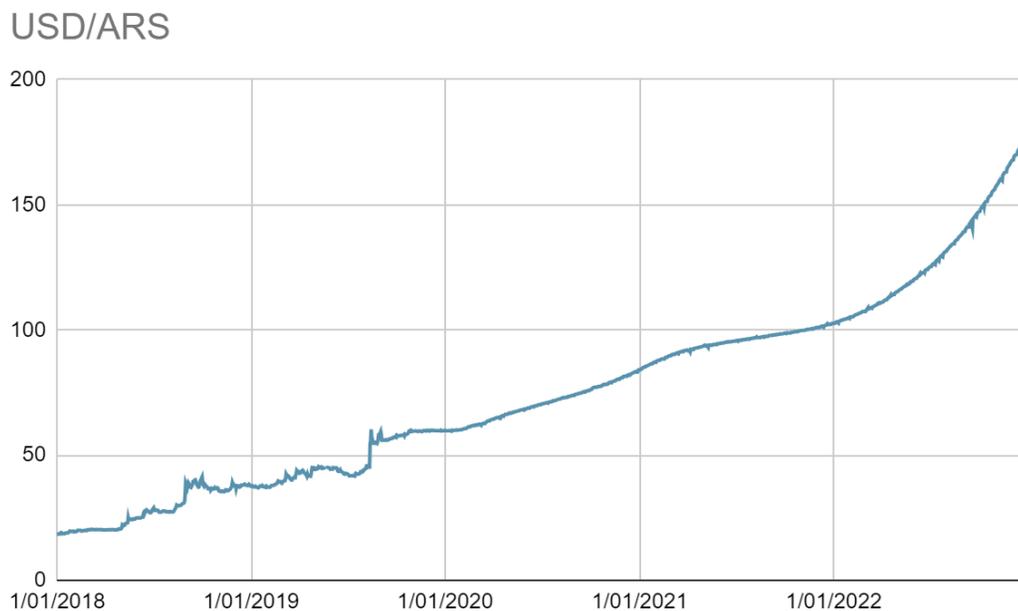
Figura 21. Evolución Tipos de Cambio USD/CLP



Fuente: Investing.com (2023)

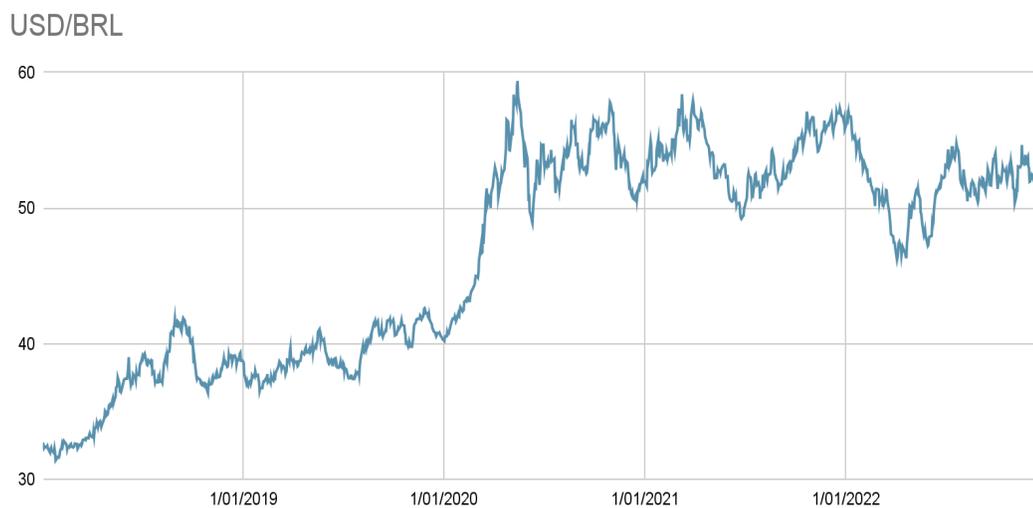


Figura 22. Evolución Tipos de Cambio USD/ARS



Fuente: Investing.com (2023)

Figura 23. Evolución Tipos de Cambio USD/BRL



Fuente: Investing.com (2023)



Figura 24. Evolución Tipos de Cambio USD/PYG



Fuente: Investing.com (2023)

Como se puede observar salvo el peso Paraguayo, el resto de monedas han tenido fuertes cambios en el último periodo y teniendo una varianza relativamente alta, por lo que es justificable las posiciones de cobertura de la empresa en tipos de cambio.



7. Proyección del Estado de Resultados

7.1 Ingresos operacionales proyectados

La venta de bebidas tanto alcohólicas como no alcohólicas es afectada por la incertidumbre en condiciones económicas, mayor inflación por mayores costos de transporte marítimo de bienes importados, restricciones sanitarias remanentes, situación política volátil, efectos de las guerras y menores subsidios por parte del gobierno, lo cual conlleva a un menor consumo discrecional entre los que se encuentran las bebidas alcohólicas, no obstante lo anterior se espera que con el retorno a las oficinas y aún menores restricciones el consumo vuelva a crecer a ritmo normal para el 2023 (Euromonitor, 2023). Euromonitor divide las bebidas no alcohólicas en “hot drinks” y “soft drinks”, el primer grupo son principalmente té y cafés en formato caliente, mientras que el segundo todas las bebidas no alcohólicas no calientes, dado que Embotelladora Andina no comercializa bebidas calientes, se usará únicamente subindustrias presentes en la categoría “soft drinks” para la proyección de las bebidas no alcohólicas.

Mediante las variables nombradas anteriormente Euromonitor genera una proyección de los volúmenes de venta de bebidas para múltiples países y diferentes subsegmentos de bebidas, las cuales se usarán para estimar las ventas en unidades de fomento de Embotelladora Andina:

Tabla 44. Crecimiento histórico de las industrias y países donde opera Embotelladora Andina

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Chile					
<i>Alcohólicas</i>	13,0%	6,9%	3,9%	3,6%	-6,4%
<i>Gasificadas</i>	-8,9%	8,6%	2,9%	14,7%	-2,4%
<i>Jugos</i>	1,9%	1,2%	-20,7%	28,5%	24,1%
<i>Agua</i>	8,0%	6,1%	-2,4%	17,6%	3,8%
Argentina					



<i>Alcohólicas</i>	0,9%	3,2%	0,3%	6,5%	4,4%
<i>Gasificadas</i>	-5,4%	-8,6%	-1,6%	5,3%	6,1%
<i>Jugos</i>	-6,1%	-20,8%	-11,7%	8,2%	12,3%
<i>Agua</i>	-3,2%	-2,0%	1,1%	2,1%	2,8%
Brasil					
<i>Alcohólicas</i>	-1,3%	3,4%	4,3%	8,4%	5,0%
<i>Gasificadas</i>	-2,3%	-0,2%	-0,6%	3,5%	3,7%
<i>Jugos</i>	0,6%	1,3%	-1,7%	7,9%	7,0%
<i>Agua</i>	4,2%	3,9%	-11,7%	3,1%	4,4%
Paraguay					
<i>Alcohólicas</i>	4,3%	-4,0%	-9,3%	6,0%	6,2%
<i>No alcohólicas</i>	1,8%	2,2%	0,8%	-3,0%	4,9%

Fuente: Euromonitor International

A continuación las tasas de crecimiento proyectadas:

Tabla 45. Crecimiento estimado en litros vendidos por rubro y país de la industria

En %	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Chile					
<i>Alcohólicas</i>	3,60%	3,50%	3,30%	3,50%	3,50%
<i>Gasificadas</i>	0,70%	0,50%	0,60%	0,90%	1,10%
<i>Jugos</i>	1,70%	-0,60%	-2,60%	-2,50%	-2%
<i>Agua</i>	4,30%	4,50%	4,90%	5%	5%
Argentina					
<i>Alcohólicas</i>	4,60%	4,30%	4%	3%	3%
<i>Gasificadas</i>	2,20%	1,70%	1,30%	1%	0,60%
<i>Jugos</i>	6,30%	5,40%	4,90%	4,30%	3,70%
<i>Agua</i>	2,70%	2,10%	1,40%	0,90%	0,70%
Brasil					
<i>Alcohólicas</i>	4,70%	3,90%	3%	2,50%	2,50%
<i>Gasificadas</i>	3,90%	3%	2,50%	2,10%	1,60%



Jugos	4,60%	3,50%	2,90%	2,70%	2,60%
Agua	3,30%	3,30%	3,60%	3,60%	3,40%
Paraguay					
Alcohólicas	7,10%	5%	4,70%	4,10%	4,10%
No alcohólicas	3,60%	2,90%	2,60%	2,20%	1,90%

Fuente: Euromonitor International

Existen proyecciones para todos los años excepto el 2027 específicamente en bebidas alcohólicas dado que el último informe había sido publicado en 2021 y por lo tanto el rango de 5 años de proyección no alcanzaba para este último año, se utilizó por lo tanto la proyección del período anterior (2026) como aproximación (estos valores están marcados en rojo en la tabla 45).

Además se adjunta la tasa de crecimiento histórica de los litros vendidos por Embotelladora Andina y su evolución histórica:

Tabla 46. Crecimiento del volumen vendido por Embotelladora Andina

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Chile	0,17%	3,54%	-1,38%	29,92%	4,17%
Argentina	-4,49%	-11,74%	-6,45%	10,80%	9,04%
Brasil	0,12%	4,05%	2,24%	0,49%	4,35%
Paraguay	4,92%	1,61%	-4,18%	5,87%	5,83%
Total	-0,74%	-0,57%	-1,59%	12,78%	5,46%

Fuente: Memorias Anuales de Embotelladora Andina (2019-2023)

Esta última tabla junto con la siguiente nos permitirá calcular el ingreso por país y rubro para el 2022:

Tabla 47. Composición porcentual del portafolio de productos por país y año de Embotelladora Andina

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Chile					



<i>Alcohólicas</i>	0,03%	0,08%	1,02%	4,77%	4,77%
<i>Gasificadas</i>	20,61%	21,20%	20,94%	20,35%	19,01%
<i>Jugos</i>	4,80%	4,84%	4,61%	5,78%	6,24%
<i>Agua</i>	5,39%	5,98%	5,59%	6,16%	6,57%
Argentina					
<i>Alcohólicas</i>					0,01%
<i>Gasificadas</i>	22,25%	20,03%	19,77%	19,00%	19,44%
<i>Jugos</i>	1,56%	1,33%	1,29%	1,58%	1,73%
<i>Agua</i>	3,09%	2,53%	1,63%	1,70%	1,88%
Brasil					
<i>Alcohólicas</i>	2,13%	2,51%	3,13%	2,60%	0,54%
<i>Gasificadas</i>	26,84%	27,71%	27,97%	24,66%	25,70%
<i>Jugos</i>	3,20%	2,99%	2,56%	2,66%	3,26%
<i>Agua</i>	1,03%	1,54%	2,44%	2,25%	2,34%
Paraguay					
<i>No alcohólicas</i>	9%	9%	9%	8%	9%

Fuente: Memorias Anuales de Embotelladora Andina (2019-2023)

Cabe destacar que la tasa de crecimiento industrial no necesariamente es la misma que el de la empresa, por lo que se utilizó una razón entre esta con el crecimiento que tuvo Embotelladora Andina para corregir esta diferencia entre ambos crecimientos, se utilizaron los volúmenes totales del último año con información histórica (2022), dado que como se observa en la tabla 47 la composición porcentual de los productos varía mucho en el tiempo (por ejemplo las bebidas alcohólicas en Chile), lo que generaría que el crecimiento industrial no sea comparable con el de Andina por el hecho de que está desarrollando un segmento de negocio en el período estudiado, este efecto se disminuye al consolidar los ingresos por país y producto generando una menor desviación en la razón a calcular.



Para construir la razón se utilizó el crecimiento del volumen total histórico vendido de la empresa contra el crecimiento del volumen total histórico vendido de la industria (“g” industrial), esta última se calcula replicando el volumen vendido de Embotelladora Andina mediante las tasas de crecimiento de la industria, manteniendo las mismas participaciones por producto y país (creando un “portafolio de países y productos” iguales a los de la empresa):

$$g_{Industria} = SUMAPRODUCTO(g_{P|P}; w_{P|P})$$

Donde:

$g_{P|P}$: Representa la tasa de crecimiento de los 4 subsegmentos estudiados por país para un año dado, por ejemplo para Chile el 2018 la columna toma el valor de:

Tabla 48. Primera columna de la matriz de crecimiento por año-país

En %	Dic-18
Alcohólicas	13,0%
Gasificadas	-8,9%
Jugos	1,9%
Agua	8,0%

Fuente: Elaboración propia

$w_{P|P}$: Representa la proporción del volumen vendido de los 4 subsegmentos estudiados sobre el total del país para un año dado, continuando con el ejemplo anterior, para Chile el 2018 es:

Tabla 49. Primera columna de la matriz de pesos por año-país

En %	Dic-18
Alcohólicas	0,03%
Gasificadas	20,61%
Jugos	4,80%



Agua	5,39%
------	-------

Fuente: Elaboración propia

Finalmente $g_{Industria}$ corresponde al crecimiento del volumen vendido total histórico de la industria y se calcula de la siguiente manera (para el primer término, Chile 2018):

$$g_{P|Chile\ 2018} \cdot w_{P|Chile\ 2018} = 13\% \cdot 0,03\% + -8,9\% \cdot 20,61\% + 1,9\% \cdot 4,8\% + 8\% \cdot 5,39\%$$

$$g_{P|Chile\ 2018} \cdot w_{P|Chile\ 2018} = -1,31\%$$

Luego se suman los crecimientos de los países:

$$g_{Chile\ 2018} = g_{P|Chile\ 2018} \cdot w_{P|Chile\ 2018} = -1,31\%$$

$$g_{2018} = g_{Chile\ 2018} + g_{Argentina\ 2018} + g_{Brasil\ 2018} + g_{Paraguay\ 2018} = -1,31\% + \dots = -3,122\%$$

Esto da como resultado los crecimientos totales por año de la siguiente tabla:

Tabla 50. Crecimiento de la industria específica de Embotelladora Andina

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Chile					
Alcohólicas	0,003%	0,006%	0,040%	0,172%	-0,305%
Gasificadas	-1,834%	1,823%	0,607%	2,992%	-0,456%
Jugos	0,091%	0,058%	-0,955%	1,648%	1,503%
Agua	0,432%	0,364%	-0,134%	1,084%	0,250%
Argentina					
Alcohólicas	0%	0%	0%	0%	0,001%
Gasificadas	-1,201%	-1,723%	-0,316%	1,007%	1,186%
Jugos	-0,095%	-0,276%	-0,151%	0,130%	0,213%
Agua	-0,099%	-0,051%	0,018%	0,036%	0,053%
Brasil					



<i>Alcohólicas</i>	-0,028%	0,085%	0,135%	0,218%	0,027%
<i>Gasificadas</i>	-0,617%	-0,055%	-0,168%	0,863%	0,951%
<i>Jugos</i>	0,019%	0,039%	-0,044%	0,210%	0,228%
<i>Agua</i>	0,043%	0,060%	-0,285%	0,070%	0,103%
Paraguay					
<i>Alcohólicas</i>	0%	0%	0%	0%	0%
<i>No alcohólicas</i>	0,164%	0,204%	0,072%	-0,255%	0,417%
Total	-3,122%	0,535%	-1,182%	8,174%	4,169%

Fuente: Elaboración propia

Y finalmente se consolida la información para analizar la relación funcional entre el crecimiento industrial y el de Andina.

Tabla 51. Razón crecimiento de la empresa contra crecimiento de la industria

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio	Mediana
Andina	-0,74%	-0,57%	-1,59%	12,78%	5,46%	3,07%	-0,57%
Industria	-3,12%	0,53%	-1,18%	8,17%	4,17%	1,71%	0,53%
Diferencia	2,38%	-1,11%	-0,41%	4,61%	1,29%	1,35%	1,29%
Razón total	24%	-107%	135%	156%	131%	67,76%	130,88%

Fuente: Elaboración propia

El crecimiento total de la industria por lo tanto es el resultado de la tabla 50, replicando de esta forma el crecimiento industrial específico de Andina mediante la composición relativa de sus productos y el crecimiento de cada subindustria. Mientras que el crecimiento de Andina es simplemente el crecimiento de los litros en el tiempo (el total de la tabla 46).

Observando la relación entre el crecimiento en litros totales de Embotelladora Andina y la industria representativa, observamos que la forma funcional de la relación se



asemeja más a una diferencia que a una razón (una división), dado que en la última se asume que el crecimiento de Andina es menor a la industria, lo cual es solamente verdadero el 2019 y el 2020 por un diferencial mucho menor que los años en los cuales Andina tiene crecimiento mayor que la industria, además, la diferencia tiene una media y una mediana similares sugiriendo el menor efecto de valores extremos que pueden observarse en los valores de la razón.

Entonces realizando el mismo proceso que en la tabla 50 pero ahora con el crecimiento proyectado a 5 años (usando la tabla 45 en vez de la 44) y aplicando el ajuste por el promedio de la diferencia entre Embotelladora Andina y la industria en los períodos estudiados (del 1,352%), se obtiene la proyección del crecimiento de ingresos operacionales para cada año y producto:

$$Ingreso_{t+1} = Ingreso_t * (g_{industria|t+1} + 1,352\%)$$

Tabla 52. Proyección de los ingresos operacionales de la empresa

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Chile					
<i>Alcohólicas</i>	4.366	4.578	4.791	5.024	5.267
<i>Gasificadas</i>	17.271	17.850	18.431	19.067	19.763
<i>Jugos</i>	5.552	5.655	5.765	5.895	6.040
<i>Agua</i>	5.936	5.981	5.906	5.839	5.801
Argentina					
<i>Gasificadas</i>	17.062	17.583	18.049	18.473	18.834
<i>Jugos</i>	1.478	1.578	1.677	1.771	1.861
<i>Agua</i>	1.633	1.689	1.736	1.775	1.811
Brasil					
<i>Alcohólicas</i>	385	405	423	439	456
<i>Gasificadas</i>	15.478	16.198	16.920	17.622	18.301
<i>Jugos</i>	1.909	1.992	2.069	2.140	2.204
<i>Agua</i>	1.345	1.411	1.471	1.530	1.591
Paraguay					

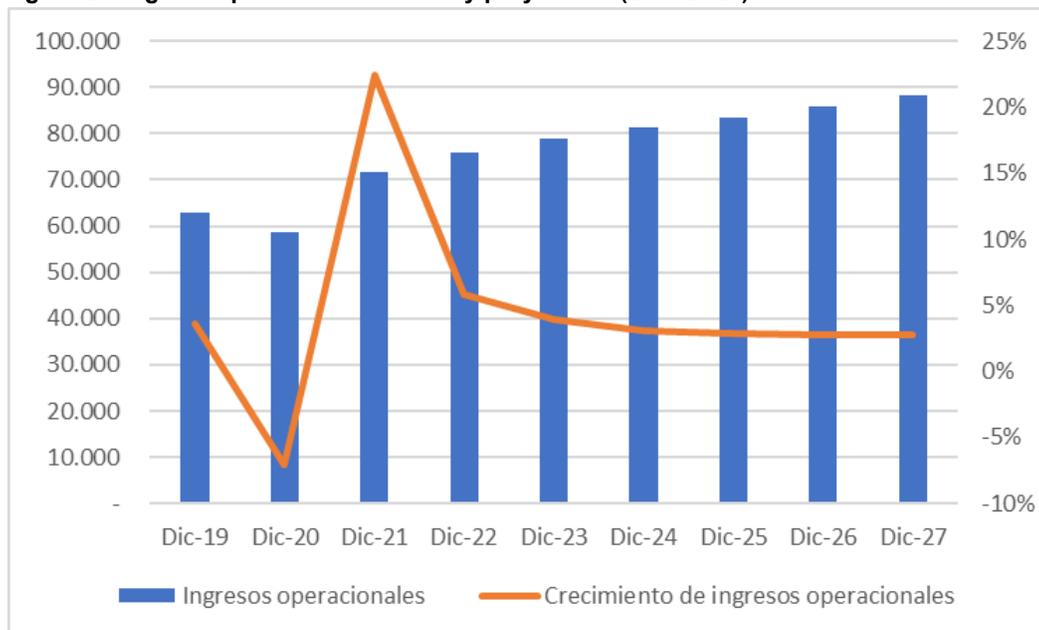


No alcohólicas	6.347	6.305	6.287	6.262	6.244
Total	78.764	81.225	83.523	85.838	88.172

Fuente: Elaboración propia

Para apreciar visualmente la evolución del ingreso operacional histórico con el proyectado se adjunta el siguiente gráfico:

Figura 25. Ingreso operacional histórico y proyectado (2018-2027)



Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la figura 25 el crecimiento proyectado de los ingresos operacionales es decreciente, es decir la tasa de crecimiento va disminuyendo al transcurrir los años.

7.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Sobre los egresos operacionales, estos aparecen detallados en la nota 25 (“Gastos por naturaleza”) de los Estados Financieros mediante cuentas de egresos más específicas que sumada, son el resultado de la suma de los costos de venta, costos de distribución



y gastos de administración, no obstante lo anterior no es posible determinar a cual cuenta pertenece cada egreso, ejemplificando el punto anterior con un año:

Tabla 53. Composición entre gastos por naturaleza

En miles de UF	Dic-22	En miles de UF	Dic-22
Costos directos de producción	-1.388.536.599	Costo de ventas	-1.628.701.823
Gastos por empleados	-376.196.521	Costos de distribución	-253.514.676
Gastos de Transporte y distribución	-224.190.549	Gastos de administración	-429.517.716
Publicidad	-26.575.951	Total	-2.311.734.215
Depreciación y amortización	-119.365.431		
Reparación y mantención	-43.847.581		
Otros gastos	-133.021.583		
Total	-2.311.734.215		

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2023)

La nota no contiene más información y no existe una combinación de sumas entre estas cuentas que genere alguna de las 3 cuentas relevantes del EERR, esto podría sugerir que existen cuentas que su composición no es enteramente adjudicable a costos de venta, costos de distribución o gastos de administración. Este problema facilita la elección de la proyección de las cuentas a continuación mediante la incidencia de las ventas, por que independiente de a cual cuenta se adjudiquen, el efecto será el mismo en la Utilidad neta.

Respeto a los gastos por depreciación y amortización: “Usualmente esta partida contable se encuentra incluida ya sea en el Costo de Explotación o bien en los Gastos de Administración y Ventas” (Espinosa y Maquieira, 2019). Y por lo tanto se considerará únicamente como parte de los gastos de administración para simplificar el análisis y para hacerlos visibles en el estado de resultados proyectado.



Finalmente para la mayoría de los casos se calcularon los costos operacionales como el promedio simple o mediana histórica de los últimos 5 años de la incidencia de los egresos respecto a los ingresos operacionales de la empresa.

7.2.1 Costos de venta

La incidencia de los costos de venta sobre los ingresos operacionales por país es la siguiente:

Tabla 54. Porcentaje de los costos de venta sobre los ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Estimador
Chile	57,55%	59,03%	60,91%	64,68%	66,14%	66,14%
Argentina	71,18%	54,34%	53,97%	55,14%	53,42%	57,61%
Brasil	67,10%	62,14%	64,38%	67,00%	63,39%	64,80%
Paraguay	57,05%	58,13%	55,23%	53,84%	55,85%	56,02%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Los costos por venta de Chile como se observa en la tabla anterior siguen una tendencia al alza, se estimó conveniente en usar el último valor porcentual del costo por venta en Chile para la estimación, para el resto de países se utilizó el promedio simple:

Tabla 55. Proyección de los costos por venta

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Chile	21.911	22.531	23.080	23.695	24.388
Argentina	11.621	12.011	12.364	12.685	12.965
Brasil	12.389	12.964	13.532	14.082	14.613
Paraguay	3.556	3.532	3.522	3.508	3.498
Total	49.477	51.039	52.497	53.971	55.465

Fuente: Elaboración propia



7.2.2 Costos de distribución

La incidencia de los costos de distribución sobre los ingresos operacionales por país es la siguiente:

Tabla 56. Porcentaje de los costos de distribución sobre los ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Mediana
Chile	9,77%	9,70%	17,42%	8,10%	8,38%	9,70%
Argentina	15,21%	14,30%	21,85%	14,53%	14,26%	14,53%
Brasil	7,19%	6,89%	13,74%	6,20%	7,63%	7,19%
Paraguay	5,51%	5,55%	13,99%	5,60%	5,91%	5,60%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Se puede observar un gran aumento de la incidencia el 2020 por la crisis sanitaria, es por esto que se omite este valor al utilizar la mediana como estimador de la incidencia futura de los costos de distribución sobre los ingresos operacionales proyectados, generando los siguientes valores:

Tabla 57. Proyección de los costos de distribución

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Chile	3.214	3.305	3.385	3.475	3.577
Argentina	2.931	3.029	3.118	3.199	3.270
Brasil	1.374	1.437	1.500	1.561	1.620
Paraguay	356	353	352	351	350
Total	7.874	8.125	8.356	8.587	8.817

Fuente: Elaboración propia

7.2.3 Gastos de administración

Para incluir explícitamente la depreciación y la amortización en el Estado de Resultados se optó por considerar que eran parte de los Gastos de administración (descartando que pertenezcan a los costos de venta y a los costos de distribución)



según la nota 25) y por lo tanto los gastos de administración a proyectar se basan en la resta de estos con la depreciación y amortización que se proyectarán aparte. La incidencia de los gastos de administración sobre los ingresos operacionales por país es la siguiente:

Tabla 58. Porcentaje de los gastos de administración-D&A sobre los ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Estimador
Chile	11,74%	11,19%	9,62%	10,72%	11,07%	11,33%
Argentina	17,57%	16,19%	14,67%	14,43%	14,56%	14,56%
Brasil	11,47%	11,00%	9,02%	8,97%	10,70%	11,06%
Paraguay	8,34%	9,21%	7,37%	8,15%	8,15%	8,57%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

En algunos país se puede observar que los valores tienen una clara disminución para la crisis sanitaria e incluso posterior a dicho período, a excepción de Argentina, el resto de países tiene una caída de los gastos el 2020 pero con una posterior recuperación en los próximos años que deja sus valores similares a los anteriores a la crisis de la pandemia, Argentina en cambio presenta una clara tendencia a la disminución de sus costos.

Bajo la argumentación realizada anteriormente, se utilizó un promedio simple entre los años pre-pandemia y el 2022 para Chile, Brasil y Paraguay, mientras que en el caso de Argentina se usó el último valor disponible (2022), para proyectar la incidencia de estos gastos en los ingresos operacionales y así proyectar sus valores futuros:

Tabla 59. Proyección de los gastos de administración-D&A

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Chile	3.755	3.861	3.955	4.060	4.179
Argentina	2.937	3.035	3.124	3.205	3.276
Brasil	2.114	2.212	2.309	2.403	2.493
Paraguay	544	540	539	536	535
Total	9.349	9.648	9.926	10.205	10.484

Fuente: Elaboración propia



7.2.4 Depreciación y amortización

A continuación se observa la incidencia de la depreciación y amortización sobre las ventas:

Tabla 60. Porcentaje de los gastos en depreciación y amortización sobre los ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
Chile	7,42%	7,57%	7,80%	3,92%	3,62%	6,07%
Argentina	4,95%	6,43%	7,18%	6,12%	4,86%	5,91%
Brasil	4,96%	4,84%	4,71%	4,39%	5,01%	4,78%
Paraguay	6,64%	6,08%	6,63%	5,95%	6,27%	6,32%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Para luego poder calcular la proyección de estas en base a la incidencia promedio de los últimos cinco años:

Tabla 61. Proyección de los gastos en depreciación y amortización

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
<i>Chile</i>	2.009	2.066	2.116	2.173	2.236
<i>Argentina</i>	1.192	1.232	1.268	1.301	1.329
<i>Brasil</i>	914	956	998	1.039	1.078
<i>Paraguay</i>	401	398	397	396	394
Total	4.516	4.652	4.780	4.908	5.038

Fuente: Elaboración propia

7.3 Resultado no operacional proyectado

Al igual que para los resultados operacionales, se usó el promedio histórico de las cuentas, no obstante lo anterior en este apartado se indagó más en las subcuentas que componen los ingresos y egresos más que en el país de origen, dado que está disponible esa información en las notas de los estados financieros a diferencia de los



ingresos y egresos operacionales. Los porcentajes de incidencia marcados en negrita corresponden a las cuentas consideradas para la proyección del EERR.

7.3.1 Otros ingresos

La conclusión del análisis de otros ingresos (sección 5.3) señala que algunas subcuentas son proyectables, estas serán usadas para calcular la incidencia de la cuenta sobre los ingresos operacionales:

Tabla 62. Porcentaje de otros ingresos sobre ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
<i>Utilidad venta de activo fijo</i>	0,12%	0,01%	0,00%	0,02%	0,00%	0,03%
<i>Recuperación PIS/CONFINS</i>	0,00%	2,26%	0,40%	0,00%	0,00%	0,53%
<i>Recuperación créditos en Brasil</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,07%	0,01%
<i>Recuperación AFIP</i>	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Otros</i>	0,02%	0,02%	0,09%	0,04%	0,02%	0,04%
Total	0,16%	2,30%	0,49%	0,06%	0,09%	0,62%

Fuente: Elaboración propia, basada en los estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Por lo tanto usando el promedio simple (0,07%) como estimador de la incidencia futura de estos ingresos sobre los ingresos operacionales, se obtiene la proyección de la cuenta otros ingresos:

Tabla 63. Proyección de otros ingresos

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Utilidad venta de activo fijo	25	26	27	27	28
Otros	31	32	33	34	35
Total	56	58	60	62	63

Fuente: Elaboración propia



7.3.2 Otros gastos, por función

Para la estimación de esta cuenta se consideran todas las subcuentas que la componen:

- Contingencias y honorarios no operativos asociados
- Impuesto a los débitos bancarios
- Castigo, bajas y pérdida en venta de activo fijo
- Otros

Tabla 64. Porcentaje de otros gastos, por función sobre ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
Otros gastos por función	-0,47%	-0,77%	-0,04%	-0,30%	0,20%	-0,28%

Fuente: *Elaboración propia, basada en los estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)*

Por lo tanto usando el promedio simple como estimador de la incidencia futura de estos gastos sobre los ingresos operacionales, se obtiene la proyección de la cuenta otros gastos, por función:

Tabla 65. Proyección de otros gastos, por función:

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Otros gastos por función	-217	-224	-230	-237	-243

Fuente: *Elaboración propia*

7.3.3 Otras pérdidas (ganancias)

Sobre las otras pérdidas (ganancias) su composición en los períodos estudiados son dos subcuentas, una de pérdida por porción inefectiva en derivados de cobertura y la otra por la cesión de un crédito a descuento originado de dividendos de filiales en pesos argentinos, la empresa sigue utilizando derivados de cobertura en el tipo de cambio por lo que es razonable considerar la primera, pero la segunda no, ya que dichas pérdidas de MCLP \$ 24.982.887 son puntuales y no responden a una política o



riesgo previsible de la empresa, la historia contable de la empresa confirma este último punto, por lo que se descuenta del monto utilizado para la proyección.

Tabla 66. Porcentaje de otras pérdidas (ganancias) sobre ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
Otras pérdidas (ganancias)	-0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,94%	-0,22%
<i>Pérdida porción inefectiva de derivados de cobertura</i>	-0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,03%
<i>Cesión de crédito con descuento</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,94%	-0,19%
Otros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Por lo tanto usando el promedio simple como estimador de la incidencia futura de estos resultados sobre los ingresos operacionales, se obtiene la proyección de la cuenta otras pérdidas (ganancias):

Tabla 67. Proyección de otros gastos, por función:

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Otras pérdidas	-25	-26	-27	-28	-28

Fuente: Elaboración propia

7.3.4 Ingresos financieros

En ingresos financieros la empresa posee varias subcuentas, de estas no se consideraron la devolución de impuestos aplicando la misma lógica que en el ítem de otros ingresos (6.3.1), es decir omitiendo las cuentas de recuperación de impuestos PIS/CONFINS y actualización garantía compra Ipiranga.



Tabla 68. Porcentaje de ingresos financieros sobre ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
<i>Ingresos por intereses</i>	0,06%	0,00%	0,47%	0,10%	1,22%	0,37%
<i>Actualización garantía compra Ipiranga</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Recuperación impuestos PIS/CONFINS</i>	0,00%	2,23%	0,30%	0,06%	0,08%	0,53%
<i>Otros</i>	0,17%	0,12%	0,11%	0,19%	0,20%	0,16%
Total	0,24%	2,35%	0,88%	0,35%	1,49%	1,06%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Por lo tanto usando el promedio simple como estimador de la incidencia futura de estos ingresos sobre los ingresos operacionales, se obtiene la proyección de la cuenta ingresos financieros:

Tabla 69. Proyección de ingresos financieros:

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Ingresos por intereses	291	300	308	317	325
Otros	125	128	132	136	139
Total	415	428	440	452	465

Fuente: Elaboración propia

7.3.5 Costos financieros

Para la estimación de esta cuenta se consideran todas las subcuentas que la componen:

- Intereses bonos
- Intereses por préstamos bancarios
- Otros costos financieros



Tabla 70. Porcentaje de los costos financieros sobre ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
Costos financieros	-3,18%	-2,52%	-3,15%	-2,60%	-1,98%	-2,69%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Por lo tanto usando el promedio simple como estimador de la incidencia futura de estos costos sobre los ingresos operacionales, se obtiene la proyección de la cuenta costos financieros:

Tabla 71. Proyección de los costos financieros:

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Costos financieros	-2.115	-2.181	-2.243	-2.305	-2.368

Fuente: Elaboración propia

7.3.6 Otros

A continuación se calcula la incidencia de las últimas cuentas de resultados no operacionales, separadas del resto por no poseer desglose de su composición y por lo tanto mayor análisis de estas:

Tabla 72. Porcentaje de otros resultados no operacionales sobre ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Estimador
Participación en otras sociedades	0,08%	-0,19%	0,13%	0,14%	0,05%	0,04%
Diferencias de cambio	-0,09%	-0,23%	-0,18%	-0,25%	-0,44%	-0,24%
Resultados por unidades de reajuste	-0,30%	-0,42%	-0,70%	-1,25%	-2,21%	-0,70%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

Para el caso de resultados de unidades de reajuste se utilizará la mediana para proyectar sus valores considerando las expectativas de inflación más bajas en los próximos años (Banco Central de Chile, 2023).



Tabla 73. Proyección de otras cuentas de resultados:

En %	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Participación en otras sociedades	34	35	36	37	38
Diferencias de cambio	-187	-192	-198	-203	-209
Resultados por unidades de reajuste	-548	-565	-581	-597	-613

Fuente: *Elaboración propia*

7.4 Impuesto corporativo proyectado

Como se señaló anteriormente Chile tiene tratados para evitar la doble tributación con los otros tres países donde opera: Argentina, Brasil y Paraguay (SII,2023). Por lo que la tasa impositiva a utilizar es del 27%.

No obstante lo anterior y solamente para comprobar la poca diferencia con la estimación, se construyó la tasa de impuestos corporativa si es que la empresa tuviera que pagar impuestos en el país donde reside, para ello se calculó el promedio ponderado de las tasas de impuestos de los diferentes países donde opera la empresa con su incidencia porcentual en la utilidad antes de impuestos.

Embotelladora Andina opera en 4 países con diferentes tasas impositivas:

Tabla 74. Tabla de impuestos corporativos

Tasa de impuesto	
Chile	27%
Argentina	30%
Brasil	34%
Paraguay	10%

Fuente: *KPMG (2023)*



Luego se calcula el promedio de la participación relativa de cada país respecto a la utilidad antes de impuestos:

Tabla 75. Promedio histórico de la participación relativa de cada país en la UAI

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Promedio
Chile	23,38%	20,97%	23,79%	32,38%	12,92%	22,69%
Argentina	26,17%	14,21%	12,57%	22,78%	32,84%	21,72%
Brasil	30,69%	50,74%	41,10%	22,40%	32,16%	35,42%
Paraguay	19,76%	14,08%	22,54%	22,44%	22,08%	20,18%

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2019-2023)

El promedio ponderado sobre la UAI da como resultado 26,7% lo cual es muy cercano a la tasa de impuestos corporativa chilena y a la que usará en la valoración.

7.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF

A continuación se adjunta el estado de resultados proyectado a 5 años:

Tabla 76. Estado de resultados proyectado a 5 años en UF

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Ingresos ordinarios	78.764	81.225	83.523	85.838	88.172
Costos por venta	-49.477	-51.039	-52.497	-53.971	-55.465
Resultado bruto	29.287	30.186	31.026	31.867	32.707
Costos de distribución	-7.874	-8.125	-8.356	-8.587	-8.817
Gastos de administración	-9.349	-9.648	-9.926	-10.205	-10.484
Otros ingresos	56	58	60	62	63
Otros gastos por función	-217	-224	-230	-237	-243
Otras ganancias (pérdidas)	-25	-26	-27	-28	-28



EBITDA	11.878	12.221	12.547	12.872	13.198
Depreciación y amortización	-4.516	-4.652	-4.780	-4.908	-5.038
EBIT	7.362	7.569	7.767	7.964	8.160
Ingresos Financieros	415	428	440	452	465
Costos financieros	-2.115	-2.181	-2.243	-2.305	-2.368
Participación en otras sociedades	34	35	36	37	38
Diferencias de cambio	-187	-192	-198	-203	-209
Resultados por unidades de reajuste	-548	-565	-581	-597	-613
Resultado antes de impuestos	4.961	5.094	5.221	5.348	5.473
Impuestos a las ganancias	-1.339	-1.375	-1.410	-1.444	-1.478
Resultado neto	3.622	3.719	3.811	3.904	3.995

Fuente: Elaboración propia

7.5.1 Supuestos utilizados

Un supuesto utilizado es que todas las cuentas del estado de resultados dependen de las ventas y por tanto son proyectables mediante estas, esto es más debatible en el caso de la depreciación. De todas formas se decidió proyectar la depreciación en base a las ventas, la razón de esto es que en la nota 23 “Gastos por naturaleza” se reporta la composición de los costos y gastos operacionales, no obstante lo anterior no especifica la pertenencia de cada subcuenta a alguna cuenta y por lo tanto no es posible saber a cual cuenta pertenece los gastos por depreciación y amortización.

Se asume además que existe una correlación significativa entre el crecimiento industrial y el crecimiento de la empresa a valorar.



7.6 Estado de resultados proyectado porcentual

Tabla 77. Estado de resultados proyectado a 5 años en porcentaje respecto a los ingresos operacionales

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Ingresos ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%
Costos por venta	-62,82%	-62,84%	-62,85%	-62,88%	-62,91%
Resultado bruto	37,18%	37,16%	37,15%	37,12%	37,09%
Costos de distribución	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%
Gastos de administración	-11,87%	-11,88%	-11,88%	-11,89%	-11,89%
Otros ingresos	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
Otros gastos por función	-0,28%	-0,28%	-0,28%	-0,28%	-0,28%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%	-0,03%
EBITDA	15,08%	15,05%	15,02%	15,00%	14,97%
Depreciación y amortización	-5,73%	-5,73%	-5,72%	-5,72%	-5,71%
EBIT	9,35%	9,32%	9,30%	9,28%	9,25%
Ingresos Financieros	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%
Costos financieros	-2,69%	-2,69%	-2,69%	-2,69%	-2,69%
Participación en otras sociedades	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Diferencias de cambio	-0,24%	-0,24%	-0,24%	-0,24%	-0,24%
Resultados por unidades de reajuste	-0,70%	-0,70%	-0,70%	-0,70%	-0,70%



Resultado antes de impuestos	6,30%	6,27%	6,25%	6,23%	6,21%
Impuestos a las ganancias	-1,70%	-1,69%	-1,69%	-1,68%	-1,68%
Resultado neto	4,60%	4,58%	4,56%	4,55%	4,53%

Fuente: *Elaboración propia*



8. Proyección de los Flujos de Caja Libre

8.1 Flujo de caja bruto

Previo a la conformación de los flujos de caja libre, la utilidad neta debe ser ajustada por algunos conceptos que no representan movimientos en los flujos de caja y/o partidas no operacionales que no se consideran para la valoración de la empresa si no para otros activos.

En el supuesto de que hayan partidas no operacionales que se consideren antes y después de impuestos: “La decisión de si considerarlas de una u otra forma está en función del tipo de negocio y de lo transitorio o no que sean las partidas. Si hay partidas no operacionales que son recurrentes en el tiempo, se aconseja considerarlas antes de impuestos en el ajuste, pues el efecto tributario será permanente, y si hay partidas que no lo son entonces deben considerarse después de impuesto, pues no deben tener efecto alguno sobre el flujo de caja permanente de la firma. Las partidas que correspondan a movimientos contables y que son de carácter permanente en la definición de negocio de la empresa deben ser reversadas. El único impacto que tendrán desde el punto de vista de flujo de caja es sobre los impuestos de la empresa” (Maquieira y Espinosa, 2019).

Aplicando lo anterior a la valoración de Embotelladora Andina, existen:

- Movimientos que no representan flujos de caja
 - Depreciación y Amortización

- Partidas no operacionales no relevantes para la valoración
 - Ingresos y gastos financieros: considerados porque su beneficio tributario ya se encuentra incorporado en el costo de capital.
 - Ingresos y egresos no operacionales después de impuestos
 - Diferencias de cambio



- Corrección monetaria o resultados por unidad de reajuste

No se considera como partida no operacional las participaciones en empresas asociadas, ya que estas sólo se consideran al valorar las empresas relacionadas por separado (Maquieira y Espinosa, 2019), en este caso la valoración se hace con información financiera consolidada.

Aplicando todos los ajustes anteriores se obtiene el flujo de caja bruto:

Tabla 78. Proyección del Flujo de caja bruto

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Resultado neto	3.622	3.719	3.811	3.904	3.995
Depreciación y amortización	4.516	4.652	4.780	4.908	5.038
Ingresos Financieros (después de impuestos)	-303	-312	-321	-330	-339
Costos financieros (después de impuestos)	1.544	1.592	1.637	1.683	1.729
Otros ingresos (después de impuesto)	-41	-42	-44	-45	-46
Otros gastos por función (después de impuesto)	158	164	168	173	177
Otras ganancias/pérdidas (después de impuestos)	18	19	20	20	20
Diferencias de cambio	187	192	198	203	209
Corrección monetaria	548	565	581	597	613
Flujo de caja bruto	10.249	10.547	10.830	11.113	11.396

Fuente: *Elaboración propia*

8.2 Inversión en reposición

En la memoria anual de Embotelladora Andina encontramos que comentan sobre su estructura de inversión definida: “Nuestros Estatutos no definen una estructura de financiamiento determinada ni las inversiones que puede realizar la Compañía.” (Embotelladora Andina, 2022) con lo que declaran que su estructura de inversiones a futuro depende más de las oportunidades que aparezcan en el tiempo más que de una planificación a través del tiempo.



No obstante lo anterior la empresa si tiene presupuestado un plan de inversiones de capital para el 2023, los propósitos de específicos de dicho plan se detallan a continuación:

Tabla 79. Composición del presupuesto de inversión en Embotelladora Andina 2023

Cuenta	Miles de USD	Miles de UF	Porcentaje
Botellas y envases retornables	41.000	1.004	16%
Equipos de frío	36.000	881	14%
Mantenimiento y ampliación de capacidad productiva	149.000	3.647	59%
Otras inversiones	25.000	612	10%
Total	251.000	6.144	100%

Fuente: Memoria Anual de Embotelladora Andina (2023)

A continuación se determinará que inversiones son considerables como inversión en reposición y cuales como nuevas inversiones de capital, clasificando las subitems disponibles de la memoria anual en inversión:

- Mantenimiento y ampliación de capacidad productiva
 - Maquinaria e infraestructura
 - Para la producción de cervezas en Brasil (US 45 millones, 18% del total invertido). **Inversión en reposición.**
 - Para mantenimiento de capacidad en Argentina (US 18 millones, 7.2% del total invertido). **Inversión en reposición.**
 - Para la filial Re-Ciclar S.A. en Chile que producirá resina PET reciclada (US 14 millones, 5.6% del total invertido). **Nueva inversión en capital.**
 - Nueva línea de producción de bebidas en Chile (US 17.5 millones, 7% del total invertido aproximadamente). **Nueva inversión en capital.**



- Cumplimiento de normativa del tratamiento de aguas industriales en Chile y Argentina (US 4 millones, 1.6% del total invertido). **Inversión en reposición.**
- Mejora de eficiencia del reuso de agua (US 2,8 millones, 1.1% del total invertido). **Nueva inversión en capital.**
- Continuar con el plan de etiquetado de botellas retornables en Paraguay (US 3,5 millones, 1.4% del total invertido). **Inversión en reposición.**
- Otros (US 44,2 millones, 17.7% del total invertido). **Inversión en reposición.**
- Otras inversiones
 - Renovación de la flota de camiones en Chile y Brasil (US 5,8 millones ,2.31% del total invertido). **Inversión en reposición.**
 - Inversión en tecnología para relaciones de cliente y eficiencia interna (US 6,8 millones, 2.71% del total invertido). **Inversión en reposición.**
 - Seguros y otros (US 12,4 millones, 5% del total invertido). **Inversión en reposición.**

Finalmente se considera que los ítems de equipos de frío y botellas y envases retornables corresponden enteramente a inversión en reposición, esto genera que la proporción para el 2023 sea de US 216,7 millones (86,33% del total), mientras que las nuevas inversiones de capital son de US 34,3 millones (13,67% del total).

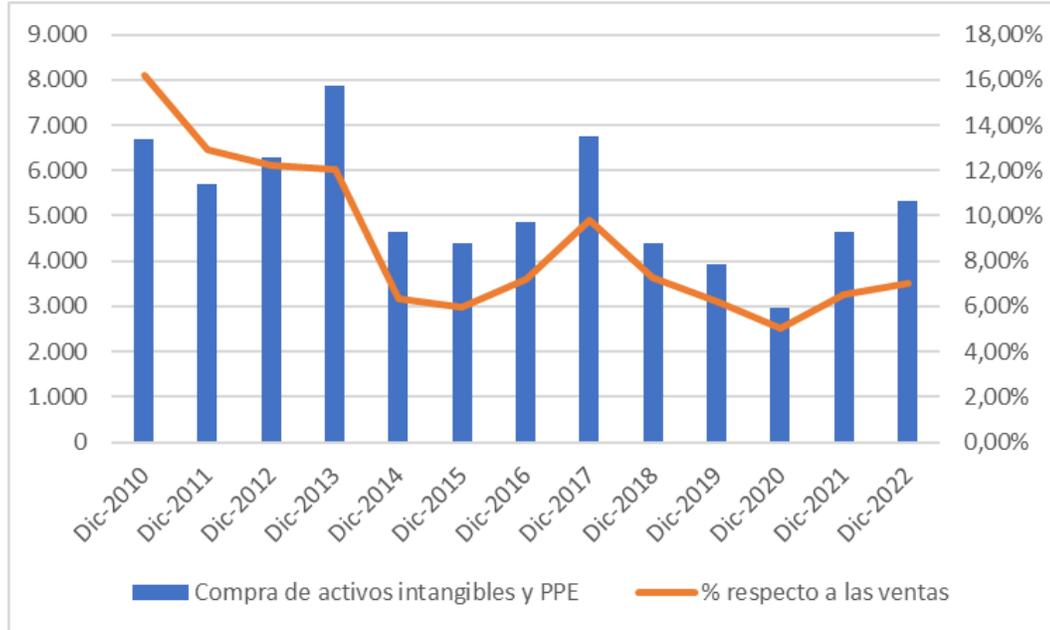
Para transformar esta inversión de dólares a UF se considera el valor de la UF a 2022 (\$35.111) y se aumenta su valor en un 6,6%, extraído del IPC promedio proyectado por el Banco Central en el IPOM de diciembre de 2022, esto da como resultado una inversión total de 6.550 UF.

Por lo tanto, la inversión en reposición proyectada al 2023 equivale a 5.655 miles de UF, que en términos de ventas corresponden al 7,21% de los ingresos operacionales proyectados. Para proyectar la inversión del resto de años es necesario observar el



porcentaje de inversión respecto a las ventas y su comportamiento histórico, para esto se muestra la siguiente figura:

Figura 26. Inversión en PPE y activos intangibles (en UF)



Fuente: Elaboración propia

La elección de años en la figura responde a los años en que se dispone de estados financieros de la empresa bajo normas IFRS, se puede concluir que, como es esperable, la inversión realizada por la empresa no es constante si no que responde a ciclos y contextos. Un patrón usual en la serie es que existen tres años de menor inversión para que posteriormente exista un cuarto año de mayor inversión (2010-2013, 2014-2017 y 2018-2021), siendo la excepción el 2021 año en que todavía se presentaban los efectos de la pandemia.

Si asumimos que ese es el comportamiento de los ciclos de inversión de la empresa entonces usar el promedio de los 5 últimos años estaría sub representando la inversión, ya que:

- El menor porcentaje de inversión respecto a ingresos operacionales es el 2020

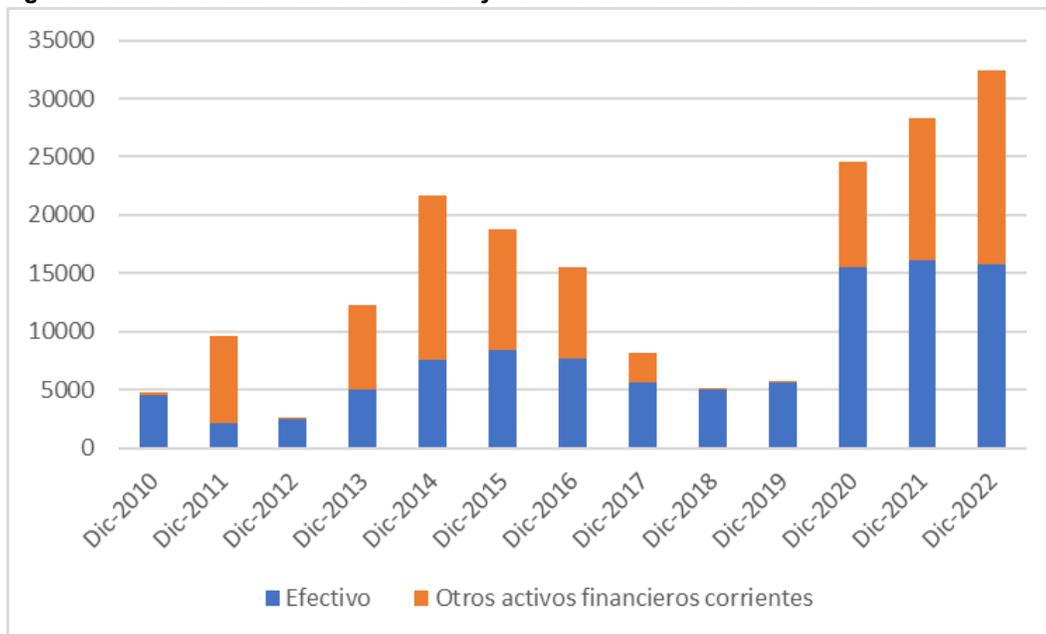


- Es el ciclo con menor inversión en términos reales y porcentuales (6,41% de los ingresos)
- El ciclo está afectado por una crisis sanitaria que distorsiona los valores de al menos el 2020 y el 2021, siendo este último año el que normalmente destaca por la mayor inversión y de ser así, usar 5 años entonces no consideraría ningún período de inversión excepcional en los ciclos (siendo el más cercano el 2017)

Finalmente otra argumentación relevante es que Embotelladora Andina a generado un stock de efectivo y equivalentes y otros activos líquidos corrientes récord, la fecha de inicio del aumento sugiere que esto puede ser por la crisis y por lo tanto, para responder a los pasivos de corto plazo por el deterioro del ciclo operacional, gracias el aumento de las cuentas por cobrar (véase tabla 35 sobre CTON). No obstante lo anterior los niveles de requerimiento de efectivo por CTON disminuyeron rápidamente el 2021 y por lo tanto, para el 2021/2022 el efectivo podría ser usado para inversiones futuras.



Figura 27. Evolución histórica de efectivo y otros activos financieros corrientes



Fuente: Elaboración propia

Bajo la argumentación anterior se justificó el uso del promedio simple entre los períodos previos a la crisis sanitaria (2010-2019) para calcular la incidencia de la inversión sobre los ingresos por venta, lo cual sería de un 9,62% aproximadamente y la inversión en reposición por lo tanto sería 8,55% de los ingresos operacionales .

Teniendo en cuenta todo lo anterior en cuenta, la proyección es la siguiente:

Tabla 80. Proyección de la inversión en reposición

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Inversión en reposición	-5.655	-6.894	-7.089	-7.285	-7.483

Fuente: Elaboración propia



8.3 Nuevas inversiones de capital

Como se detallo anteriormente la incidencia de las nuevas inversiones de capital sobre las ventas corresponden a un 1,07% de estas últimas y por lo tanto se proyecta el CAPEX mediante esa incidencia:

Tabla 81. Proyección del CAPEX

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
CAPEX proyectado	-895	-923	-949	-975	-1.002

Fuente: *Elaboración propia*

8.4 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

Se estima la inversión en Capital de Trabajo Operativo Neto utilizando las siguientes partidas:

- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas
- Inventarios

Del mismo modo, consideramos las siguientes partidas para los pasivos:

- Cuentas por pagar comerciales
- Cuentas por pagar a entidades relacionadas

Para calcular el capital de trabajo operacional, restamos los pasivos corrientes (cuentas por pagar comerciales) de los activos corrientes (deudores comerciales e inventarios). La diferencia obtenida representa el capital de trabajo operacional. A continuación, generamos el ratio CDT Operacional/Ingresos:

Tabla 82. Valores históricos del Capital de trabajo operativo neto

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Activos operacionales:	11.806	11.965	13.535	14.741	14.971



Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	6.316	6.749	9.133	8.566	7.968
Inventarios	5.489	5.215	4.402	6.174	7.003
Pasivos operacionales:	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960
CTON	3.168	3.356	5.608	4.176	4.012
Ingresos operacionales	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671
RCTON (en % del ingreso)	5,22%	5,34%	9,60%	5,84%	5,30%

Fuente: *Elaboración propia*

Se utilizó la mediana del RCTON (5,34%) para calcular las necesidades de capital de trabajo futuras dado el valor extremo del 2020 producto de la crisis sanitaria que generó un gran aumento de los deudores comerciales. Se utilizó la siguiente fórmula para calcular la variación en el capital de trabajo operativo neto:

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

La siguiente tabla muestra los resultados de la estimación:

Tabla 83. Estimación de inversión de capital de trabajo

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Ingresos	78.764	81.225	83.523	85.838	88.172
Inversión en Capital de trabajo	131	123	124	125	

Fuente: *Elaboración propia*

8.5 Valor terminal

Después de haber obtenido los flujos libres de caja para los siguientes 5 años deberemos realizar el cálculo del valor terminal para poder realizar el cálculo del flujo de los activos operacionales. Un supuesto relevante en el valor terminal es que no se consideró crecimiento de los ingresos y teniendo en cuenta que la moneda de la valoración de la empresa son unidades de fomento esto se traduce en que no existe



crecimiento real de los ingresos. Al no existir crecimiento de los ingresos se asume la no existencia de nuevas inversiones y existencia de inversión en reposición únicamente. Se consideró el WACC calculado anteriormente (4,9541%) para construir la perpetuidad:

Tabla 84. Estimación del flujo a perpetuidad

En miles de UF	Perpetuidad
Flujo de caja bruto	11.396
- Inversión de reposición	-7.483
- Nuevas inversiones	
+/- Liberación (Inversión) de CTON	
Flujos de caja libre	3.913
Perpetuidad de FCL	78.989

Fuente: *Elaboración propia*

8.6 Flujos de caja libre proyectados

A continuación se estiman los flujos de caja libre de la empresa mediante los flujos de caja bruto y los otros ajustes realizados:

Tabla 85. Estimación de los flujo de caja libre

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Flujo de caja bruto	10.249	10.547	10.830	11.113	11.396
- Inversión de reposición	-5.655	-6.894	-7.089	-7.285	-7.483
- Nuevas inversiones	-895	-923	-949	-975	
+/- Liberación (Inversión) de CTON	-131	-123	-124	-125	
Flujos de caja libre	3.568	2.608	2.669	2.728	3.913

Fuente: *Elaboración propia*



9. Precio de la acción estimado

Finalmente mediante los flujos de caja libre se calculará el valor de los activos, patrimonio y el precio accionario. Hay que tener en cuenta que la empresa posee dos tipos de acciones (serie A y serie B), por lo tanto el precio de mercado de la acción con la que hay que comparar el resultado de este apartado no es el de una única serie si no el promedio ponderado de ambas series, para este propósito es necesario el precio de las acciones y sus cantidades a finales del 2022:

Tabla 86. Precio y cantidad de los tipos de acciones de Andina

Tipo de acciones	Dic-21	Dic-22	Cantidad
ANDINAA.SN	1.235,05	1.535,32	473.289.301
ANDINAB.SN	1.457,04	1.961,41	473.281.303

Fuente: Elaboración propia

El promedio ponderado de lo anterior sería el siguiente:

$$(1535 \cdot 473.289.301 + 1.961 \cdot 473.281.303) \cdot (473.289.301 + 473.281.303)^{-1} = 1.748$$

9.1 Valor presente de los flujos de caja libre

A continuación se calcula el valor presente de los flujos de caja libre anteriormente calculados, proyectando los primeros 5 años de flujos y posteriormente asumiendo una perpetuidad:

Tabla 87. Estimación del valor presente de los flujos de caja

En miles de UF	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26	Dic-27
Flujos de caja libre	3.568	2.608	2.669	2.728	3.913
Valor terminal					78.989
Valor presente FCL	3.400	2.368	2.309	2.248	65.098
Valor presente total	75.422				

Fuente: Elaboración propia



9.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Se calcula el déficit de capital de trabajo operativo neto para el 2022, utilizando la diferencia entre el real usado en dicho año y el proyectado:

Tabla 88. Déficit de CTON 2022

En miles de UF	
CTON real al 31 de diciembre de 2022	4.012
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2022	4.737
Exceso o Déficit de CTON	-725

Fuente: *Elaboración propia*

9.3 Activos prescindibles y otros activos

Definimos los activos prescindibles como los no operacionales identificados en la tabla 33, entre los cuales se encuentran:

- Activos corrientes:
 - Efectivo y equivalentes
 - Otros activos financieros
 - Cuentas por cobrar a entidades relacionadas

- Activos no corrientes:
 - Cuentas por cobrar
 - Cuentas por cobrar a entidades relacionadas
 - Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación

A continuación se muestran los activos prescindibles para el 2022 junto a sus montos en miles de UF:



Tabla 89. Activos prescindibles al 2022

En miles de UF	Al 31-12-22
Efectivo y equivalentes	8.307
Otros activos financieros	7.492
Cuentas por cobrar (no corrientes)	15
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	432
Total	16.247

Fuente: *Elaboración propia*

9.4 Valoración económica de la empresa

Finalmente se calcula el valor total de los activos, el patrimonio económico y el precio de la acción junto a su comparación con el precio de mercado a la fecha:

Tabla 90. Valoración económica de la empresa

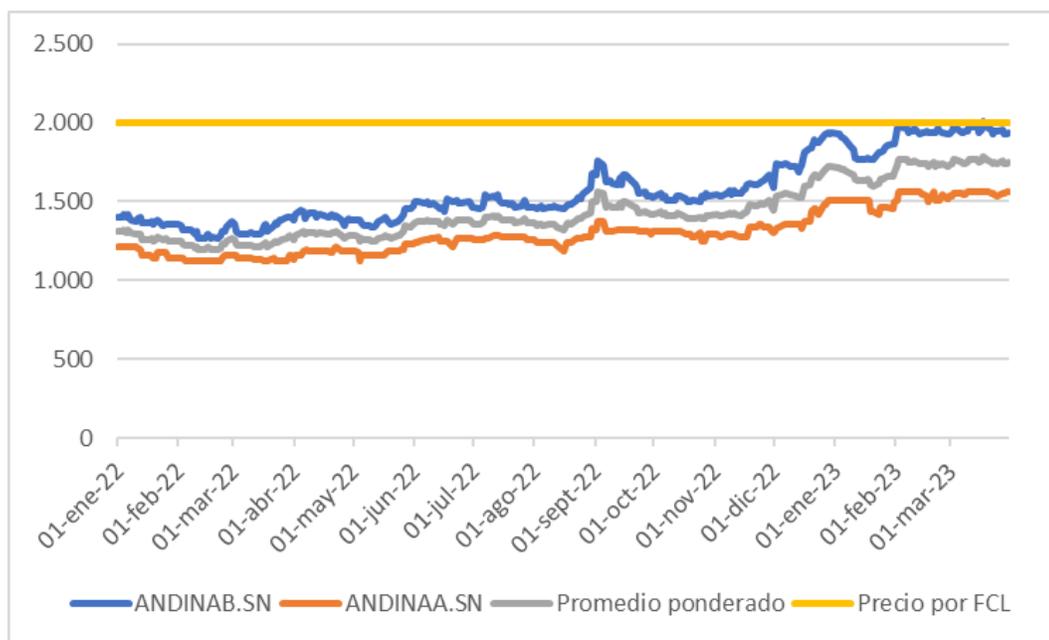
Al 31 de diciembre de 2022	
Valor presente FCL (en miles de UF)	75.422
Exceso (déficit) CTON (en miles de UF)	-725
Activos prescindibles y otros activos (en miles de UF)	16.247
Valor total de activos (en miles de UF)	90.944
Deuda financiera (en miles de UF)	-36.231
Interés minoritario (en miles de UF)	-802
Patrimonio económico (en miles de UF)	53.911
Número de acciones	946.570.604
Precio acción estimado (en UF)	0,057
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	2.000
Precio acción real en CLP	1.748
Diferencia de precios (en %)	14,38%

Fuente: *Elaboración propia*



Existe una diferencia de precios de 14,38% sobre el precio de mercado de la acción (promedio ponderado entre A y B), a continuación se mostrará una figura con la evolución del precio de las acciones serie A, B y el promedio ponderado entre ambas para el 2022 y el primer trimestre del 2023:

Figura 28. Evolución del precio accionario de Embotelladoras Andina



Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la figura 28, el precio de la acción desde el 2022 que tiene una tendencia al alza, el resultado de la valoración por flujos de caja descontados fue superior tanto al ponderado como a la acción serie B (que es la que tiene mayor precio accionario entre ambas). Los diferenciales son similares tanto para finales del 2022 como del primer trimestre del 2023 a excepción de la serie A.



9.5 Análisis de sensibilidad

A continuación se muestra el análisis de sensibilidad del precio de la acción proyectado en función de las variaciones en los ingresos por ventas y el costo de capital. Se considerarán incrementos y disminuciones del 0,5% para cada variable:

1. Ingresos por ventas:

- Aumento del 0,5%: Se proyecta un incremento en los ingresos por ventas y, por ende, en los flujos de efectivo generados por la empresa. Esto puede tener un efecto positivo en el precio de la acción proyectado, ya que se espera un mayor valor para la empresa en el futuro.
- Disminución del 0,5%: Se proyecta una disminución en los ingresos por ventas, lo que podría llevar a una reducción en los flujos de efectivo y, potencialmente, a un menor precio de la acción proyectado.

2. Costo de capital:

- Aumento del 0,5%: Si el costo de capital aumenta, el valor presente de los flujos de efectivo futuros se verá afectado negativamente.
- Disminución del 0,5%: Si el costo de capital disminuye, los flujos de efectivo futuros tendrán un mayor valor presente.

Es importante destacar que el análisis de sensibilidad considera variaciones específicas en estas variables (y en el caso de los ingresos, también afecta las variables dependientes mediante su incidencia), pero en la práctica se pueden realizar análisis más detallados con diferentes escenarios y rangos de variación para obtener una visión más completa de cómo afectan las variables críticas al precio de la acción proyectado.



Tabla 91. Análisis de sensibilidad ingresos y costo de capital

Análisis de Sensibilidad							
K0/Ventas	-5,00%	-3,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	3,00%	5,00%
3,45%	3.063	3.145	3.226	3.267	3.307	3.389	3.470
3,95%	2.560	2.631	2.702	2.737	2.773	2.843	2.914
4,45%	2.171	2.233	2.296	2.327	2.358	2.421	2.483
4,95%	1.860	1.916	1.972	2.000	2.028	2.084	2.140
5,45%	1.606	1.657	1.708	1.733	1.758	1.809	1.859
5,95%	1.396	1.442	1.488	1.511	1.534	1.580	1.626
6,45%	1.218	1.260	1.303	1.324	1.345	1.387	1.430

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, para poder realizar un análisis más detallado se calcula la diferencia porcentual entre el precio estimado por la metodología y el precio de mercado objetivo (promedio ponderado de serie A con B). Para de esa manera poder apreciar de mejor manera la sensibilidad de la acción a cada escala de cambios en esta.

Tabla 92. Variación porcentual del análisis de sensibilidad respecto al precio de mercado

Análisis de Sensibilidad							
K0/Ventas	-5,00%	-3,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	3,00%	5,00%
3,45%	75,22%	79,87%	84,52%	86,84%	89,17%	93,82%	98,47%
3,95%	46,45%	50,49%	54,53%	56,56%	58,58%	62,62%	66,67%
4,45%	24,15%	27,73%	31,30%	33,09%	34,88%	38,45%	42,02%
4,95%	6,38%	9,58%	12,78%	14,38%	15,98%	19,18%	22,38%
5,45%	-8,13%	-5,23%	-2,34%	-0,89%	0,56%	3,45%	6,35%
5,95%	-20,18%	-17,54%	-14,89%	-13,57%	-12,25%	-9,61%	-6,97%
6,45%	-30,35%	-27,92%	-25,49%	-24,28%	-23,07%	-20,64%	-18,21%

Fuente: Elaboración propia



Como se observa en la tabla 92, sin variaciones en el WACC pero con decrecimiento de los ingresos operacionales (ya que las tasas de crecimiento son menores al 3%) el precio accionario sería igual o menor al de mercado. Mientras que un aumento de 100 puntos base en la tasa de descuento da como resultado un precio accionario menor al de mercado.



10. Valorización por múltiplos

A continuación se realizó la valorización por el método de múltiplos, se utilizó la información financiera disponible en la CMF, en los sitios oficiales de la empresa en el apartado de “Investor Relations” y los precios accionarios fueron extraídos de Thomson Reuters Refinitiv Eikon.

10.1 Supuestos y consideraciones

Para construir los múltiplos se tuvieron que calcular métricas no explícitamente establecidas en los estados financieros, tales como el EBIT, EBITDA, deuda financiera y el patrimonio económico.

La deuda financiera se estimó como los pasivos que devengan intereses, dentro de las cuentas que cumplieran dicho requisito al menos en una empresa, están:

- Otros pasivos financieros
- Pasivos por arrendamientos
- Intereses por pagar
- Derivados financieros

Posteriormente se definió la deuda de mercado neta como la diferencia entre la deuda financiera y la cuenta de efectivo y equivalentes.

Para estandarizar el cálculo del EBIT y el EBITDA se realizaron bajo la misma lógica que el estado de resultados construido para la valoración por flujo de caja libre, ejemplificando el punto anterior:

Tabla 93. Estimación del EBIT y EBITDA

En miles de UF	Dic-22
Resultado antes de impuestos	6.631



+/- Resultados por unidades de reajuste	1.679
+/- Diferencias de cambio	331
- Participación en otras sociedades	-40
+ Costos financieros	1.696
- Ingresos Financieros	-1.131
EBIT	9.166
+ Depreciación y amortización	3400
EBITDA	12.566

Fuente: Estados financieros de Embotelladora Andina (2023)

Entonces a partir de la utilidad antes de impuestos y las cuentas intermedias para llegar al EBIT y EBITDA se construyen las dos métricas, que coinciden o se acercan mucho a las reportadas por las mismas empresas en sus análisis razonados.

Finalmente el último supuesto es que el “Enterprise Value” se calcula como la suma del valor de mercado del patrimonio, la deuda financiera y a esto se le resta el efectivo y equivalentes y el interés minoritario (participación no controladora).

10.2 Análisis de empresas comparables

Preeliminarmente las empresas comparables seleccionadas fueron 5: Ambev SA, Arca Continental, CCU, Coca Cola Embonor y Coca Cola FEMSA. Para justificar dichas empresas hay que tener en cuenta las variables relevantes de elección según Maquieira y Fernandez (2019):

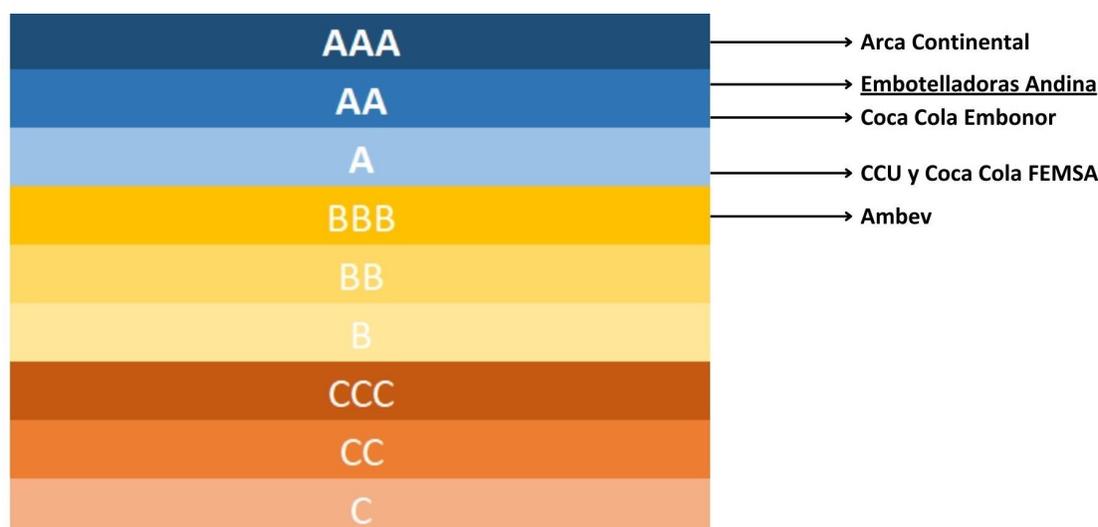
- Riesgo
- Tasa de crecimiento esperada
- Comportamiento de los flujos de caja



Además de lo anterior se consideraron únicamente empresas que pertenecieran a la misma industria de Embotelladora Andina, ya que la evidencia empírica demuestra que este factor genera un mejor desempeño que escoger empresas únicamente por las variables relevantes nombradas anteriormente. Finalmente se consideraron que fueran empresas en las cuales sus operaciones se realizaran mayoritariamente en latinoamérica y que transen en bolsa para poder obtener la información necesaria para la construcción de los múltiplos.

El riesgo es medible mediante los rating crediticios a la deuda de la empresa, información disponible en las tablas del apartado 2.2.3, el último rating crediticio de Embotelladora Andina es AA+ en 2023 (véase tabla 1), las clasificaciones de riesgo pueden pertenecer a diferentes empresas pero todas son sobre deuda de largo plazo y a la última fecha disponible:

Figura 29. Clasificación de rating crediticio de empresas comparables



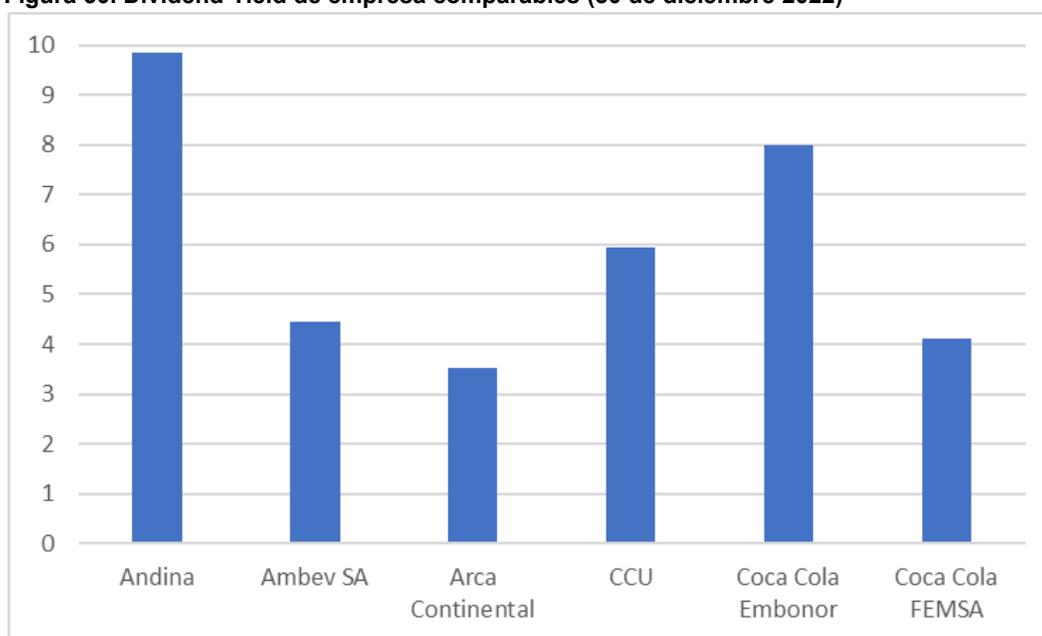
Fuente: Elaboración propia



A nivel general las empresas presentan una clasificación de riesgo similar a Embotelladora Andina con excepción de Ambev y en menor medida CCU y Coca Cola FEMSA.

Luego para medir la similitud en tasas de crecimiento se puede utilizar la razón de pago de dividendos o “dividend yield”:

Figura 30. Dividend Yield de empresa comparables (30 de diciembre 2022)



Fuente: Eikon Thomson Reuters

En este apartado existe una diferencia notoria entre Embotelladora Andina y el resto de comparables, la más cercana (Coca Cola Embonor) tiene un 19% de diferencia aproximadamente y el resto tiene una diferencia mayor al 40%.

En cuanto al comportamiento de los flujos de caja se utilizaron métricas de ingresos por zona geográfica y producto, sobre lo primero, recordemos que los ingresos de esta provienen en su totalidad de países latinoamericanos y a su vez compuestos principalmente por bebidas no alcohólicas (94,02%):



Tabla 94. Origen de ingresos de Embotelladora Andina 2022

En %	Dic-22
Alcohólicas	5,98%
Gasificadas	69,66%
Jugos	12,04%
Agua	12,32%

Fuente: Memoria anual de Embotelladora Andina (2019-2023)

De las empresas comparables existen compañías que también poseen la licencia de Coca Cola, con la diferencia de que participan en países y/o comercializan productos diferentes, las empresas aludidas son Coca Cola Embonor, FEMSA mediante Coca Cola FEMSA y Arca Continental, el hecho de que estas empresas produzcan, distribuyan y comercialicen productos de la misma marca es un argumento para considerarlas como comparables. Pero para argumentar más la elección se puede observar el origen de ingresos de las empresas propuestas para la comparación:

Tabla 95. Origen de ingresos de empresas comparables por rubro

Rubro	Andina	Ambev	Arca Continental	CCU	Coca Cola Embonor	Coca Cola FEMSA
Alcohólicas	5,98%	84,10%		67,08%	20,71%	
No alcohólicas	94,02%	15,90%	92,47%	30,92%	74,35%	100,00%

Fuente: Estados financieros de cada empresa

Las participaciones en bebidas pueden no sumar 100%, ya que existen otros segmentos de negocios que no son bebidas. Además Ambev solamente en Brasil descompone el rubro de sus ingresos, no obstante lo anterior sus estados financieros señalan que son cervezas y otros bebestibles, se asume que la proporción de ingresos en otras regiones es la misma que en Brasil.



Mientras que la división por zona geográfica es la siguiente:

Tabla 96. Origen de ingresos de empresas comparables por rubro

Zona	Andina	Ambev	Arca continental	CCU	Coca Cola Embonor	Coca Cola FEMSA
Sudamérica	100%	75,28%	18,25%	100%	100%	42,22%
Centroamérica		11,84%	46,31%			57,78%
Norteamérica		12,87%	35,44%			

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de cada empresa

Finalmente y para agregar más variables de comparación, se comparó el apalancamiento de la empresa, para esto se construyó la siguiente tabla:

Tabla 97. Leverage contable y económico por empresa (2022)

En %	Leverage contable	Leverage económico
Andina	2,41	0,66
CCU	1,50	0,65
Coca Cola Embonor	1,29	0,64
Ambev SA	0,66	0,02
Arca Continental	0,73	0,17
Coca Cola FEMSA	1,11	0,13

Fuente: Elaboración propia



Comparando las empresas podemos observar que en al menos en una de las métricas construidas se asemejan a Embotelladora Andina:

Tabla 98. Diferencial de la métrica de las empresas comparables con Andina

Métrica	Ambev	Arca continental	CCU	Coca Cola Embonor	Coca Cola FEMSA
Ingreso por zona geográfica	X		X	X	
Ingreso por producto		X		X	X
Clasificación crediticia		X	X	X	X
Dividend Yield				X	
Leverage contable					
Leverage económico			X	X	

Fuente: *Elaboración propia*

Para construir esta tabla se consideró que el valor de la métrica representativa no tenga un diferencial mayor al 25% en comparación a Embotelladora Andina para ser considerada “similar” (en el caso que sea cuantificable la métrica). La empresa con mayor similitud por una amplia diferencia es Coca Cola Embonor, seguido de CCU, Coca Cola FEMSA y Arca Continental y Ambev.

10.3 Múltiplos de la industria

Coca Cola Embonor es una empresa chilena que se dedica principalmente a la producción y distribución de bebidas carbonatadas en Chile y Bolivia mediante la licencia entregada por Coca Cola, donde produce agua embotellada, bebidas energéticas y jugos frutales. Algunas de las marcas que comercializa son: Coca-Cola, Fanta, Sprite, Nordic Mist, Powerade, Quatro, Aquarius, Fuze Tea, Andina y Kapo, entre otras ... (Eikon, 2023).



Para propósitos del cálculo de múltiplos, se consideró las dos series de acciones de la empresa: Embonor-A y Embonor-B. A continuación se presenta una tabla con los múltiplos de la empresa:

Tabla 99. Múltiplos de Coca Cola Embonor

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Dic-21	Dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	4,61	6,11	5,36
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	2,75	3,12	2,94
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	5,70	6,23	5,96
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,93	1,09	1,01
	Value to Book Ratio (VBR)	0,69	0,78	0,74
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,43	0,48	0,45
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,71	0,71	0,71

Fuente: Elaboración propia

La Compañía de Cervecerías Unidas (CCU) es una empresa chilena que opera en el territorio nacional además de Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. Produce cervezas, vino, pisco y bebidas no alcohólicas (agua, néctar, bebidas carbonatadas, entre otros...). La empresa genera la mayoría de sus ingresos de la comercialización de bebidas alcohólicas donde destacan marcas como Cristal, Heineken, Sol, Budweiser, Kunstmann y Austral, además de los vinos generados por la Viña San Pedro de Tarapacá (Eikon, 2023).

A continuación se presenta una tabla con los múltiplos de la empresa:

Tabla 100. Múltiplos de CCU

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Dic-21	Dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	10,98	15,39	13,18
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	5,75	8,02	6,89
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	7,91	12,66	10,29
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,69	1,45	1,57
	Value to Book Ratio (VBR)	1,05	0,97	1,01
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,97	0,77	0,87



	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,05	1,02	1,04
--	---------------------------------------	------	------	------

Fuente: *Elaboración propia*

Ambev es una empresa brasileña que pertenece al rubro de bebidas, en el cual produce, distribuye y vende cervezas, bebidas carbonatadas y otras bebidas no alcohólicas y no carbonatadas a diversos países del continente americano tales como: República Dominicana, San Vicente, Antigua, Dominicana, Cuba, Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Barbados, Panamá, Argentina, Bolivia, Paraguay, Uruguay, Chile y Canadá. Algunas marcas reconocidas de Ambev son: Adriatica, Brahma, Leffe, Budweiser, Corona, PepsiCo y Lipton.

A continuación se presenta una tabla con los múltiplos de la empresa:

Tabla 101. Múltiplos de Ambev SA

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Dic-21	Dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	17,58	15,36	16,47
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	9,46	9,13	9,29
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	12,38	12,17	12,27
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	2,75	2,74	2,74
	Value to Book Ratio (VBR)	1,69	1,69	1,69
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	3,17	2,87	3,02
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	2,97	2,72	2,85

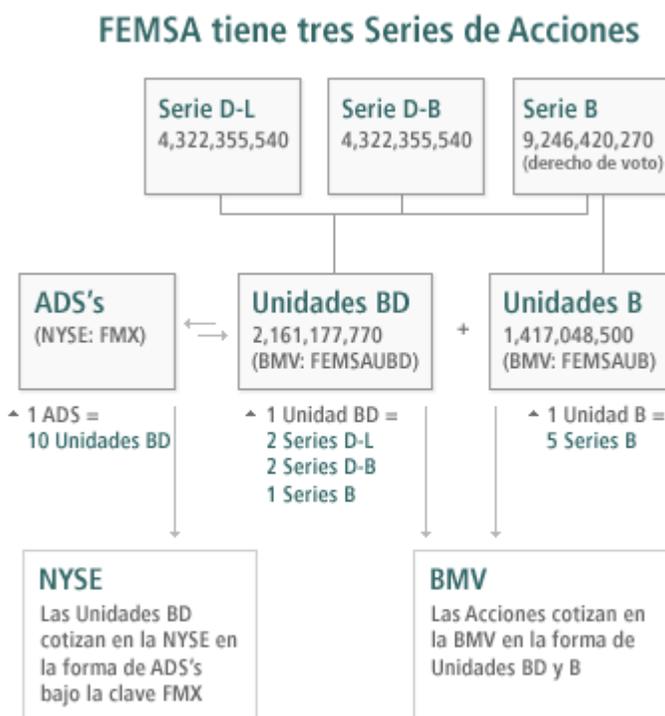
Fuente: *Elaboración propia*

Coca-Cola FEMSA es una franquicia y embotelladora de la marca Coca Cola. La empresa y sus subsidiarias se dedican a la producción, distribución y comercialización de algunas bebidas de Coca Cola. También adquiere, mantiene y transfiere diferentes tipos de bonos, acciones e instrumentos financieros. Los segmentos de la empresa son México y Centroamérica, compuesto de México, Guatemala, Nicaragua, Costa Rica y Panamá, Sudamérica con Brasil, Argentina y Colombia, Venezuela (separado de sus pares por controles de tipo de cambio e hiperinflación) y Asia que consiste en métodos de inversión en Filipinas. Las bebidas que comercializa son bebidas carbonatadas, agua, jugos, etc ...



Tal como se explica en la figura 31, la nota 23 de los estados financieros de FEMSA señala que esta posee una estructura accionaria en la cual el capital social de la empresa se divide inicialmente en unidades “BD” y “B”, las cuales posteriormente se subdividen en otras clasificaciones que se diferencian las limitaciones de voto donde las serie “B” no tienen restricciones pero las series “L” y “D” si poseen restricciones. Coca Cola FEMSA posee las mismas series con las mismas restricciones que su empresa matriz FEMSA.

Figura 31. Estructura accionaria de FEMSA



Fuente: Información para accionistas de FEMSA (2023)



En este caso específico se utilizó la capitalización de mercado reportada por Eikon Thomson Reuters dada la complejidad de la estructura accionaria de la empresa, siendo la siguiente:

Tabla 102. Capitalización de mercado de Coca Cola FEMSA (en miles de pesos mexicanos)

En miles de Ps	Dic-21	Dic-22
Market Cap	234.663	276.974

Fuente: Eikon Thomson Reuters

Con la información anterior es posible calcular los múltiplos de la empresa:

Tabla 103. Múltiplos de Coca Cola FEMSA

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Dic-21	Dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	14,37	14,11	14,24
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	7,26	7,70	7,48
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	9,89	10,40	10,15
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,84	2,10	1,97
	Value to Book Ratio (VBR)	1,18	1,28	1,23
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,21	1,22	1,22
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,38	1,36	1,37

Fuente: Elaboración propia

Arca Continental es una empresa Mexicana que pertenece en su mayor proporción al sector de bebidas, en el cual distribuye y comercializa bebidas bajo la licencia de Coca Cola en México, Argentina, Ecuador y Perú además de otros bebestibles. Siendo más específicos sobre su cartera de producto, la compañía mantiene dentro de su cartera de bebidas: refrescos de cola y de sabores, agua purificada y saborizada, lácteos y otras bebidas carbonatadas y no carbonatadas, en diversas presentaciones. Adicionalmente, la compañía produce, distribuye y vende alimentos y botanas bajo sus propias marcas; así como productos lácteos de alto valor agregado (Coca Cola FEMSA, 2023).

A continuación se presenta una tabla con los múltiplos de la empresa:



Tabla 104. Múltiplos de Arca Continental

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Dic-21	Dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	18,75	17,80	18,28
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	5,55	7,60	6,58
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	7,18	10,45	8,81
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,53	1,87	1,70
	Value to Book Ratio (VBR)	1,09	1,26	1,18
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,26	1,33	1,29
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,20	1,28	1,24

Fuente: Elaboración propia

Finalmente con los múltiplos de cada empresa se procede a calcular al múltiplo representativo de la industria mediante la media armónica de las empresa, ya que “la evidencia empírica reciente muestra que los errores de estimación se minimizan usando la media armónica en contraste a las otras” (Maquieira y Fernandez, 2019). Además Liu, Nissim & Thomas, Kim & Ritter (1999) señalan que los múltiplos: P/E, P/B, FV/Sales y FV/EBITDA presentan sesgos positivos en el valor los cuales podrían reducirse al usar la media armónica, ya que reduce la importancia de los valores grande y aumenta el de los pequeños.

Tabla 105. Múltiplos de la industria

Múltiplos	Embonor	CCU	Ambev	FEMSA	Arca Continental	Media armónica
Price-Earnings Ratio (PER)	5,36	13,18	16,47	14,24	18,28	11,16
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	2,94	6,89	9,29	7,48	6,58	5,69
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	5,96	10,29	12,27	10,15	8,81	8,95
Price to	1,01	1,57	2,74	1,97	1,70	1,62



Book Equity (PBV)						
Value to Book Ratio (VBR)	0,74	1,01	1,69	1,23	1,18	1,09
Price to Sales Ratio (PS)	0,45	0,87	3,02	1,22	1,29	0,95
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,71	1,04	2,85	1,37	1,24	1,17

Fuente: *Elaboración propia*

Finalmente los datos justifican la teoría señalada anteriormente, la empresa con los valores más extremos en los múltiplos es Ambev, siendo la empresa con menor similitud a Embotelladora Andina y por el contrario Coca Cola Embonor es la empresa con menores múltiplos y la más parecida a la empresa a valorar.

10.4 Valor de la empresa en base a múltiplos de la industria

A continuación se valorará la empresa mediante los múltiplos construidos previamente para la industria, para ello es necesario información financiera de Embotelladora Andina que se presenta a continuación:

Tabla 106. Indicadores de Embotelladora Andina

Indicador financiero (en miles de \$)	Dic-22
Resultado por acción	0,1357
EBITDA	441.136.901
EBIT	321.771.470
Valor libro patrimonio	883.402.652
Valor libro empresa	3.010.700.607
Ingresos	2.656.878.395
Ingresos por acción	2,8068
Interés minoritario	28.142.508

Fuente: *Elaboración propia*



Cabe resaltar que el precio accionario representativo de Embotelladora Andina es el promedio ponderado de sus dos series (A y B), al igual que en la valoración por flujos de caja libre, dicho promedio es de 1.748 pesos aproximadamente.

A continuación se adjunta la valoración por múltiplos junto a su diferencial porcentual respecto al precio de la acción:

Tabla 107. Valoración por múltiplos de Embotelladora Andina

Múltiplos	Valor de la empresa (M\$)	Patrimonio (M\$)	Precio acción (\$)	Diferencial
Price-Earnings Ratio (PER)	-	-	1.514	-13,38%
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	2.508.826.622	1.569.177.012	1.658	-5,18%
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	2.880.908.276	1.941.258.666	2.051	17,30%
Price to Book Equity (PBV)	-	1.502.047.867	1.587	-9,24%
Value to Book Ratio (VBR)	3.273.603.695	2.001.499.557	2.114	20,94%
Price to Sales Ratio (PS)	-	3.234.188.523	3.417	95,43%
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	3.283.901.542	2.344.251.932	2.477	41,65%

Fuente: Elaboración propia

10.5 Análisis de los resultados

Como se observa en la tabla 107 existe mucha heterogeneidad en cuanto a los resultados de cada múltiplo para valorar a la acción.

El método recomendado para el sector de Embotelladora Andina según Fernandez (2012) es "Enterprise Value to EBITDA" (EV/EBITDA), el anexo 4 define los múltiplos adecuados para cada sector y subsector, en este caso la empresa pertenece al sector alimentación y tabaco, posteriormente al subsector bebidas alcohólicas y productores de alimento comparten este mismo múltiplo como único recomendado para valorizar,



por lo cual se concluye que teóricamente este es el múltiplo representativo para Embotelladora Andina.

El resultado mediante el múltiplo “Enterprise Value to EBITDA” tiene un diferencial de -5,18% respecto al precio de mercado promedio de la acción para el último día hábil del 2022 (30 de diciembre).



11. Conclusiones

Comparando el precio promedio de mercado de la acción (entre la serie A y B) y la valoración por el método de flujo de caja libre con una tasa de descuento WACC del 4,95% aproximadamente se obtiene un diferencial o desviación del 14,38%. Mientras que mediante la valorización por múltiplos por “Enterprise Value to EBITDA” genera una desviación del -5,18%. En contra de la teoría la valorización por múltiplos está más cerca que la valoración por flujos de caja libre descontados y además presentan signos opuestos.



Bibliografía

Aswath D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

Arca Continental. (2023). Reporte anual integrado 2022. https://www.arcacontal.com/media/392751/reporte_anual_integrado_2022.pdf

Ambev. (2023). Ambev reports 2022 fourth quarter and full year results .<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/c8182463-4b7e-408c-9d0f-42797662435e/4afab2d0-2a53-a79f-54e1-a14ba27e6ac8?origin=1>

Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. Journal of Applied Corporate Finance, 26(4), 106-117.

Banco Central de Chile. (2022). Informe de Política Monetaria. <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-diciembre-2022>

Base de Datos Estadísticos. (Banco Central de Chile). (2023). https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_BDP/MN_EXP_EC11/IPSOS%20ICC/637687041651517778

BPC Partners. (2017). PIS and COFINS taxes: The Brazilian VAT. <https://bpc-partners.com/pis-cofins-taxes-brazilian-vat/#:~:text=Overview%3A,COFINS%20to%20fund%20Social%20Security.>

Brazil, Consumer Sentiment - Economic Data Series | FRED | St. Louis Fed. (n.d.). <https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=brazil%3Bconsumer+sentiment>



Catálogo Nacional de Metadatos y Microdatos del Paraguay - República del Paraguay - Encuesta de Índice de Confianza del Consumidor 2021. (2022, March 8). <http://www.ine.gov.py:81/anda/index.php/catalog/100>

Centro de Investigación en Finanzas | Universidad Torcuato Di Tella. (n.d.). UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA. https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=2575&id_item_menu=4982

Coca Cola Andina. (2019). Reporte de Resultados 4T18. https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=91144000&mm=12&aa=2018&archivo=ar_91144000_201812_c_20190228192839.pdf&desc_archivo=An%C3%A1lisis%20Razonado&tipo_archivo=AR

Coca Cola FEMSA. (2023). Estados financieros Coca Cola FEMSA 2022. https://coca-colafemsa.com/wp-content/uploads/2023/03/EF-KOF22-spa_OK.pdf

Compañía de Cervecerías Unidas. (2023). Estados financieros consolidados de CCU 2022.

[https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=90413000&mm=12&aa=2022&archivo=pdf_90413000_202212_c_20230228211831.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20\(PDF\)&tipo_archivo=PDF](https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=90413000&mm=12&aa=2022&archivo=pdf_90413000_202212_c_20230228211831.pdf&desc_archivo=Estados%20financieros%20(PDF)&tipo_archivo=PDF)

Donoso, J. (2018). Coca Cola Andina coloca bono de US \$230 millones para refinanciar deuda extranjera: La embotelladora consiguió un spread de 73 puntos base por los papeles serie F. Diario Financiero. <https://www.df.cl/mercados/renta-fija/coca-cola-andina-coloca-bono-de-us-230-millones-para-refinanciar-deuda>



Donoso, J. (2020). Familia Hurtado Berger reformula su participación en embotelladora Andina y se retira de su estructura de control. Diario Financiero. <https://www.df.cl/mercados/bolsa-monedas/familia-hurtado-berger-reformula-su-participacion-en-embotelladora>

Diario Financiero Online. (2018). Coca Cola recibe luz verde para comprar Guallaraucó a sociedad de los Angelini. Diario Financiero. <https://www.df.cl/empresas/retail/coca-cola-recibe-luz-verde-para-comprar-guallaraucó-a-sociedad-de-los>

Embotelladora Andina. (2023). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2022 y 2021. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91144000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Embotelladora Andina (2022). Memoria Anual integrada 2021. <https://www.koandina.com/uploads/Memoria-Anual2021.pdf>

Embotelladora Andina. (2021). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2020 y 2019. Disponible en <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91144000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Embotelladora Andina (2020). Memoria Anual integrada 2019. https://www.koandina.com/uploads/reportes_financieros/Memoria%20Anual%20integrada%202019.pdf

Embotelladora Andinas. (2019). Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2018 y 2017. Disponible en



<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91144000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

Embotelladora Andina (2019). Memoria Anual integrada 2018.
<https://www.koandina.com/uploads/Memoria%20Anual%20Integrada%202018.pdf>

Embotelladora Andina (2023). Memoria Anual integrada 2022.
[https://www.suseso.cl/613/w3-propertyvalue-139534.html#:~:text=44090%20Utilidad%20\(p%C3%A9rdida\)%20por%20unidades,el%20per%C3%AAdodo%20o%20per%C3%AAdodos%20anteriores.](https://www.suseso.cl/613/w3-propertyvalue-139534.html#:~:text=44090%20Utilidad%20(p%C3%A9rdida)%20por%20unidades,el%20per%C3%AAdodo%20o%20per%C3%AAdodos%20anteriores.)

Embotelladora Andina (2021). Memoria Anual integrada 2020.
https://www.koandina.com/uploads/reportes_financieros/memoria-Anual2020.pdf

Embotelladora Andina (2021). Análisis razonado 2020.
https://www.cmfchile.cl/institucional/inc/inf_financiera/ifrs/safec_ifrs_verarchivo.php?auth=&send=&rut=91144000&mm=12&aa=2010&archivo=ar_91144000_201012_c_20110126211411.pdf&desc_archivo=An%C3%A1lisis%20Razonado&tipo_archivo=AR

Empresa de Fomento Económico Mexicano. (2023). Informe anual integrado 2022. Disponible en:
<https://femsa.gcs-web.com/static-files/c75d8a65-072a-4eb9-8103-db9e857871a5>

Euromonitor International (Passport). (2022). Analysis of drinks industries.
<https://www.portal.euromonitor.com/magazine/homemain/?stateld=ezejlc>.

Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.

Liu, Jing & Nissim, Doron & Thomas, Jacob. (2002). Equity Valuation Using Multiples. Journal of Accounting Research. 40. 135 - 172. 10.1111/1475-679X.00042.



Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.
Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. Cengage learning.

Olivares, R. (2018). Embotelladora Andina y acuerdo con británica Diageo: “Completa nuestro portafolio, sobre todo en canales de servicio”. Diario Financiero.
<https://www.df.cl/empresas/retail/embotelladora-andina-y-acuerdo-con-britanica-diageo-completa-nuestro>

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

San Juan, P. (2022). Embotelladora Andina aumenta sus ganancias y refuerza su apuesta por el canal online. Diario Financiero.
<https://www.latercera.com/pulso/noticia/embotelladora-andina-aumenta-sus-ganancias-y-refuerza-su-apuesta-por-el-canal-on-line/Y36RT4WEDBH3JG2YNKFVDMBWXE/>

Servicio de Impuestos Internos. (2023). Convenios Tributarios Internacionales/ International Tax Conventions.
https://www.sii.cl/normativa_legislacion/convenios_internacionales.html

Superintendencia de Seguridad Social. (2023). Compendio de Normas del Seguro Social de Accidentes del Trabajo y Enfermedades Profesionales.
<https://www.koandina.com/uploads/Memoria%20Integrada%202022.pdf>



Anexos

Anexo 1: Otras filiales de Embotelladora Andina

Nombre de la filial	Relación con Andina	Status	Locación de la empresa	Industria que participa
Rio de Janeiro Refrescos Ltda	Subsidiary	Private	Brazil	Bebidas alcohólicas
Envases Central SA	Subsidiary	Private	Chile	Bebidas no alcohólicas
Vital Aguas SA	Subsidiary	Private	Chile	Bebidas no alcohólicas
Vital Jugos SA	Subsidiary	Private	Chile	Bebidas no alcohólicas
Andina Bottling Investments SA	Subsidiary	Private	Chile	Bebidas no alcohólicas
Companhia de Bebidas Ipiranga	Indirect Subsidiary	Private	Brazil	Bebidas no alcohólicas
Paraguay Refrescos SA	Subsidiary	Private	Paraguay	Combinación
Embotelladora del Atlantico SA	Subsidiary	Private	Argentina	Combinación
Andina Empaques Argentina SA	Subsidiary	Private	Argentina	Combinación
Embotelladora Andina Chile SA	Subsidiary	Private	Chile	Combinación
Rio De Janeiro Refrescos Ltda	Indirect Subsidiary	Private	Brazil	Combinación
Inversiones Los Andes SA	Subsidiary	Private	Chile	Servicios financieros
Andina Bottling Investments Dos SA	Subsidiary	Private	Chile	Servicios financieros
Andina Inversiones Societarias SA	Subsidiary	Private	Chile	Servicios financieros
Aconcagua Investing Ltda	Affiliate	Private	Virgin Islands British	Servicios financieros
Red de Transportes Comerciales Ltda	Subsidiary	Private	Chile	Transporte y distribución



Nombre de la filial	Relación con Andina	Status	Locación de la empresa	Industria que participa
Transportes Polar SA	Subsidiary	Private	Chile	Transporte y distribución
Servicios Multivending Ltda	Subsidiary	Private	Chile	Transporte y distribución
Transportes Andina Refrescos Ltda	Subsidiary	Private	Chile	Transporte y distribución
Sociedad de Transportes Trans Heca Ltda	Subsidiary	Private	Chile	Transporte y distribución
Abisa Corp	Subsidiary	Private	Virgin Islands British	

*Aclaración, todas estas son empresas cerradas. La industria que se describe es basada en la información encontrada de la empresa, caso de no encontrarse información sobre la industria de la empresa se dejó vacío.

Fuente: Thompson Reuters Refinitiv Eikon

Anexo 2: Estado de resultados de Embotelladora Andina en CLP

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
Ingresos de actividades ordinarias	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671
Costo de ventas	35.117	37.031	35.173	44.379	46.387
Ganancia bruta	25.571	25.810	23.246	27.147	29.284
Otros ingresos	95	1.446	287	43	71
Costos de distribución	6.014	5.899	5.247	6.452	7.220
Gastos de administración	11.382	11.512	9.757	11.259	12.233
Otros gastos, por función	583	925	600	491	25
Otras ganancias	-98	0	0	-	-712



(pérdidas)					
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.590	8.921	7.930	8.988	9.164
Ingresos financieros	143	1.595	514	251	1.131
Costos financieros	1.996	1.632	1.884	1.710	1.696
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	51	-121	77	100	40
Diferencias de cambio	-53	-146	-106	-178	-331
Resultados por unidades de reajuste	-184	-266	-407	-895	-1.679
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5.551	8.351	6.124	6.557	6.631
Gasto por impuestos a las ganancias	2.016	2.161	1.889	1.490	2.972
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	3.535	6.190	4.235	5.067	3.659
Ganancia (pérdida)	3.535	6.190	4.235	5.067	3.659

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF, 2018-2022)

Anexo 3: Estado de resultados de Embotelladora Andina como porcentaje de los ingresos operacionales

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22
------	--------	--------	--------	--------	--------



Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	57,86%	58,93%	60,21%	62,05%	61,30%
Ganancia bruta	42,14%	41,07%	39,79%	37,95%	38,70%
Otros ingresos	0,16%	2,30%	0,49%	0,06%	0,09%
Costos de distribución	9,91%	9,39%	8,98%	9,02%	9,54%
Gastos de administración	18,75%	18,32%	16,70%	15,74%	16,17%
Otros gastos, por función	0,96%	1,47%	1,03%	0,69%	0,03%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,16%	0,00%	0,00%	-	-0,94%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	12,51%	14,20%	13,57%	12,57%	12,11%
Ingresos financieros	0,24%	2,54%	0,88%	0,35%	1,50%
Costos financieros	3,29%	2,60%	3,23%	2,39%	2,24%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	0,08%	-0,19%	0,13%	0,14%	0,05%



Diferencias de cambio	-0,09%	-0,23%	-0,18%	-0,25%	-0,44%
Resultados por unidades de reajuste	-0,30%	-0,42%	-0,70%	-1,25%	-2,22%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	9,15%	13,29%	10,48%	9,17%	8,76%
Gasto por impuestos a las ganancias	3,32%	3,44%	3,23%	2,08%	3,93%
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	5,83%	9,85%	7,25%	7,08%	4,83%
Ganancia (pérdida)	5,83%	9,85%	7,25%	7,08%	4,83%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF, 2018-2022)

Anexo 4: Múltiplos recomendados por sector

Sector	Subsector	Múltiplos más utilizado
Automóvil	Fabricantes	PS
	Componentes	PS
Bancos		PVB
Materiales	Papel Químico	PVB EV/EBITDA; VS
	Metales y minería	EV/EBITDA
Construcción		PER;



		EV/EBITDA
Servicios		PER; EV/EBITDA
Bienes de equipo	Ingeniería	PER; EV/EBITDA; VS
	Defensa	PER; EV/EBITDA; VS
Alimentación y tabaco	Productores de alimentos Pubs y cervecerías	EV/EBITDA PER
	Bebidas alcohólicas	EV/EBITDA
Sanidad		PER; EV/EBITDA
Seguros		P/AV
Ocio		EV/EBITDA
Media		PER; EV/EBITDA
Gas y petróleo		PER
Inmobiliarias		EV/EBITDA
Minoristas y bienes de consumo	Ropa Comida	PER; EV/EBITDA PER
	Bienes de lujo	PER; VS
Tecnología	Software y equipos	PER
Telecomunicaciones		VS
Transporte		EV/EBITDA
Utilities		PER

Fuente: Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000. (Capítulo 6, p. 185)