



VALORACIÓN EMBOTELLADORA ANDINA S.A.

Mediante Flujo de Caja Descontado

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Deisy Almendras Almendras
Profesor Guía: Carlos Maquieira**

Santiago, Noviembre 2023

Tabla de Contenidos

1.	RESUMEN EJECUTIVO	8
2.	METODOLOGÍA	9
2.1	Principales métodos de valoración.....	9
2.2	Modelo de descuento de dividendos	10
2.3	Método de flujos de caja descontados.....	11
2.4	Método de Múltiplos.....	14
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	16
3.1	Descripción de la industria.....	16
3.2	Descripción de la empresa y su historia.....	18
3.2.1	Descripción de la empresa	18
3.2.2	Filiales.....	20
3.2.3	Reseña histórica	23
3.3	Regulación y Fiscalización	25
3.4	Principales accionistas	26
3.5	Empresas de la industria	28
4.	ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	32
4.1	Estados de Situación Financiera	32
4.2	Estados de Resultados.....	38
4.3	Estados de Flujos de Efectivo	41
4.4	Ratios Financieros.....	43
4.4.1	Índices de Rentabilidad.....	43
4.4.2	Índices de Endeudamiento	45
4.4.3	Índices de Liquidez	46
4.4.4	Índices de Actividad.....	47
5.	ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	49
5.1	Deuda Financiera	49
5.1.1	Bonos	50
5.2	Patrimonio Económico.....	55
5.3	Valor Económico de la empresa	57
5.4	Estructura de Capital Objetivo.....	58

6.	ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL.....	60
6.1	Estimación del Costo Patrimonial.....	60
6.1.1	Costo de la Deuda	60
6.1.2	Beta de la Deuda	61
6.1.3	Beta de la Acción	62
6.1.4	Beta Patrimonial Sin Deuda.....	66
6.1.5	Beta Patrimonial Con Deuda.....	68
6.1.6	Costo Patrimonial.....	69
6.2	Estimación de Costo de Capital	70
7.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	71
7.1	Análisis de Crecimiento de las Ventas Netas.....	71
7.1.1	Crecimiento de las ventas netas por Región	74
7.2	Análisis de Crecimiento del Volumen de Ventas	77
7.2.1	Crecimiento del volumen de ventas por Región	78
7.3	Análisis de Crecimiento de la industria	84
7.4	Perspectivas de crecimiento de la industria	87
7.4.1	Perspectivas de crecimiento de la industria en Chile	87
7.4.2	Crecimiento de la industria en Argentina.....	89
7.4.3	Crecimiento de la industria en Brasil	91
7.4.4	Crecimiento de la industria en Paraguay.....	93
7.5	Análisis de Costos de Operación	94
7.6	Análisis de Cuentas No Operacionales	97
7.7	Análisis de Activos	101
8.	PROYECCIÓN DE EE.RR.	103
8.1	Proyección de Ingresos de Operación.....	103
8.2	Proyección de Costos de Operación.....	107
8.3	Proyección de Resultados No Operacionales.....	108
8.4	Cálculo de Impuestos	110
8.5	Estado de Resultados Proyectado	111
9.	PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	112
9.1	Ajustes por Depreciación	112

9.2	Estimación de Inversión en base al CAPEX	114
9.3	Inversión en Reposición.....	116
9.4	Estimación de Inversión en Capital de Trabajo	117
9.5	Activos Prescindibles.....	119
9.6	Exceso o Déficit de CTON	120
9.7	Deuda Financiera	121
9.8	Flujo de Caja Proyectado	122
9.9	Valoración Económica del Precio de la Acción.....	124
10.	Análisis de Sensibilidad.....	125
	Conclusión	128
	Bibliografía.....	129
	Anexos	130

Índice de Cuadros

Cuadro 1: Resumen Embotelladora Andina S.A.	19
Cuadro 2: Filiales en Argentina	20
Cuadro 3: Filiales en Paraguay	20
Cuadro 4: Filiales en Brasil.....	21
Cuadro 5: Filiales en Islas Vírgenes	21
Cuadro 6: Filiales en Chile	22
Cuadro 7: Principales 12 accionistas de Embotelladora Andina S.A.	27
Cuadro 8: Resumen de Coca-Cola Embonor	28
Cuadro 9: Resumen Arca Continental S.A.B.....	29
Cuadro 10: Resumen Ambev S.A.	29
Cuadro 11: Resumen CCU.....	30
Cuadro 12: Resumen AB InBev S.A.	30
Cuadro 13: Activos de Embotelladora Andina S.A.	32
Cuadro 14: Pasivos de Embotelladora Andina S.A.	34
Cuadro 15: Patrimonio de Embotelladora Andina S.A.....	36
Cuadro 16: EE.RR. resumidos de Embotelladora Andina S.A.	38
Cuadro 17: Análisis Vertical de los EE.RR. de Embotelladora Andina S.A.	39
Cuadro 18: Estados de Flujos de Efectivo resumido de Embotelladora Andina S.A.	41
Cuadro 19: Ratios de Rentabilidad	43
Cuadro 20: Principales Ratios de Endeudamiento	45
Cuadro 21: Ratios de Liquidez.....	46
Cuadro 22: Ratios de Actividad.....	47
Cuadro 23: Composición de la deuda financiera de Embotelladora Andina	49
Cuadro 24: Bonos vigentes de Embotelladora Andina al 31 de marzo de 2021	51
Cuadro 25: Antecedentes Bono USA 2.....	51
Cuadro 26: Antecedentes Bono Serie D	52
Cuadro 27: Antecedentes Bono Serie E.....	53
Cuadro 28: Antecedentes Bono Serie F	54
Cuadro 29: Acciones suscritas y pagadas de Embotelladora Andina S.A.	55
Cuadro 30: Precios de las acciones y patrimonio económico de Andina.....	56
Cuadro 31: Valor económico de Embotelladora Andina S.A.	57

Cuadro 32: Estructura de Capital Objetivo	59
Cuadro 33: Estadística Descriptiva de la Estructura de Capital Objetivo.....	59
Cuadro 34: Beta de la Acción para ANDINA-B.....	65
Cuadro 35: Tasa de impuesto en cada país	66
Cuadro 36: Evolución de las ventas netas (en miles de UF).....	71
Cuadro 37: Promedio Ventas Netas y proporción por Región (en miles de UF).....	74
Cuadro 38: Volumen de Ventas en millones de cajas unitarias (MM CU).....	77
Cuadro 39: Volumen de Ventas promedio por Región (en millones de cajas unitarias)	78
Cuadro 40: Crecimiento histórico del Volumen de Ventas por Región.....	79
Cuadro 41: Evolución del volumen de ventas por región y línea de negocio.....	80
Cuadro 42: Porcentaje de distribución del EBITDA anual.....	82
Cuadro 43: Crecimiento histórico de la industria en Argentina.....	84
Cuadro 44: Crecimiento histórico de la industria en Brasil	85
Cuadro 45: Crecimiento histórico de la industria en Chile	85
Cuadro 46: Crecimiento histórico de la industria en Paraguay	86
Cuadro 47: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Chile	88
Cuadro 48: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Argentina.....	90
Cuadro 49: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Brasil	92
Cuadro 50: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Paraguay	93
Cuadro 51: Proporción que representa los Costos de ventas sobre las Ventas Netas	94
Cuadro 52: Proporción que representa los Gastos operacionales del total	95
Cuadro 53: Evolución de los Gastos Operacionales	96
Cuadro 54: Detalles de Cuentas No Operacionales	98
Cuadro 55: Análisis Vertical de los Gastos Operacionales.....	99
Cuadro 56: Recurrencia de los Gastos No Operacionales.	100
Cuadro 57: Detalle de los Activos Corrientes al 31 de marzo de 2021	101
Cuadro 58:Detalle de los Activos No Corrientes al 31 de marzo de 2021.....	102
Cuadro 59: Ajuste de la industria respecto a Coca-Cola Andina.....	104
Cuadro 60: Proyecciones de volúmenes de ventas de Coca-Cola Andina por región	105
Cuadro 61: Proyección del volumen de ventas y ventas netas desde el 2021 al 2026.....	106
Cuadro 62: Ratios de Costos de Ventas y GAV sobre las ventas netas	107
Cuadro 63: Proyección Gastos Operacionales desde el 2021 al 2026 (en miles de UF)	107

Cuadro 64: Cuentas No Operacionales históricas y carácter de recurrencia.....	108
Cuadro 65: Proyección de las Cuentas No Operacionales	109
Cuadro 66: Impuesto a la Renta de Primera Categoría	110
Cuadro 67: Estados de Resultados Proyectados	111
Cuadro 68: Depreciación y Amortización como porcentaje de las Ventas.....	112
Cuadro 69: Ajustes de Depreciación y Amortización.....	113
Cuadro 70: Flujo de Inversión	114
Cuadro 71: Evolución del CAPEX	115
Cuadro 72: Proyección CAPEX.....	115
Cuadro 73: Inversión en Reposición histórica y como porcentaje de las ventas	116
Cuadro 74: Proyección de Inversión en reposición.....	116
Cuadro 75: Estimación de Capital de Trabajo	117
Cuadro 76: Proyección de Capital de Trabajo Neto.....	118
Cuadro 77: Activos Prescindibles	119
Cuadro 78: Exceso de CTON	120
Cuadro 79: Deuda Financiera de la Compañía en miles de UF	121
Cuadro 80: Flujo de Caja Libre.....	123
Cuadro 81: Valor Económico del Precio de la Acción	124
Cuadro 82: Análisis de Sensibilidad – Variación precio.	125
Cuadro 83: Análisis de Sensibilidad – Variación Costo de Capital	126
Cuadro 84: Análisis de Sensibilidad – Costo de capital y Crecimiento en Perpetuidad.	127

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolución de los Activos de Embotelladora Andina S.A.	33
Gráfico 2: Evolución de los Pasivos de Embotelladora Andina S.A.	35
Gráfico 3: Evolución de los precios de Embotelladora Andina serie A y serie B	62
Gráfico 4: Evolución de los precios del IGPA.....	63
Gráfico 5: Retornos de Andina-A, Andina-B y el IGPA	64
Gráfico 6: Ventas netas y crecimiento consolidados	72
Gráfico 7: Crecimiento y Proyecciones anuales del PIB por País	73
Gráfico 8: Evolución de las Ventas Trimestrales por Región.....	74
Gráfico 9: Ventas Trimestrales y Tendencia por Región (miles de UF).....	75
Gráfico 10: Evolución del volumen de ventas por Región (en millones de cajas unitarias).....	78
Gráfico 11: Evolución del volumen de ventas por región y línea de negocio	81
Gráfico 12: Volumen de ventas totales en Chile (en millones de litros).....	87
Gráfico 13: Volumen de ventas totales en Argentina	89
Gráfico 14: Volumen de ventas totales en Brasil.....	91
Gráfico 15: Crecimiento del volumen de ventas de Embotelladora Andina vs Industria	103
Gráfico 16: Análisis de sensibilidad – Variación Crecimiento FCL.....	125
Gráfico 17: Análisis de Sensibilidad – Variación Costo de Capital	126

1. RESUMEN EJECUTIVO

En este informe se presenta la valoración de Embotelladora Andina S.A. o Coca Cola Andina mediante Flujo de Caja Descontados (FCD) al 31 de marzo de 2021. Los datos históricos de la compañía fueron obtenidos desde la página de la Comisión del Mercado Financiero (CMF) y los precios fueron convertidos a UF según su valor al cierre de cada periodo.

Coca-Cola Andina es la tercera embotelladora de los productos de The Coca-Cola Company más grande de Latinoamérica, atendiendo territorios franquiciados con casi 54,6 millones de habitantes. Está presente en cuatro países: Argentina, Brasil, Chile y Paraguay, concentrando el 91% de las ventas netas de la compañía en los tres primeros países.

Pertenece a la industria de bebidas analcohólicas, dividiendo sus operaciones en 4 categorías: Gaseosas, Jugos, Aguas y Cervezas y otros productos alcohólicos. Esta última categoría se encuentra consolidada sólo en Brasil, mientras que en Chile fue incorporada recientemente en el año 2020.

El informe que se presenta a continuación se divide en 10 secciones, primero se explican los métodos que existen para valorizar una compañía, entre ellos el FCD. En la sección III, se describe la compañía y la industria, mientras que en la sección IV, se realiza un análisis de los Estados Financieros de la empresa. En quinto lugar, se describe la estructura de capital objetivo, la cual será utilizada para estimar el costo de capital de la empresa que se desarrolla en el sexto apartado.

Los análisis de crecimiento de la empresa y de la industria se realiza en la sección VII, para después proyectar los Estados de Resultados en la sección VIII. Luego, se construyen los Flujos de Caja Libre, obteniendo un precio de la acción estimado de \$2.153 al 31 de marzo 2021, es decir, un 12,7% más alto que el precio de mercado a la fecha, para finalmente hacer un análisis de sensibilidad variando dos factores, el costo de capital y la tasa de crecimiento a perpetuidad.

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) o iv) en el descuento de flujo de fondos¹. 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 de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utiliza distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. “Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica”. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2015. Capítulo 9, pp. 367-456.

2.2 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la acción} = DPA/Kp$$

Donde: DPA , es el dividendo por acción; y Kp es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (Kp - g)$$

Donde: DPA_1 , son los dividendos por acción del próximo periodo³.

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

2.3 Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, 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 opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías⁴.

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.

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.

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

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (kb) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (kp). 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.

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

Al aplicar 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.

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

2.4 Método de Múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. 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.

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

1. Múltiplos de ganancias:
 - 1.1. Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
 - 1.2. Valor / EBIT
 - 1.3. Valor / EBITDA
 - 1.4. Valor / Flujo de caja

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

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

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

2. Múltiplos de valor libro:

- Precio acción / Valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

3. Múltiplos de ventas:

- 3.1. Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- 3.2. Value / Sales

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- 4.1. Precio / kwh
- 4.2. Precio por tonelada de cobre
- 4.3. Valor de m^2 construido en *retail*

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1 Descripción de la industria

La industria de bebidas analcohólicas presenta economías de escala y una fuerte barrera a la entrada, dado los altos costos que se requieren en inversión inicial y materias primas. Además, se destaca por su continua diversificación de portafolio y crecimiento tanto en tamaño como en alcance de sus operaciones.

En Chile, existen 3 embotelladoras, la que su vez están divididas en 2 grupos competidores entre sí: las pertenecientes al sistema de franquicias de Coca-Cola Co. (Embotelladora Andina y Coca Cola Embonor) y ECUSA⁶ (filial de CCU⁷) que, además de las franquicias de PepsiCo y Schweppes, tiene marcas de su propiedad. Por tanto, es una industria que se encuentra concentrada en pocos actores que capturan gran parte del mercado.

A nivel latinoamericano, según datos de Euromonitor (2021), la industria de bebidas no alcohólicas ha tenido un crecimiento continuo desde el 2006 al 2015, logrando aumentar las ventas desde 60 mil millones de litros a 77 mil millones de litros. Sin embargo, en los últimos cinco años, la industria ha evidenciado una pequeña caída y un estancamiento de las ventas en torno a los 76 mil millones de litros en promedio.

Al discernir por categorías, el volumen de venta de bebidas gaseosas, desde el 2015 al 2020, ha caído en torno al 2% promedio. Por otro lado, la categoría de las aguas ha tenido un crecimiento a lo largo del periodo del 1%, mientras que el volumen de venta de jugos se ha mantenido estable en los últimos 5 años.

⁶ Embotelladoras Chilenas Unidas S.A

⁷ Compañías Cervecerías Unidas S.A.

Por otra parte, la industria ha estado expuesta a regulaciones por parte de entes gubernamentales. En Chile, dada la alta preocupación por las consecuencias nocivas que conllevan los productos azucarados, se implementó en el 2014 la ley 20.780, la cual aumentó el Impuesto Adicional a Bebidas Analcohólicas (IABA) en un 5%, mientras que los productos con bajo contenido de azúcar el gravamen disminuyó en un 3%.

Además, se creó la ley de etiquetados, que entró en vigor en el 2016, con la intención de imponer límites a los nutrientes críticos de los productos, definiendo claramente si estos son altos en calorías, en grasas saturadas y/o en azúcares. Las medidas expuestas, han generado que los consumidores se inclinen por estilos de vida más saludable, prefiriendo productos con menores cantidad de azúcar e ingesta calórica (Barahona et al., 2021).

Por último, la crisis sanitaria a raíz de la pandemia COVID-19, tuvo un impacto bajo en la industria, dada la amplia red de producción, comercialización y distribución a lo largo del país. Esto sumado a la dinámica relativamente estable del consumidor en la industria de bebidas (ICR Chile, 2020).

Las proyecciones para los próximos 5 años prevén para la industria un crecimiento en torno al 2% anual (Euromonitor, 2021). Esto acompañado con desafíos que requieren continuar con la diversificación de sus portafolios, potenciando el segmento bajo en calorías y los productos menos azucarados.

3.2 Descripción de la empresa y su historia

3.2.1 Descripción de la empresa

Embotelladora Andina es una sociedad anónima abierta con domicilio legal en Avenida Miraflores 9153, comuna de Renca, Santiago de Chile. Se encuentra inscrita en el registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero de Chile (CMF) y en la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de Norteamérica.

Su principal actividad es elaborar, embotellar, comercializar y/o distribuir los productos y marcas registrados bajo el nombre de The Coca-Cola Company, destacándose por ser una de los tres mayores franquiciados de esta compañía en América Latina. Atiende territorios con casi 54,6 millones de habitantes presentes en cuatro países: Argentina, Brasil, Chile y Paraguay.

Entre los pilares estratégico de la Embotelladora Andina se encuentra la sostenibilidad, la reducción del azúcar en sus productos, la eficiencia en distribución y la atomización del negocio, asegurando puntos de ventas directos, de los cuales el 60% corresponde a almacenes.

La compañía divide sus operaciones en 4 categorías:

- I. **Gaseosas:** Líder en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay.
- II. **Jugos:** Líder en Argentina, Brasil y Paraguay.
- III. **Aguas:** Líder en Paraguay y segundo en Chile y Argentina.
- IV. **Cervezas:** Mercado consolidado sólo en Brasil.

Coca-Cola Andina cotiza en la Bolsa de Valores de Santiago, como ANDINA-A y ANDINA-B y en la Bolsa de Valores de Nueva York (YNSE), bajo los nemotécnicos AKO-A y AKO-B. En Chile, la serie A, tiene derecho a elegir 12 de los 14 directores de la compañía y la serie B, el derecho a elegir a los 2 directores restantes, además de recibir un 10 % adicional de dividendos.

El Grupo Controlador de la sociedad, se encuentra conformado por 4 familias chilenas (Chadwick Claro, Garcés Silva, Said Handal y Said Somavía) que se reparten la compañía en partes iguales.

La sociedad, además, posee una clasificación de solvencia y bonos AA/Estable a nivel local, ratificado por ICR y Fitch Chile al 31 de marzo de 2021, mientras que, a nivel internacional, su clasificación de riesgo es BBB y BBB+ según Standard & Poors y Fitch Ratings, Inc. respectivamente.

En el siguiente cuadro resumen, se presenta la información detallada de Embotelladora Andina:

Cuadro 1: Resumen Embotelladora Andina S.A.

Antecedentes	Embotelladoras Andina
Ticker o Nemo-técnico	ANDINA-A; ANDINA-B
Clase de acción	Series Preferentes, Serie A y Serie B
Derechos de cada clase	Andina-A tiene derecho a elegir 12 de los 14 directores de la compañía y Andina-B tiene derecho a recibir un 10 % adicional de dividendos.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago (bajo nemo-técnicos Andina-A, Andina-B), Bolsa Electrónica de Chile y Bolsa de Corredores y Bolsa de Nueva York (bajo los nemo-técnicos AKO-A y AKO-B)
Descripción de la empresa	Coca-Cola Andina tiene la franquicia para producir y comercializar los productos Coca-Cola en territorios de Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. La actividad principal de Embotelladora Andina S.A. es la de elaborar, embotellar, comercializar y/o distribuir los productos y marcas registrados bajo el nombre de The Coca-Cola Company.
Sector e industria	Bebidas Alcohólicas
Países y negocios	Producción y distribución de productos: bebidas fantasía, aguas gasificadas, no gasificadas, saborizadas y no saborizadas. Opera principalmente en Chile, Argentina, Paraguay y Brasil.

Fuente: Elaboración Propia con información de Memorias Anuales.

3.2.2 Filiales

Embotelladora Andina posee 21 filiales, 14 de ellas se encuentran en Chile, 3 en Argentina y el resto se encuentran distribuidas en Brasil, Paraguay e Islas Vírgenes.

A continuación, se presenta un cuadro resumen de las filiales por país, describiendo el objeto social y la relación comercial. Posteriormente, se presenta el detalle con el porcentaje de participación de las principales filiales de Coca-Cola Andina.

Cuadro 2: Filiales en Argentina

ARGENTINA		
Filial	Objeto Social	Relación Comercial
Embotelladora de Atlántico S.A.:	Fabricar, embotellar y comercializar bebidas no alcohólicas. Elaborar, fabricar, embotellar y vender cualesquiera otra bebida y derivados.	Embotellador de Coca-Cola en Argentina.
Andina Empaques Argentina S.A.:	Diseñar, fabricar y comercializar productos plásticos, principalmente envases.	Proveedor de botellas plásticas y preformas.
Alimentos de Soja. S.A.:	Elaboración, comercialización, importación, exportación, transformación, fraccionamiento, envase, distribución de productos alimenticios para consumo humano y bebidas en general. Además de sus materias primas y sus respectivos productos conexos y subproductos, en sus distintas etapas y procesos.	Produce productos en base a soja para los embotelladores de Coca-Cola en Argentina

Fuente: Elaboración Propia con información de Memoria Anual.

Cuadro 3: Filiales en Paraguay

PARAGUAY		
Filial	Objeto Social	Relación Comercial
Paraguay Refrescos S.A.	Elaborar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas carbonatadas y no carbonatadas	Embotelladora de Coca-Cola en Paraguay

Fuente: Elaboración Propia con información de Memoria Anual.

Cuadro 4: Filiales en Brasil

BRASIL		
Filial	Objeto Social	Relación Comercial
Rio de Janeiro Refrescos Ltda.	Fabricar y comercializar bebestibles en general, refrescos en polvo y otros productos semielaborados relacionados.	Embotellador de Coca-Cola en Brasil

Fuente: Elaboración Propia con información de Memoria Anual.

Cuadro 5: Filiales en Islas Vírgenes

ISLAS VIRGENES		
Filial	Objeto Social	Relación Comercial
Abisa Corp.	Invertir en instrumentos financieros, por cuenta propia o a nombre de terceros.	Sociedad de inversiones.
Acocagua Investing Ltda.	Invertir en instrumentos financieros, por cuenta propia o a nombre de terceros.	Sociedad de inversiones.

Fuente: Elaboración Propia con información de Memoria Anual.

Cuadro 6: Filiales en Chile

CHILE		
Filial	Objeto Social	Relación Comercial
Embotelladora Andina Chile S.A.	Fabricar, embotellar, distribuir y comercializar bebidas no alcohólicas.	Arriendo de infraestructura productiva.
VJ S.A.	Fabricar, distribuir y comercializar todo tipo de productos alimenticios, jugos y bebestibles.	Produce jugos para los embotelladores de Coca-Cola en Chile.
Vital Aguas S.A.	Fabricar, distribuir y comercializar toda clase de aguas y bebestibles en general.	Produce agua mineral para los embotelladores de Coca-Cola en Chile.
Coca-Cola del Valle New Ventures S.A.	Fabricar, distribuir y comercializar toda clase de jugos, aguas y bebestibles en general.	Producir agua y jugos para los embotelladores de Coca-Cola en Chile.
Transportes Andina Refrescos Ltda.	Prestar servicios de administración y manejo de transporte terrestre nacional e internacional.	Presta servicios de transporte terrestre.
Transportes Polar S.A.	Transporte de carga en general en el rubro de bebidas y demás mercaderías elaboradas.	Presta servicios de transporte terrestre.
Servicios Multivending Ltda.	Comercializar productos por medio de utilización de equipos y maquinarias	Presta servicios de comercialización de productos a través de máquinas expendedoras.
Envases CMF S.A.	Objeto Social Fabricación y venta, de productos de material plástico y servicios de embotellamiento y envase de bebidas.	Proveedor de botellas plásticas, preformas y tapas.
Envases Central S.A.	Producir y envasar toda clase de bebidas y comercializar todo tipo de envases.	Produce latas y algunos formatos pequeños para los embotelladores de Coca-Cola en Chile.
Andina Bottling Investments S.A.	Fabricar, embotellar y comercializar bebidas y alimentos en general. Invertir en otras sociedades.	Vehículo de inversión.
Andina Bottling Investments Dos S.A.	Efectuar exclusivamente en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles.	Vehículo de inversión.
Andina Inversiones Societarias S.A.	Invertir en todo tipo de sociedades y comercializar alimentos en general.	Vehículo de inversión.
Red de Transporte Comerciales Ltda.	Transporte de carga en general en el rubro de bebidas y demás mercaderías elaboradas.	Presta servicios de transporte terrestre y de comercialización de productos
Comercializadora Novaverde S.A.	Sociedad dedicada al procesamiento y comercialización de frutas, helados, hortalizas y alimentos en general, bajo la marca Guallarauco	Venta de jugos, aguas saborizadas, entre otros, a los embotelladores de Coca-Cola en Chile

Fuente: Elaboración Propia con información de Memoria Anual.

3.2.3 Reseña histórica

Embotelladora Andina S.A nace en 1946 con licencia para producir y distribuir los productos Coca-Cola en Chile. En 1955 comienza a cotizar en la Bolsa de Comercio de Santiago y en los años 60' y 70' comienza a adquirir nuevas embotelladoras a lo largo del país, entre ellas las embotelladoras de Concepción y Talca. En 1978 compra Termas Minerales de Chanqueahue y la marca Agua Mineral Vital.

Durante los años 80' se introduce en Chile el envase "plastishield", el más moderno envase no retornable en el mundo, además del lanzamiento de bebidas dietéticas tales como Sprite Light y Diet Coca Cola. En 1985 los accionistas controladores corresponden a las familias Garcés Silva, Said Handal y Said Somavía.

Luego, en los años 90, nace Vital dedicada al negocio de jugos y aguas minerales en Chile, además de la expansión y adquisición de embotelladoras de productos Coca Cola en Argentina y en Brasil. A partir de 1994 comienza a cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York (YNSE) y tres años más tarde, se dividen las acciones de la Bolsa de Santiago, en ANDINA-A y ANDINA-B.

En el año 2007, se crea el joint venture (50/50) con Sistema Coca-Cola para el negocio de aguas y jugos en Brasil, además de incorporar a Benedictino a su portafolio de aguas. Durante el año 2012 se fusiona con Coca-Cola Polar, integrando nuevos territorios en Argentina, Chile y Paraguay. Mismo año en que la familia Chadwick Claro se une al Grupo Controlador de la Compañía.

A partir del 2013, la compañía comienza a realizar emisiones de bonos de UF 5.000 y UF 3.000 millones, a 7 y 21 años respectivamente, con la finalidad de financiar adquisiciones en Brasil. Posteriormente, en el año 2016, se crea el joint venture Coca-Cola del Valle New Ventures S.A.

junto a Coca-Cola de Chile S.A. y Embonor S.A, para la producción y distribución de bebidas no carbonatadas.

Durante los años 2018 y 2019, Coca-Cola Andina logra acuerdo con Diageo para distribuir bebidas alcohólicas y suma, a su mix de productos, la distribución de Pisco Capel en Chile. Además, materializa la compra del 100% de las Comercializadora Novaverde S.A., sociedad dedicada al procesamiento y comercialización de frutas, helados, hortalizas y alimentos en general, principalmente bajo la marca *Guallarauco*.

Por último, en enero del 2020, ha emitido un bono por US\$300 millones en el mercado de Estados Unidos, con el objetivo de mejorar la posición de liquidez de la Compañía y financiar potenciales adquisiciones. En agosto del 2020, Embotelladora Andina S.A. logra un nuevo acuerdo con de Cervecería Chile S.A. (AB InBev Chile), para comercializar y distribuir las principales marcas de esta compañía tales como *Corona*, *Stella Artois*, *Budweiser*, *Becker*, entre otras.

3.3 Regulación y Fiscalización

Embotelladora Andina S.A. está sujeta a un amplio rango de normas y reglamentos gubernamentales que dependen de los territorios en que tiene licencia para producir, tales como las regulaciones ambientales, de salud pública, de valores, entre otras.

En Chile, si bien no hay licencias o permisos especiales para la fabricación y distribución de gaseosas y jugos, sí debe cumplir con la autorización de la respectiva SEREMIS (secretaría regional Ministerial de Salud) que regula e inspecciona las plantas y por el SESMA (Servicio de Salud Metropolitano del Ambiente) que proporciona decretos para la producción y distribución de agua mineral. Esto es debido a que es un bien que requiere de autorizaciones especiales para poder proveerlo. En materia de valores está sujeta a la fiscalización de la Comisión del Mercado Financiero.

En Brasil, los productos y permisos para producir son otorgados por el Ministerio de Agricultura Aprovechamiento y del Ministerio de Salud. Si bien, estos Ministerios no fiscalizan regularmente las instalaciones, sí envían inspectores a investigar cualquier reclamo que se reciba.

Por otro parte, en Argentina las exigencias de normas sanitarias y ambientales son principalmente a nivel provincial y municipal. Adicionalmente, las instalaciones de producción están sujetas a la supervisión de agencias municipales de salud, que certifican el cumplimiento con las leyes aplicables, y al registro con las autoridades federales y provinciales.

En Paraguay, los productores de alimentos y bebidas deben registrar sus establecimientos y productos en el Ministerio de Salud, el cual realiza inspecciones a las plantas y supervisa los productos en el mercado. Las industrias, además, deben contar con la licencia ambiental expedida por el Ministerio del Ambiente y Desarrollo Sostenible, quien es el principal órgano responsable de monitorear el cumplimiento de las leyes ambientales.

3.4 Principales accionistas

El Grupo Controlador de Embotelladora Andina S.A., al 31 de marzo de 2021, posee el 55,38% de las acciones vigentes con derecho a voto correspondiente a la serie A. Está compuesto por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Said Handal y Said Somavía, que controlan en partes iguales a la Sociedad.

Los integrantes del Directorio son propuestos y elegidos por la Junta General Ordinaria de Accionistas. Las votaciones son por separado dependiendo de la serie en que se encuentren. Los titulares de las acciones Serie A tienen derecho a elegir 12 de los 14 directores, mientras que la serie B elige los 2 directores restantes. El periodo de duración de sus funciones es de tres años y pueden ser reelegidos indefinidamente. Por otro lado, el Directorio de Andina mantiene una serie de comités, entre las que se destaca el Comité Ejecutivo, el Comité de Ética, los Comités de Directores y Auditoría.

El gobierno corporativo está compuesto por el presidente del directorio, Juan Claro, y el vicepresidente, Eduardo Chadwick. Los miembros del directorio desde 1992 son: Salvador Said, Gonzalo Said y José Antonio Garcés. Posteriormente, se incorporaron Gonzalo Parot, Mariano Rossi, Georges De Bourguignon y Rodrigo Vergara, mientras que, en los últimos dos años, se ha sumado Felipe Joannon, Carmen Román, Marco Antonio Araujo, Roberto Mercadé y Domingo Cruzar.

En el cuadro 7, se detalla los 12 principales accionistas de Embotelladora Andina con las respectivas participaciones en la compañía. En él se puede observar que los dos principales accionistas son: Inversiones Cabildo Spa e Inversiones SH Seis Limitada, con una participación del 10,8% y 9,6% respectivamente. En tercer y cuarto lugar, queda Banchile Corredores de Bolsa y Coca-Cola de Chile respectivamente, con participaciones en torno al 7,2%.

Cuadro 7: Principales 12 accionistas de Embotelladora Andina S.A.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
Inversiones Cabildo Spa	102.438.649	102.438.649	10,82%
Inversiones SH Seis Limitada	90.654.649	90.654.649	9,58%
Banchile Corredores de Bolsa A.A.	68.117.796	68.117.796	7,20%
Coca-Cola de Chile S.A.	67.938.179	67.938.179	7,18%
Inversiones Nueva Delta S.A.	58.927.056	58.927.056	6,23%
Banco Santander - JP Morgan	48.927.363	48.927.363	5,17%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros CA	42.434.759	42.434.759	4,48%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	39.025.292	39.025.292	4,12%
Banco de Chile por Cuenta de State Street	30.616.543	30.616.543	3,23%
Inversiones Playa Amarilla Spa	25.203.489	25.203.489	2,66%
Inversiones Don Alfonso Ltda.	19.540.002	19.540.002	2,06%
Inversiones Los Robles Ltda.	18.727.437	18.727.437	1,98%

Fuente: CMF **Periodo:** 31 de marzo de 2021.

3.5 Empresas de la industria

En Latinoamérica, en términos de ventas, las tres embotelladoras más grandes pertenecientes a The Coca-Cola Company son: Coca-Cola FEMSA y Arca Continental (ambas compañías mexicanas) y en tercer lugar Embotelladora Andina.

En Chile, las empresas comparables de Coca-Cola Andina son: Coca-Cola Embonor S.A. y la Compañía de Cervecerías Unidas S.A. (CCU). En el extranjero, se suma la empresa mexicana Arca Continental, la compañía brasileña Ambev S.A. y la compañía belga AB InBev.

A continuación, se detalla un cuadro resumen para cada una de las empresas comparables de Embotelladora Andina:

Cuadro 8: Resumen de Coca-Cola Embonor

Antecedentes	Coca Cola Embonor
Ticker o Nomenclatura	EMBONOR
Clase de acción	Serie A (EMBONOR-A) y Serie B (EMBONOR-B)
Derechos de cada clase	La serie A tiene derecho a elegir 6 directores titulares de la sociedad con sus respectivos suplentes, mientras que la serie B tiene derecho a elegir un director, a recibir todos y cualquiera de los dividendos aumentados en un 5% respecto de los que recibieron los tenedores de la Serie A., además del derecho a requerir convocatoria a Sesión Extraordinaria de Directorio cuando lo solicite el Director electo por los accionistas de la Serie B.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de comercio de Santiago de Chile
Descripción de la empresa	Coca-Cola Embonor S.A. es una sociedad anónima abierta que se dedica a la producción y distribución de bebidas alcohólicas bajo licencia de The Coca Cola Company, en Chile y Bolivia. En Chile opera a través de Coca Cola Embonor S.A. y Embotelladora Iquique S.A. y en Bolivia a través de Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A.
Sector e industria	Alimentos y Bebidas
Países y negocios	Opera principalmente en Chile y en Bolivia.

Fuente: Elaboración Propia con información de Memorias Anuales.

Cuadro 9: Resumen Arca Continental S.A.B.

Antecedentes	Arca Continental S.A.B. de CV
Ticker o Nemo-técnico	AC
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes sin preferencias
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana de Valores (BMV)
Descripción de la empresa	Tiene su sede en Monterrey, México. Produce, distribuye y vende bebidas no alcohólicas y opera a través de los segmentos de Bebidas, NPSG y Otros. Los productos de la compañía incluyen refrescos de cola y de otros sabores, agua, otras bebidas carbonatadas y no carbonatadas y bebidas lácteas, así como snacks y dulces. Vende sus bebidas no alcohólicas bajo la marca Coca-Cola Company; y productos alimenticios y botanas de las marcas Bokados, Inalecsa, Wise y Deep River, así como lácteos de la marca ToniCorp.
Sector e industria	Bebidas analcohólicas
Países y negocios	Opera en México, Perú, Estados Unidos, Argentina y Ecuador

Fuente: Elaboración Propia con información de Investing.com

Cuadro 10: Resumen Ambev S.A.

Antecedentes	Compañía de Bebidas de las Américas (Ambev S.A.)
Ticker o Nemo-técnico	ABEV y ABEV3
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes sin preferencias
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Nueva York, de Buenos Aires, de México y de Sao Paulo (Bovespa)
Descripción de la empresa	Ambev SA, fundada en 1885 con sede en Sao Paulo produce, distribuye y vende cerveza, cerveza de barril, refrescos carbonatados (CSD), otras bebidas no alcohólicas, malta y productos alimenticios en las Américas. También proporciona CSD, agua embotellada, bebidas isotónicas, bebidas energéticas, agua de coco, jugos en polvo y naturales, y té. Ambev SA ofrece sus productos a través de una red de distribuidores externos y un sistema de distribución directa. La empresa fue fundada en 1885 y tiene su sede en São Paulo,
Sector e industria	Bebidas (alcohólicas)
Países y negocios	Opera a través de tres segmentos: Brasil; Centroamérica y el Caribe; América Latina Sur; y Canadá.

Fuente: Elaboración Propia con información de Investing.com

Cuadro 11: Resumen CCU

Antecedentes	Compañía Cervecerías Unidas
Ticker o Nemo-técnico	CCU
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes sin preferencias
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y Bolsa Electrónica de Chile. Registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos de Norteamérica y cotiza sus American Depositary Shares (ADS) en la Bolsa de Nueva York.
Descripción de la empresa	Es una empresa diversificada de bebidas, es el mayor cervecero chileno, el segundo cervecero en Argentina, el segundo mayor productor de gaseosas en Chile, el segundo mayor productor de vinos en Chile, el mayor productor de agua embotellada néctares y bebidas deportivas en Chile y uno de los mayores fabricantes de pisco en Chile.
Sector e industria	Bebidas analcohólicas, alcohólicas
Países y negocios	Opera principalmente en Chile, Argentina y Uruguay. Participa en el negocio de Home and Office Delivery (HOD), un negocio de entrega a domicilio de agua purificada en botellones mediante el uso de dispensadores; en la industria del ron, otros licores, recientemente en sidras en Chile.

Fuente: Elaboración Propia con información de Memorias Anuales.

Cuadro 12: Resumen AB InBev S.A.

Antecedentes	Anheuser-Busch InBev S.A. (AB InBev S.A.)
Ticker o Nemo-técnico	NYSE: BUD; Euronext: ABI; MEXBOL: ANB; JSE: ANH
Clase de acción	Acciones registradas, al portador y desmaterializadas.
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendos.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de valores de Nueva York, de Ámsterdam, de Sudáfrica, de Bruselas y cotizaciones secundarias en las bolsas de valores de México.
Descripción de la empresa	Es una empresa con sede en Bélgica que se dedica a la industria cervecera. Posee una cartera de más de 400 marcas de cerveza, tales como Budweiser, Corona y Stella Artois, entre otras. Su negocio consiste en la producción propia y acuerdos con PepsiCo para embotellar y distribuir marcas tales como Pepsi, 7UP y Gatorade.
Sector e industria	Bebidas (alcohólicas)
Países y negocios	La compañía opera principalmente en Estados Unidos, México, Colombia, Brasil, Europa y África, Canadá, Perú, Ecuador, Argentina y Corea del Sur.

Fuente: Elaboración Propia con información de Investing.com

Cabe destacar que se descarta la compañía Coca-Cola FEMSA ya que, si bien se dedica a la producción y distribución de bebidas, también produce otras actividades que no se relaciona con la empresa a valorizar. Por otro lado, tampoco se considera la empresa Concha y Toro como empresa comparable debido a que su negocio es principalmente de bebidas alcohólicas por tanto su reglamento tributario es diferente al de Coca-Cola Andina.

4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

4.1 Estados de Situación Financiera

En esta sección, se analiza el Balance General de Coca-Cola Andina en miles de UF, elaborado a partir de la información disponible en la página de la CMF. El periodo comprende desde el año 2017 a marzo de 2021, incorporando los resultados del primer trimestre del 2020 a modo de comparación.

Cuadro 13: Activos de Embotelladora Andina S.A.

UF (Miles)	2017	2018	2019	2020	Mar-2020	Mar-2021	Promedio 2017-2020
Activos corrientes							
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.084	4.989	5.566	10.648	13.363	7.086	6.572
Otros activos financieros corrientes	528	25	12	4.826	130	7.548	1.348
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	7.138	6.316	6.749	6.674	5.471	6.021	6.719
Inventarios corrientes	4.902	5.489	5.215	4.402	5.231	4.681	5.002
Otros activos corrientes	410	650	1.301	876	1.321	959	809
Activos corrientes totales	18.061	17.470	18.844	27.427	25.516	26.296	20.451
Activos no corrientes							
Otros activos financieros no corrientes	2.771	3.532	3.913	5.573	6.600	6.389	3.947
Otros activos no financieros no corrientes	1.769	1.269	4.438	3.104	3.895	2.627	2.645
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	3.239	3.715	3.528	3.026	3.343	2.928	3.377
Activos intangibles distintos de la plusvalía	24.751	24.263	23.846	20.795	23.556	20.790	23.414
Plusvalía	3.493	4.253	4.282	3.382	4.102	3.266	3.852
Propiedades, planta y equipo	24.619	25.785	24.390	20.097	23.893	19.625	23.723
Otros activos no corrientes	215	49	1.216	808	1.085	750	572
Total de activos no corrientes	60.857	62.865	65.612	56.785	66.473	56.375	61.530
Total de activos	78.918	80.335	84.456	84.212	91.989	82.671	81.980

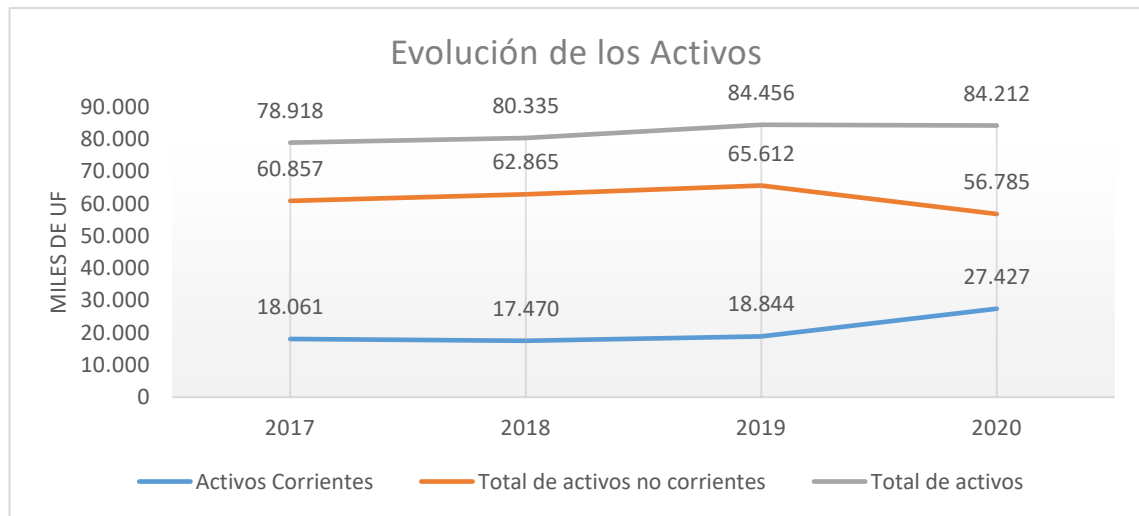
Fuente: Elaboración propia con información de la CMF.

Los activos de Embotelladora Andina promedian durante el periodo 2017-2020 cerca de 82 millones de UF (M\$UF 81.980). Se componen de 25% activo corrientes, con un promedio de 20,5 millones de UF, y 75% activo no corriente, con una media de 61,5 millones de UF.

Los principales activos corrientes de la compañía son: las Cuentas por cobrar, el Efectivo y Equivalentes al Efectivo y el Inventario corriente, mientras que los activos no corrientes se componen principalmente de Activos intangibles distintos a la plusvalía y Propiedades, Plantas y Equipo (PPE).

El total de activos desde el 2017 al 2020 se ha incrementado en un 7%, aumentando de M\$UF 78.918 a M\$UF 84.212 respectivamente. Por otro lado, al comparar los trimestres de 2021 con el de 2020, se observa una caída de un 10%, el cual se debió principalmente a la disminución en los activos no corrientes (-M\$UF 13.362).

Gráfico 1: Evolución de los Activos de Embotelladora Andina S.A.



Fuente: Elaboración Propia

La evolución de los activos revela un comportamiento estable y ascendente desde el 2017 al 2019, mientras que en el 2020 se observa una leve caída y un cambio en las composiciones. Por un lado,

aumentaron los activos corrientes en un 46% respecto al año anterior. Esto explica principalmente por el incremento del Efectivo y Equivalente al Efectivo (+M\$UF 5.082), dada la mayor disponibilidad de flujos provenientes del bono emitido, a principios del 2020, en Estados Unidos. Por otro parte, cayeron los activos no corrientes en un 13%, el cual se debió principalmente a la disminución de los Activos intangibles distintos a la plusvalía (-M\$UF 3.051) y la PPE (-M\$UF 4.292). Según los reportes financieros de la compañía, este hecho se explica por una mayor depreciación y por el efecto negativo de conversión de cifras sobre los derechos de distribución de filial de Brasil.

Cuadro 14: Pasivos de Embotelladora Andina S.A.

UF (Miles)	2017	2018	2019	2020	Mar-2020	Mar-2021	Promedio 17-20
Pasivos corrientes							
Otros pasivos financieros corrientes	2.537	2.036	1.221	1.130	919	988	1.731
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9.610	8.638	8.608	7.927	7.066	7.010	8.696
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	1.267	1.662	1.895	1.360	1.781	833	1.546
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.342	1.205	1.356	1.069	827	618	1.243
Otros pasivos no financieros corrientes	1.008	1.225	936	972	150	91	1.035
Otros pasivos corrientes	219	465	524	546	553	765	439
Pasivos corrientes totales	15.982	15.231	14.541	13.005	11.297	10.305	14.690
Pasivos no corrientes							
Otros pasivos financieros no corrientes	25.217	25.995	25.428	33.522	35.858	33.405	27.540
Otras provisiones a largo plazo	2.349	2.139	2.368	1.676	2.102	1.578	2.133
Pasivo por impuestos diferidos	4.672	5.269	5.986	5.286	5.444	5.096	5.303
Otros pasivos no corrientes	351	368	1.908	2.117	1.724	1.992	1.186
Total de pasivos no corrientes	32.590	33.771	35.690	42.602	45.128	42.072	36.163
Total de pasivos	48.572	49.002	50.231	55.607	56.424	52.377	50.853

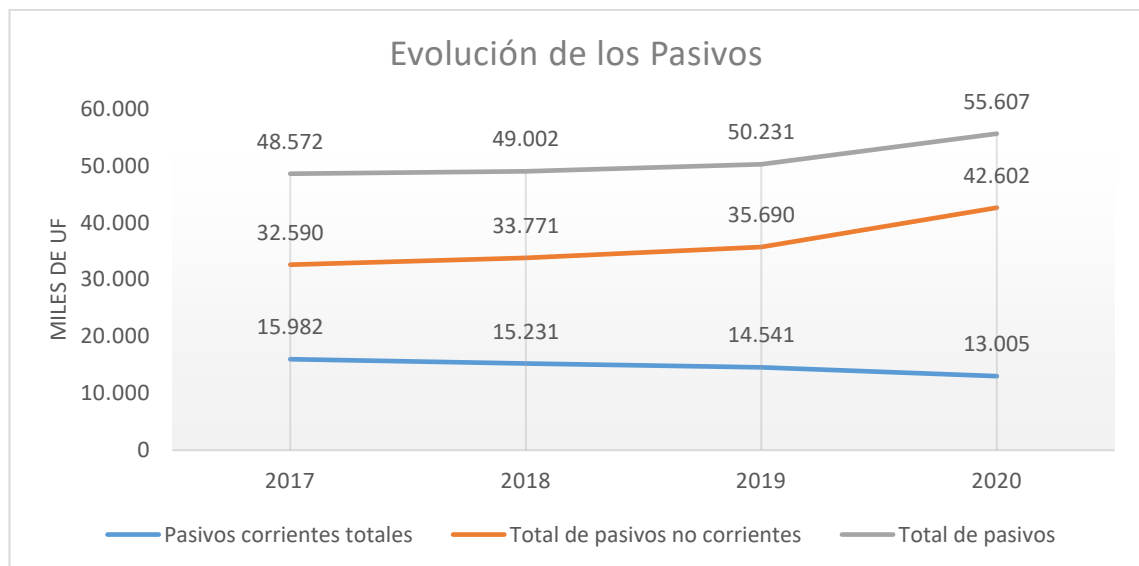
Fuente: Elaboración propia con información de la CMF.

Los pasivos de Embotelladora Andina promedian cerca de 51 millones de UF, durante el periodo 2017-2020. El 29% corresponde a pasivo corriente, con un promedio de 14,7 millones de UF, y 71% a pasivo no corriente, con una media de 36,2 millones de UF.

Los pasivos corrientes se componen principalmente de las cuentas por pagar, que promedian 8,7 millones de UF durante el periodo analizado, mientras que la principal cuenta de los pasivos no corrientes corresponde a Otros pasivos Financieros no corrientes, con una media de 27,5 millones de UF. Esta última cuenta comprende la deuda financiera de la compañía.

Los pasivos totales han incrementado en un 14%, aumentando de M\$UF 48.572 en el 2017 a M\$UF 55.607 en el 2020. Por otro lado, al comparar los trimestres de 2021 con el de 2020, se observa una caída de un 7%, el cual se debió principalmente a la disminución de los pasivos no corrientes (-M\$UF 3.056).

Gráfico 2: Evolución de los Pasivos de Embotelladora Andina S.A.



Fuente: Elaboración Propia

La evolución de los pasivos de la compañía va paulatinamente en alza desde el 2017 al 2019, mientras que, en el año 2020, Embotelladora Andina presentó una caída de un 11% en sus pasivos corrientes y un incremento del 19% en sus pasivos no corrientes. Gran parte de esta alza se debió principalmente por la emisión de bonos en el mercado internacional en enero de 2020.

Por otra parte, la caída en los pasivos corrientes se debió a la disminución de las Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes (-M\$UF 534) y a la caída de Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar Corrientes (-M\$UF 681). Esta última cuenta se explica en los reportes financieros, por menores cuentas por pagar a The Coca-Cola Company y otras empresas relacionadas.

Cuadro 15: Patrimonio de Embotelladora Andina S.A.

UF (Miles)	2017	2018	2019	2020	Mar-2020	Mar - 2021	Promedio 2017-2020
Patrimonio							
Capital emitido	10.103	9.822	9.563	9.313	9.467	9.210	9.700
Ganancias (pérdidas) acumuladas	12.520	16.768	21.226	22.503	23.122	24.244	18.254
Otras reservas	6.905	4.021	2.720	-3.912	2.209	-3.915	4.390
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	29.529	30.611	33.509	27.904	34.798	29.540	30.388
Participaciones no controladoras	818	722	715	701	766	754	739
Patrimonio total	30.347	31.333	34.225	28.605	35.564	30.294	31.127

Fuente: Elaboración Propia

Respecto al patrimonio de la compañía, éste ha oscilado entre 28.6 y 34,2 millones de UF, obteniendo su valor más bajo en el año 2020. Durante el periodo 2017-2020, el Capital Emitido promedio fue de M\$UF 9.700, las Ganancias Acumuladas alcanzan M\$UF 18.300, mientras que Otras Reservas promediaron M\$UF 4.390.

Gran parte del descenso en el patrimonio durante el 2020 se explica por las disminuciones de Otras reservas, de un saldo positivo en el año 2019 (+M\$UF 2.720) a un saldo negativo en el 2020 (-M\$UF 3.912). Esto se debió principalmente al efecto negativo de conversión de filiales extranjeras durante el año 2020.

Por otro lado, en marzo de 2021, se observa una caída del 15% en el patrimonio respecto al mismo periodo anterior, lo cual se explica por la disminución de Otras reservas, en la misma senda de lo ocurrido en el 2020.

4.2 Estados de Resultados

En esta sección, se presenta un resumen de los Estados Financieros, desde el año 2017 a marzo de 2021. Estos fueron elaborados a partir de la información disponible de la página de la CMF. Para efectos de comparación, las cifras se encuentran en miles de UF al cierre de cada periodo.

Cuadro 16: EE.RR. resumidos de Embotelladora Andina S.A.

Miles de UF	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21	Promedio 2017-2020
Ganancia (pérdida)							
Ingresos de actividades ordinarias	68.993	60.688	62.841	58.420	17.645	17.316	62.735
Costo de ventas	-39.892	-35.117	-37.031	-35.173	-10.233	-10.510	-36.803
Ganancia bruta	29.101	25.571	25.810	23.246	7.413	6.806	25.932
GAV	-20.193	-17.395	-17.411	-15.004	-4.757	-4.115	-17.501
Otros Gastos	-697	-586	522	-312	-102	-110	-268
Margen Operacional	8.211	7.590	8.921	7.930	2.554	2.581	8.163
Gastos Financieros	-1.643	-1.853	-37	-1.370	-360	-309	-1.226
Otros Gastos	-195	-186	-533	-436	-215	-138	-337
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	6.374	5.551	8.351	6.124	1.980	2.134	6.600
Gasto por impuestos a las ganancias	-1.933	-2.016	-2.161	-1.889	-267	-659	-1.999
Utilidad Neta	4.441	3.535	6.190	4.235	1.713	1.474	4.600
Depreciación	3.632	3.541	3.493	3.420	884	700	3.521
Amortización	69	72	431	396	96	76	242
Depreciación y Amortización	3.700	3.613	3.924	3.816	979	776	3.763
EBITDA	12.609	11.789	12.323	12.058	3.635	3.467	12.195

Fuente: Elaboración Propia.

Los Estados Financieros de la compañía muestran ingresos por ventas anuales en torno a los 62,7 millones de UF. Si bien, durante el periodo 2017-2020, se mantiene en torno a esta cifra, en el año 2020 se registra una caída del 7% respecto al año anterior. Esto último, se debió

principalmente a los efectos negativos de la pandemia, que se intensificó en el segundo semestre del 2020, dada las mayores restricciones efectuadas por los países.

Al comparar el primer trimestre del 2020 con el de 2021, no existen mayores variaciones, ya que ambas muestran ventas de alrededor de 17,4 millones de UF. La equivalencia entre ambos periodos se debió al crecimiento en el volumen de ventas en Chile, principalmente por la incorporación del portafolio de productos de la compañía AB InBev.

Respecto a los costos por ventas, estos representan, en promedio, el 59% de las ventas anuales, sin embargo, en marzo del 2021, estos aumentaron al 61%. Según el Reporte de Resultados del primer semestre del 2021, los costos aumentaron debido al cambio de mix que se dio en Brasil y Chile hacia productos de mayor costo unitario, como las cervezas. También, se suma la devaluación de las monedas locales respecto al dólar, que tienen un impacto negativo sobre los costos dolarizados.

Cuadro 17: Análisis Vertical de los EE.RR. de Embotelladora Andina S.A.

Miles de UF	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21	Promedio 2017-2020
Ganancia (pérdida)							
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-58%	-58%	-59%	-60%	-58%	-61%	-59%
Ganancia bruta	42%	42%	41%	40%	42%	39%	41%
GAV	-29%	-29%	-28%	-26%	-27%	-24%	-28%
Otros Gastos	-1%	-1%	1%	-1%	-1%	-1%	0%
Margen Operacional	12%	13%	14%	14%	14%	15%	13%
Gastos Financieros	-2%	-3%	0%	-2%	-2%	-2%	-2%
Otros Gastos	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	9%	9%	13%	10%	11%	12%	11%
Gasto por impuestos a las ganancias	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-4%	-3%
Utilidad Neta	6%	6%	10%	7%	10%	9%	7%

Fuente: Elaboración Propia.

Desde el año 2017 al 2020, se observa un margen operacional estable que representa, en promedio, el 13% de las ventas anuales. Por otro lado, la Utilidad Neta promedia 4,6 millones de UF, aunque con un alza que alcanzó los 6,19 millones de UF en el 2019. Este incremento se explica, en las notas a los EE.RR., por un reembolso de los créditos PIS⁸ y CONFIS⁹ que fueron recuperados gracias a una orden judicial a favor durante ese año.

Otro punto relevante es el aumento en el gasto financiero durante el 2020, llegando a M\$UF 1.370. Esto se debe principalmente a la emisión de un bono por 300 millones de dólares en enero de ese año.

Respecto al primer trimestre del 2021, las ventas cayeron en un 2% respecto a marzo de 2020, explicado principalmente por el efecto negativo de conversión de cifras de Brasil, Argentina y Paraguay, además de una caída en las ventas de estos últimos dos países. Por otro lado, los Gastos de Administración y Distribución (GAV) caen en un 13% respecto a marzo de 2020, el cual se explica por menores gastos de marketing y de mano de obra en Brasil y Paraguay.

⁸ Programa de Integración Social federal.

⁹ Contribución de Seguro Social.

4.3 Estados de Flujos de Efectivo

En anexo 2 se presenta el Estado de Flujos de Efectivo en miles de UF, el periodo comprende desde el año 2017 al 31 de marzo de 2021 y a continuación se muestra el Estado de Flujo Efectivo resumido de Embotelladora Andina S.A.

Cuadro 18: Estados de Flujos de Efectivo resumido de Embotelladora Andina S.A.

Miles de UF	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21
Operacionales	9.253	8.535	9.013	9.589	1.697	827
Inversión	-6.300	-4.284	-3.887	-7.701	-935	-3.188
Financiamiento	-2.924	-4.159	-4.490	3.889	7.003	-1.054
Flujo Neto	29	93	635	5.777	7.764	-3.414

Fuente: Elaboración Propia.

En base a la información presentada anteriormente, se aprecia que las actividades de la Operación se han mantenido relativamente estable, en torno a 9 millones de UF anual. Con respecto a las actividades de la Inversión, éstas han oscilado desde 3,8 a 7,7 millones de UF, registrando su mayor cifra en el año 2020.

Por otro lado, las actividades de Financiamiento generaron flujos negativos desde el 2017 al 2019 (-M\$UF 3.857 promedio), mientras que en el 2020 se registró un valor positivo (+M\$UF 3.889), esto se explica fundamentalmente por mayores compras de instrumentos financieros de corto plazo.

En marzo de 2021, las actividades de la Operación generaron un flujo neto positivo de 827 mil UF, muy por debajo de 1,7 millones de UF registrados en el mismo periodo durante el 2020. Esta caída en torno al 51%, según los reportes financieros de la compañía, se debió a menores recaudaciones por venta de bienes y un mayor pago a proveedores.

Las actividades de Inversión, en el primer trimestre del 2021, aumentaron de 935 mil UF a 3,2 millones de UF, lo cual se explica por mayores compras de instrumentos financieros que no califican como efectivo equivalente y compensado parcialmente por un menor gasto en capital (CAPEX).

Por último, las actividades de Financiamiento generaron, en marzo de 2021, un flujo de M\$UF 1.054, menor al presentado en el 2020 que fue de M\$UF 7.003, ya que no contabiliza el mayor flujo de recursos provenientes del bono en dólares emitido en enero del 2020.

4.4 Ratios Financieros

En esta sección se presentará los principales indicadores financieros de la compañía. En primer lugar, se detallarán los índices de rentabilidad, en segundo lugar, los índices de endeudamiento, luego, los índices de liquidez y por último los índices de actividad de Coca-Cola Andina.

Los cálculos se hicieron en base a la información financiera publicada en la CMF, desde el año 2017 a marzo de 2021, incorporando el primer trimestre de 2020 a modo de comparación.

4.4.1 Índices de Rentabilidad

El cuadro 19 muestra los principales índices de rentabilidad de la compañía. En los resultados se puede apreciar que el margen bruto de Embotelladora Andina es estable y cercano al 41%, de manera que el costo por venta se ha movido directamente proporcional al ingreso por venta.

Cuadro 19: Ratios de Rentabilidad

Ratios de Rentabilidad	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21
Margen Bruto	42%	42%	41%	40%	42%	39%
Margen Operacional	12%	13%	14%	14%	14%	15%
Margen Utilidad Neta	6%	6%	10%	7%	10%	9%
Retorno sobre Activo (ROA)	10%	9%	11%	9%	2,8%	3,1%
Retorno sobre Patrimonio (ROE)	15%	11%	18%	15%	4,8%	4,9%

Fuente: Elaboración Propia.

Al comparar el primer trimestre de 2021 con el del año 2020, el Margen Bruto presenta una caída desde un 42% a un 39% respectivamente. Este hecho se explica principalmente por la disminución de las ventas, particularmente en Argentina y Paraguay, y a un aumento en los costos, producto de las depreciaciones de las monedas locales respecto al dólar.

El Margen Operacional de la compañía se ha incrementado en un 1% cada año, logrando estabilizarse en un 14% en los últimos dos años, aunque en marzo de 2021 este índice vuelve a incrementarse a un 15%

Por otro lado, el Margen de Utilidad Neta ha oscilado desde de un 6% a un 10%, alcanzado su máximo en el 2019, mientras que, en marzo del 2021, este indicador se mantiene en torno al 9%.

El retorno sobre los activos (ROA) promedia un 10% anual, sin mostrar mayores variaciones durante el periodo analizado. Por otra parte, en el primer trimestre del 2021, muestra un ROA de 3,1%, por tanto 0,3 puntos porcentuales (pp) más que el mismo periodo anterior. Este resultado se debió a que, en marzo de 2021, la caída en los activos totales (-10,1%) fue mucho mayor al aumento en las ganancias operacionales (+1,1%).

Por último, el retorno del patrimonio (ROE) ha variado en mayor medida, oscilando entre un 11% y 18% durante el periodo analizado. El máximo ROE de la compañía se presenta en el 2019, año en que alcanza su mayor utilidad neta (M\$UF 8.351) y creciendo en un 50% respecto al 2018. Si se compara el ROE a nivel de trimestres, se observa que, en marzo de 2021, el retorno es de un 4,9%, muy similar al de marzo de 2020.

4.4.2 Índices de Endeudamiento

A continuación, se presenta los principales índices de Endeudamiento de la compañía, desde el año 2017 a marzo de 2021.

Cuadro 20: Principales Ratios de Endeudamiento

Endeudamiento	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21
Razón Deuda-Patrimonio	1,6	1,6	1,5	1,9	1,6	1,7
Razón Deuda-Activo	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
Razón Deuda de Corto Plazo	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2

Fuente: Elaboración Propia.

En base a la información presentada anteriormente, Coca-Cola Andina durante el periodo posee una razón de deuda-patrimonio que ha oscilado en un rango que va de 1,5 a 1,9, obteniendo la mayor alza en el año 2020. Esto último se explica principalmente por el aumento en los pasivos totales (+M\$UF 5.375) y en la caída del patrimonio (-M\$UF 5.620). En marzo de 2021 se aprecia este indicador es de 1,7, siendo levemente mayor al observado en marzo del 2020.

Uno de los indicadores más estables de esta compañía, es la razón deuda-activo que corresponde a 0,6 tanto a nivel anual como trimestral. Esto refleja, que la estructura de financiamiento de la compañía no se ha visto afectado durante el periodo analizado.

4.4.3 Índices de Liquidez

En el cuadro 21, se puede apreciar que la liquidez medida a través de la Razón Corriente ha ido aumentando a lo largo del periodo, en el año 2017 se observa un índice de 1,1, mientras que en el 2020 se incrementa a 2,1. Esto se explica por el aumento de los activos corrientes, principalmente del Efectivo y Equivalentes al Efectivo (+M\$UF 5.082), dada la emisión de un bono en el mercado de Estados Unidos en el 2020.

Cuadro 21: Ratios de Liquidez

Ratios de Liquidez	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21
Razón Corriente	1,1	1,1	1,3	2,1	2,3	2,6
Test Ácido	0,8	0,8	0,9	1,8	1,8	2,1

Fuente: Elaboración Propia.

Además, los resultados muestran que en marzo de 2021 la Razón Corriente es de un 2,6, es decir, un 13% más que el mismo periodo anterior. Esto se debió a la disminución de los pasivos corrientes (-M\$UF 992) durante el trimestre que, en detalle, corresponde a la caída en las cuentas por pagar y al pago de dividendos provisorios realizados por la compañía en enero del 2021.

Por otro lado, el Test Ácido, es una medida más fina de los recursos que efectivamente puede disponer la empresa en el corto plazo. Los cálculos muestran que son cercanos al 0,8 durante el periodo 2017-2019, aumentando a 1,8 en el año 2020, mientras que en marzo de 2021 este test alcanzó un 2,1. Esto revela que, en los últimos años, la compañía ha incrementado su solvencia en el corto plazo.

4.4.4 Índices de Actividad

Los Ratios de Actividad permiten determinar el grado de eficiencia de la empresa en la gestión de sus activos operacionales.

Cuadro 22: Ratios de Actividad

Actividad	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21
Rotación de Cuentas Por Cobrar	9,7	9,6	9,3	8,8	3,2	2,9
Periodo Promedio de Cobro (PPC)	37	38	39	41	112	125
Rotación de Activos	0,9	0,8	0,7	0,7	0,2	0,2
Rotación de Inventarios	8,1	6,4	7,1	8,0	2,0	2,2
Edad Promedio del Inventario (EDI)	44	56	51	45	184	160
Rotación de Cuentas Por Pagar	4,2	4,1	4,3	4,4	1,4	1,5

Fuente: Elaboración Propia.

En el cuadro 22, se puede deducir que la rotación de cuentas por cobrar es de 9,3 promedio anual desde el 2017 al 2020, lo que es equivalente a decir que el Periodo Promedio de Cobro (PPC) es de 39 días. Esto indica que la compañía ha sido eficiente con el uso de los recursos durante el periodo.

Además, se observa que, en marzo de 2021, la rotación de cuentas por cobrar es de 2,9, es decir, un 11% menos que en marzo de 2020. Esto da cuenta de que, durante el último trimestre, la empresa registró un mayor saldo de cuentas por cobrar en relación con sus ventas.

Por otro lado, la rotación de activos de la compañía oscila entre 0,7 y 0,9 durante el periodo 2017-2020, mientras que, durante el primer trimestre del 2021, este indicador es de 0,2, al igual que en marzo de 2020. Esto refleja que la compañía desarrolla un alto nivel de eficiencia durante el año, aunque, en los primeros tres meses, la firma tiene un periodo más prolongado de espera para convertir el inventario a efectivo.

La rotación de inventario de la compañía ha tenido al año oscilaciones que van desde 6,4 a 8,1, lo cual es equivalente a una edad promedio de permanencia de inventario (EDI) que va desde los 44 a 56 días. Durante el primer trimestre del 2021, este indicador presentó una rotación de 2,2, aumentando un 14,8% más que el mismo periodo anterior. Esto último, se debió principalmente a la caída del inventario (-M\$UF 550) y al aumento en los costos por ventas (+M\$UF 278), revelando, además, que la compañía demoró 24 días menos en renovar sus existencias si se compara con marzo de 2020.

Por último, la rotación de cuentas por pagar de Embotelladora Andina es en promedio de 4,2, sin mayores variaciones durante el periodo 2017-2020, mientras que, en el primer trimestre del 2021, este índice cae a 1,5. Al comparar este último valor con el mismo periodo anterior, se observa un aumento del 3,5%, lo cual indica que la compañía está pagando a sus proveedores a una tasa mayor o en menos días.

5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 Deuda Financiera

La deuda financiera de Embotelladora Andina S.A. se compone principalmente por deuda financiera no corriente, siendo las obligaciones con el público (bonos) la cuenta más relevante, ya que representa, en promedio, el 90% de la deuda financiera total.

A continuación, se presenta la composición de la deuda financiera de Embotelladora Andina, desde marzo de 2017 a marzo de 2021 en miles de UF.

Cuadro 23: Composición de la deuda financiera de Embotelladora Andina

	mar-16	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20	mar-21
Corrientes M\$						
Obligaciones con bancos	798	1.411	799	768	27	27
Obligaciones con el público	1.036	661	766	552	480	494
Depósitos en garantía por envases	521	469	454	443	406	429
Obligaciones por contratos a futuro	48	128	5	0	7	39
Obligaciones por contratos de leasing	108	100	57	216	206	199
Deuda Financiera Corriente	2.510	2.769	2.081	1.979	1.125	1.188
No corrientes M\$						
Obligaciones con bancos	687	650	90	63	26	136
Obligaciones con el público	26.564	25.716	25.970	25.070	35.374	31.486
Obligaciones por contratos a futuro	-	-	-	-	457	1.783
Obligaciones por contratos de leasing	703	679	512	947	724	476
Deuda Financiera No Corriente	27.955	27.046	26.572	26.080	36.582	33.882
Deuda Financiera 1T	30.465	29.815	28.653	28.059	37.706	35.069

Fuente: Elaboración Propia en base a notas de los EE.FF.

La deuda financiera de la compañía proviene de distintas fuentes; obligaciones con bancos, obligaciones con el público, por contratos a futuro y por contratos de leasing corrientes y no corrientes que, según las notas a los Estados Financieros, se reconocen a su valor razonable, netos de los costos en que haya incurrido en la transacción y se valoran devengando los intereses que

igualan el valor presente de las obligaciones con el valor futuro a cancelar, usando el método de la tasa de interés efectiva.

Las obligaciones con bancos corrientes se encuentran en distintas entidades financieras, a nombre de filiales principalmente ubicadas en Chile y Argentina, mientras que las obligaciones con bancos no corrientes se encuentran sólo en Chile.

Embotelladora Andina en los últimos años ha tenido una disminución en su deuda corriente a partir del 2017, mientras la deuda no corriente ha experimentado alzas en los últimos dos trimestres. En marzo de 2020, se aprecia la mayor deuda financiera de la compañía, cercana a 37,7 millones de UF, dada la emisión de un bono por 300 millones de dólares en el mercado estadounidense. Así mismo, en marzo de 2021, la compañía mantiene una deuda financiera de alrededor de 35 millones de UF, un 7% menos que el mismo periodo anterior.

5.1.1 Bonos

Embotelladora Andina emite bonos en UF en el mercado chileno y en dólares en el mercado internacional. Al cierre de marzo de 2021, tiene obligaciones con el público de M\$UF 31.486, un 11% menos comparado con el primer trimestre del 2020. Del total de bonos que mantiene actualmente la compañía, 5 fueron emitidos en UF y 2 emitido en dólares.

En el cuadro N°24 se presenta la información general de cada uno de los instrumentos emitido por la compañía al 31 de marzo de 2021 y, posteriormente, se muestra en detalle los principales bonos emitidos por la compañía y de más larga duración.

Cuadro 24: Bonos vigentes de Embotelladora Andina al 31 de marzo de 2021

Bonos	Serie	Monto nominal Vigente	Unidad de Reajuste	Tasa de Colocación	Vencimiento Final	Pago de Intereses
BANDI-B	B	1.648.160	UF	6,50%	01-06-2026	Semestral
BANDI-C	C	1.431.818	UF	4%	15-08-2031	Semestral
BANDI-D	D	4.000.000	UF	3,80%	16-08-2034	Semestral
BANDI-E	E	3.000.000	UF	3,75%	01-03-2035	Semestral
BANDI-F	F	5.700.000	UF	2,83%	25-09-2039	Semestral
Bonos USA	-	365.000.000	US\$	5%	01-10-2023	Semestral
Bonos USA 2	-	300.000.000	US\$	3,95%	21-01-2050	Semestral

Fuente: Elaboración Propia en base a Notas de los EE.FF.

Cuadro 25: Antecedentes Bono USA 2

Antecedentes	
Bono	BONO USA 2
Nemotécnico	-
Fecha de emisión	21 de enero de 2020
Valor nominal (VN o D)	US\$300.000.000
Moneda	USD
Tipo de colocación	Extranjera
Fecha de vencimiento	21 de enero de 2050
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón (kd)	3,95%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	60
Periodo de gracia	No tiene
Motivo de la emisión	Fines corporativos
Clasificación de riesgo	BBB: Clasificación correspondiente a Standard&Poors Global Raitings y BBB+: Clasificación correspondiente a Fitch Ratings Inc.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	3,999% (spread de 175 pb sobre el bono del Tesoro Americano)
Valor de mercado	2,685%

Fuente: Elaboración Propia en base a Notas de los EE.FF.

Cuadro 26: Antecedentes Bono Serie D

Antecedentes	
Bono	Bono Serie D
Nemotécnico	BANDI-D
Fecha de emisión	16 de agosto 2013
Valor nominal (VN o D)	4.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	16 de agosto 2034
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón (kd)	3,80%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la emisión	50% a refinanciar pasivos de corto plazo de la Sociedad y 50% al financiamiento de otros fines corporativos del Emisor.
Clasificación de riesgo	-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	-
Valor de mercado	-

Fuente: Elaboración Propia en base a Hechos Esenciales CMF.

Cuadro 27: Antecedentes Bono Serie E

Antecedentes	
Bono	Bono Serie E
Nemotécnico	BANDI-E
Fecha de emisión	01 de marzo 2014
Valor nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	01 de marzo 2035
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón (kd)	3,75%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la emisión	Pago de pasivos y financiamiento de inversiones
Clasificación de riesgo	-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	-
Valor de mercado	-

Fuente: Elaboración Propia con datos del Prospecto de emisión de Bonos CMF.

Cuadro 28: Antecedentes Bono Serie F

Antecedentes	
Bono	Bono Serie F
Nemotécnico	BANDI-F
Fecha de emisión	25 de septiembre 2018
Valor nominal (VN o D)	5.700.000
Moneda	UF
Tipo de colocación	Nacional
Fecha de vencimiento	25 de septiembre 2039
Tipo de bono	Bullet
Tasa cupón (kd)	2,83%
Periodicidad	semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la emisión	Recompra de parte de los bonos emitidos por la Sociedad el 26 de septiembre 2013.
Clasificación de riesgo	-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb)	-
Valor de mercado	-

Fuente: Elaboración propia con datos del Prospecto de emisión de Bonos CMF.

5.2 Patrimonio Económico

Coca-Cola Andina posee un total de acciones suscritas y pagadas equivalentes a 946.570.604, de las cuales 473.289.301 corresponden ANDINA-A y 473.281.303 a ANDINA-B. Estas series se diferencian principalmente por sus derechos políticos y económicos.

En el cuadro 29, se muestra el número de acciones suscritas y pagadas desde marzo de 2017 a marzo de 2021, en él se puede observar que este número no ha sufrido cambios en los últimos cinco años.

Cuadro 29: Acciones suscritas y pagadas de Embotelladora Andina S.A.

	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20	mar-21
Acciones suscritas y pagadas Serie A	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301
Acciones suscritas y pagadas Serie B	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303
Total	946.570.604	946.570.604	946.570.604	946.570.604	946.570.604

Fuente: Elaboración Propia.

El Patrimonio Económico, se compone del valor total de las acciones suscritas y pagadas de la compañía por el precio de mercado de la acción serie B al cierre de cada periodo, dado que es la serie con mayor presencia bursátil de la compañía.

El cuadro 30 detalla los precios y el patrimonio económico de Embotelladora Andina para cada trimestre en miles de UF.

Cuadro 30: Precios de las acciones y patrimonio económico de Andina

	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20	mar-21
Precio Acción Andina-A (\$)	2.550	2.600	2.037	1.500	1.713
Precio Acción Andina-B (\$)	2.571	2.964	2.311	1.840	1.910
Patrimonio Económico (M UF)	91.933	104.040	79.345	60.903	61.506

Fuente: Elaboración propia.

La compañía, a partir de marzo de 2018, ha sufrido una caída en el precio de sus acciones y, por ende, en su patrimonio económico. Su nivel más bajo se observa en marzo de 2020, mientras que en marzo de 2021 se aprecia una leve recuperación logrando un patrimonio económico equivalente a 61,5 millones de UF.

Gran parte del descenso se explica por inestabilidades política y bajo crecimiento económico en Argentina y Brasil durante los últimos años, y a ello se suma la pandemia mundial de COVID 19 originada en el año 2020.

5.3 Valor Económico de la empresa

El Valor Económico de la empresa corresponde a la Deuda Financiera de la compañía más el Patrimonio Económico. En el cuadro 31, se detalla el valor económico desde marzo de 2017 a marzo de 2021.

Cuadro 31: Valor económico de Embotelladora Andina S.A.

(Miles de UF)	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20	mar-21
Deuda Financiera (B)	29.815	28.653	28.059	37.706	35.069
Patrimonio económico (P)	91.933	104.040	79.345	60.903	61.506
Valor Empresa (V)	121.748	132.693	107.403	98.610	96.575

Fuente: Elaboración Propia.

La compañía presenta un crecimiento desde marzo de 2017 a marzo de 2018, alcanzando este último año un valor económico equivalente 132,7 millones de UF. En los trimestres posteriormente, se observa un decrecimiento de su valor económico alcanzando, en marzo de 2021, un valor empresa de 96,6 millones de UF.

Esta caída en el valor económico de Embotelladora Andina se debió principalmente a la disminución de su patrimonio económico, producto de la caída en el precio de sus acciones durante los últimos trimestres.

5.4 Estructura de Capital Objetivo

Con la finalidad de obtener una estructura de capital objetivo consistente con la estimación del costo de capital, se utiliza la Deuda Financiera (B), el Patrimonio Económico (P) y el Valor Económico (V) trimestral, obtenida en los apartados anteriores.

De esta manera, se construyen tres razones: La razón de endeudamiento (B/V) que corresponde a la proporción con que la empresa financia sus operaciones con deuda financiera. La razón de Patrimonio-Valor Empresa (P/V) que representa la proporción con que la empresa financia sus operaciones con recursos propios y de sus accionistas y, por último, la razón Deuda-Patrimonio (B/P) que indica el nivel de apalancamiento de la empresa.

La estructura de capital objetivo de largo plazo de la compañía fue obtenida mediante una media armónica de los últimos 5 años y la estructura de capital de corto plazo (vigente) como la media armónica de los últimos 3 años. Se utiliza esta medida dada la gran variabilidad que se observa en su estructura durante el periodo analizado.

Los resultados reflejados en el cuadro 32 revelan que la estructura de capital objetivo de la compañía de largo plazo se compone de 28% de deuda y 72% de patrimonio, mientras que el nivel de apalancamiento de la compañía es de 0,39.

Cuadro 32: Estructura de Capital Objetivo

	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20	mar-21	Estructura de Capital Objetivo de Largo Plazo	Estructura de Capital Objetivo Vigente
B/V	0,24	0,22	0,26	0,38	0,36	0,28	0,33
P/V	0,76	0,78	0,74	0,62	0,64	0,72	0,66
B/P	0,32	0,28	0,35	0,62	0,57	0,39	0,48

Fuente: Elaboración Propia.

Cuadro 33: Estadística Descriptiva de la Estructura de Capital Objetivo

	Min	Max	Mediana	Media Armónica	Media	Desviación Estándar
B/V	0,22	0,38	0,26	0,28	0,29	6,7%
P/V	0,62	0,78	0,74	0,70	0,71	6,7%
B/P	0,28	0,62	0,35	0,39	0,43	13,9%

Fuente: Elaboración Propia.

6. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL

6.1 Estimación del Costo Patrimonial

Para estimar el Costo del Patrimonio de la compañía se obtiene, en primer lugar, el Costo de la deuda, luego el Beta de la deuda y el Beta Patrimonial con y sin deuda, desde marzo de 2017 a marzo de 2021.

6.1.1 Costo de la Deuda

El costo de la deuda corresponde a tasa de mercado de la deuda más nueva y de mayor plazo que tiene Coca-Cola Andina. En este caso corresponde al bono emitido por 300 millones de dólares en el mercado estadounidense en enero de 2020. Sin embargo, dado que el bono emitido está en dólares y el trabajo presentado se encuentra en UF, se decide utilizar la Yield To Maturity (YTM) de un bono emitido en UF, de manera que sea consistente con el informe presentado.

El bono escogido y del cual se pudo obtener la YTM a la fecha de valoración corresponde al Bono Bullet denominado “BANDI-D”, emitido en agosto de 2013 y con un vencimiento a 30 años. La deuda es por 4.000.000 de UF, mientras que la tasa cupón es de 3,8%.

De esta manera, el costo de la deuda corresponde al YTM al 31 de marzo de 2021 del bono serie D de Andina es de 3,83%, tasa obtenida desde la plataforma Refinitiv Eikon.

6.1.2 Beta de la Deuda

El Beta de la Deuda se estima despejando el Beta del modelo CAPM. Para ello, se utiliza la tasa libre de riesgo (R_f) para Chile de 1,47%, que corresponde a un bono BCU-30 con fecha 31 de marzo de 2021, el costo de la deuda de la compañía de 3,83% calculada en la sección anterior y el Premio por Riesgo (PRM) de Chile que se obtiene mediante la siguiente ecuación:

$$PRM_j = PRM_{USA} + DefaultSpread_j * \frac{\sigma_{acciones}}{\sigma_{bono}}$$

Donde se considera el Premio por riesgo de Estados Unidos de 5,5%, según la estimación de Duff & Phelps, el Credit Default Swap (CDS) a 10 años de Chile al 31 de marzo del 2021 el cual corresponde a 71,6 pb obtenido de la plataforma Refinitiv Eikon y este valor multiplicado por la razón de volatilidad de 1,02 provisto por el profesor Carlos Maquieira. De esta manera, se obtiene un PRM para Chile de 6,23%.

$$PRM_{Chile} = 5,5\% + 0,716\% * 1,02$$

$$PRM_{Chile} = 6,23\%$$

Una vez obtenido los datos se obtiene el Beta de la Deuda de Coca-Cola Andina que corresponde a 0,38. A continuación, se detallan los cálculos:

$$K_b = R_f + B_b \cdot PRM$$

$$3,83\% = 1,47\% + B_b \cdot 6,23\% \%$$

$$B_b = \frac{3,83\% - 1,47\%}{6,23\%}$$

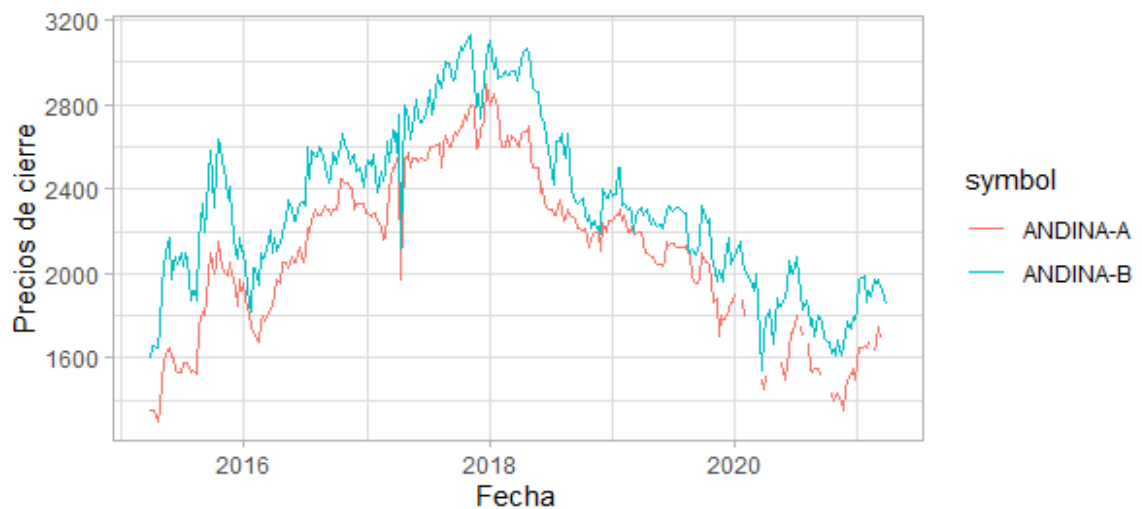
$$B_b = 0,38$$

6.1.3 Beta de la Acción

Para obtener el cálculo del Beta de la Acción se obtiene, en primer lugar, los precios al cierre del día viernes de cada semana, desde el 01 de abril de 2015 al 31 de marzo de 2021. Estos fueron descargados desde la página de Investing.com tanto de la serie A como de la serie B, además de los precios del IGPA durante el mismo periodo, como medida de mercado.

En el siguiente gráfico se observa la evolución de los precios semanales de ANDINA-A y ANDINA-B durante el periodo analizado

Gráfico 3: Evolución de los precios de Embotelladora Andina serie A y serie B



Fuente: Elaboración propia. Datos: Investing.com

En el gráfico presentado anteriormente, se observa que tanto los precios de ANDINA-A como de ANDINA-B tuvieron un crecimiento desde el 2015 al 2018, llegando a un peak de \$2.900 en la serie A y \$3.130 para la serie B. Luego de ese año, comenzó un descenso de los precios, observándose en marzo de 2021 un precio de \$1.715 y \$1.859, para la serie A y B respectivamente.

Además, se aprecia durante todo el periodo que los precios de la serie B tienen un comportamiento muy similar, aunque mayores, que los precios de la serie A. Por otro parte, se observa que Andina-A tiene varias semanas en que sus acciones no se transaron, particularmente en el 2020, mientras que Andina-B tiene un 100% de presencia bursátil.

Dado que se requiere de una medida de mercado para poder obtener el Beta de la acción, se utiliza los precios del IGPA semanales al cierre de cada viernes. En la siguiente gráfica, se observa la evolución de los precios de este índice desde marzo de 2015 a marzo de 2021.

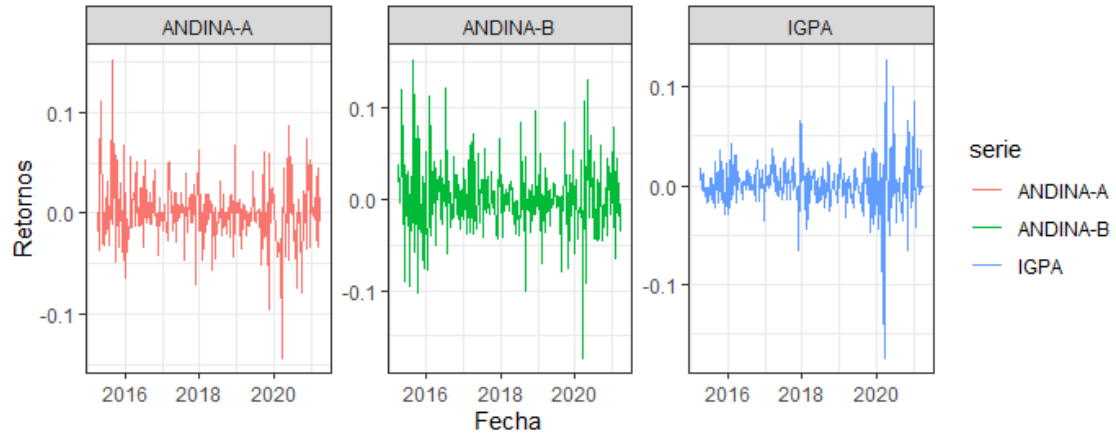
Gráfico 4: Evolución de los precios del IGPA



Fuente: Elaboración Propia. Datos: Investing.com

Los precios tienen una tendencia creciente desde el 2016 hasta principios del 2018, llegando a un peak cercano a los \$30.000 en este último año. Sin embargo, los precios del IGPA comenzaron a descender paulatinamente en los años posteriores, cayendo drásticamente el 20 de marzo a \$15.597, producto de la pandemia del COVID-19. En los últimos meses este índice muestra una recuperación, llegando a valores cercanos a los \$25.000 durante marzo de 2021.

Gráfico 5: Retornos de Andina-A, Andina-B y el IGPA



Fuente: Elaboración Propia.

En la gráfica anterior, se muestran los retornos de las series ANDINA-A, ANDINA-B y el IGPA, donde se observa que durante los primeros 3 años los retornos de Andina sufrieron de alta fluctuaciones, mientras que el IGPA se mantuvo con oscilaciones menores. Por otro lado, se aprecia un periodo de alta volatilidad durante marzo de 2020, con fuerte caídas en los retornos, tanto para el índice IGPA como para ambas series de Andina.

A través de los retornos obtenidos, se calculan los rendimientos históricos de los últimos dos años (104 retornos semanales) para la serie B y se estiman por MCO los Betas de las Acción. Se utiliza solo la acción ANDINA-B ya que tiene 100% de presencia bursátil, además que fue la serie con la cual se calculó el patrimonio económico de la compañía.

Se utiliza el modelo de mercado que se detalla a continuación:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Donde: R_{it} es el retorno observado de la acción de Andina-B, α es la intercepción de la regresión, R_{mt} es el retorno observado del portafolio de mercado, que en este caso corresponde al IGPA y ε_{it} es el término de error.

A continuación, se muestran los resultados de los Betas de la acción obtenidos para la serie B desde marzo de 2017 a marzo 2021.

Cuadro 34: Beta de la Acción para ANDINA-B

	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20	mar-21
Beta de la Acción Andina-B	1,31	0,73	0,66	0,86	0,73
P-value (significancia)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%
R ²	0,19	0,18	0,16	0,39	0,43

Fuente: Elaboración Propia.

A partir de la información presentada se puede apreciar que el Beta de la acción Andina-B para marzo de 2021 es equivalente a 0,73, este es ajustado mediante la ecuación de Blume obteniendo un Beta de la Acción de 0,82

$$\beta^{Ajustado} = 0,33 + 0,67 \cdot \beta^{MCO}$$

$$\beta^{Ajustado} = 0,33 + 0,67 \cdot 0,73$$

$$\beta^{Ajustado} = 0,82$$

6.1.4 Beta Patrimonial Sin Deuda

En base a la fórmula de Rubinstein para calcular un Beta Patrimonial con Deuda, se despeja el Beta Patrimonial Sin Deuda para desapalancar el Beta calculado con el modelo de mercado. Para ello, se utiliza la tasa de impuesto promedio (t_c) de los dos últimos años, la cuales se muestran en el siguiente cuadro:

Cuadro 35: Tasa de impuesto en cada país

País	2017	2018	2019	2020	mar-21
Chile	26%	27%	27%	27%	27%
Brasil	34%	34%	34%	34%	34%
Argentina	35%	30%	30%	30%	30%
Paraguay	10%	10%	10%	10%	10%

Fuente: Elaboración Propia.

Si bien, la compañía tiene distintas tasas de impuestos a las ganancias dependiendo del país en que opere, Embotelladora Andina al tener sus principales filiales en Chile, y presentar sus Estados Financieros Consolidados en pesos chilenos, se decide utilizar el promedio de la carga impositiva de Chile de los últimos dos años, el cual es equivalente al 27%. De esta manera, los datos son consistentes con el periodo de tiempo utilizado para obtener el Beta de la acción.

Los datos necesarios para obtener el Beta patrimonial sin deuda de Embotelladora Andina se muestran a continuación:

Datos	
Beta de la Deuda (Bb)	0,38
Beta Patrimonial con deuda ($B_p^{C/D}$)	0,82
Razón Deuda-Patrimonio (B/P)	0,48
Tasa de impuestos (t_c)	27%

El cuadro anterior, muestra el Beta de la deuda (Bb) de 0,38, el cual fue obtenida en la sección 6.1.2, el Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$) de 0,82, que corresponde al Beta ajustado por la ecuación de Blume obtenida en el apartado 6.1.3 y la razón de Deuda-Patrimonio (B/P) de corto plazo 0,48 que corresponde a la media armónica de los 3 últimos años, desarrollada en el punto 5.4.

A continuación, se presenta la fórmula de Rubinstein y los cálculos necesarios para desapalancar el Beta obtenido a través del modelo de mercado, el cual entrega un Beta Patrimonial Sin Deuda para Embotelladora Andina de 0,71

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

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

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0,82 + (1 - 0,27) \cdot 0,38 \cdot 0,48}{1 + (1 - 0,27) \cdot 0,48}$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,71$$

6.1.5 Beta Patrimonial Con Deuda

Para el cálculo del Beta Patrimonial Con Deuda se apalanca el Beta Patrimonial Sin Deuda con la estructura de capital objetivo de la compañía, utilizando la tasa de impuesto equivalente al 27% y la Razón Deuda-Patrimonio de largo plazo equivalente a 0,39. Este último ratio corresponde a la media armónica de los últimos 5 trimestres, obtenida en el apartado 5.4.

A continuación, se detallan los datos y el cálculo realizado para obtener el Beta Patrimonial Con Deuda, el cual corresponde a 0,80.

Datos	
Beta de la Deuda (Bb)	0,38
Beta Patrimonial Sin Deuda ($B_p^{S/D}$)	0,71
Razón Deuda-Patrimonio (B/P)	0,39
Tasa de impuesto (T_c)	27%

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

$$\beta_p^{C/D} = [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,39] \cdot 0,71 - (1 - 0,27) \cdot 0,39 \cdot 0,38$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,80$$

6.1.6 Costo Patrimonial

Para el cálculo del Costo Patrimonial, se utiliza el Beta Patrimonial Con Deuda (0,80), ya que incluye la estructura de capital objetivo de largo plazo de la empresa, la tasa libre de riesgo de 1,47% que corresponde a la tasa de un bono BCU-30 al 31 de marzo de 2021 y el premio por riesgo de Chile al 31 de marzo de 2021.

Datos	
Beta Patrimonial Con Deuda ($B_p^{C/D}$)	0,80
Tasa libre de riesgo (R_f)	1,47 %
Premio por riesgo (PRM)	6,23%

A continuación, se presenta el desarrollo del cálculo utilizado para obtener el Costo Patrimonial (k_p) de Coca-Cola Andina al 31 de marzo de 2021, el cual corresponde a 6,5%.

$$k_p = r_f + B_p \cdot PRM$$

$$k_p = 1,47\% + 0,80 \cdot 6,23\%$$

$$k_p = 6,5\%$$

6.2 Estimación de Costo de Capital

Para la estimación del costo de capital de Embotelladora Andina, se utilizaron los siguientes supuestos que fueron desarrollados en secciones anteriores.

Datos	
Razón Deuda-Valor Empresa (B/V)	0,28
Razón Patrimonio-Valor Empresa (P/V)	0,72
Costo Patrimonial (K_p)	6,5%
Costo de la Deuda (K_b)	3,83%
Tasa de impuestos (T_c)	27%

La Razón Deuda-Valor empresa (B/V) de 0,28 y el Patrimonio-Valor empresa (P/V) de 0,72, corresponden a la media armónica de los últimos 5 años obtenida en la sección 5.4, mientras que el Costo de la deuda corresponde al valor calculado en la sección 6.1.1 del informe.

De esta forma, el Costo de Capital de Embotelladora Andina al 31 de marzo de 2021 corresponde a 5,5%. Esta tasa que se utilizará posteriormente para descontar los flujos futuros de la compañía.

A continuación, se detalla la fórmula del Costo Promedio Ponderado ($WACC$) y su respectivo desarrollo para obtener el Costo de Capital (k_0).

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

$$k_0 = 6,5\% \cdot 0,72 + 3,83\% \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,28$$

$$k_0 = 5,5\%$$

7. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

En esta sección, se analiza las tasas de crecimiento de las ventas de la empresa e industria, desagregadas por región. El análisis comprende el periodo desde el 2016 a marzo de 2021. Además, se analizarán datos de la industria y estimaciones de crecimiento de fuentes externas, de manera de entender la dinámica de la industria y el potencial futuro de la compañía.

7.1 Análisis de Crecimiento de las Ventas Netas

En el siguiente cuadro, se analiza la evolución de las ventas netas de la compañía y las tasas de crecimiento respecto al periodo anterior desde el 2016 a marzo de 2021.

Cuadro 36: Evolución de las ventas netas (en miles de UF)

	2016	2017	2018	2019	2020	mar-20	mar-21
Ingresos de actividades ordinarias	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	17.645	17.316
Crecimiento (%)		2,3%	-12,0%	3,5%	-7,0%		-1,9%

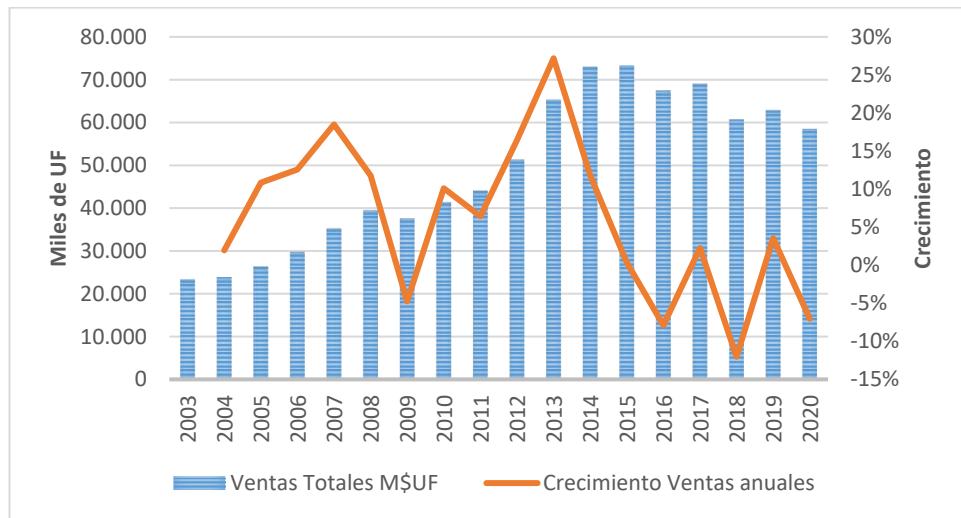
Fuente: Elaboración Propia. Datos: EE.RR.

En base al cuadro 36, Embotelladora Andina ha presentado una inestabilidad en sus ingresos por ventas. En el año 2017 tuvo un crecimiento de 2,3% mientras que en el 2018 las ventas cayeron en un 12%. Este hecho se debió principalmente a la recesión que sufrió Argentina durante ese año, país que comprende el 30% de las ventas totales de la compañía.

Luego, a partir del 2019, la empresa vuelve a recuperar las ventas netas, creciendo a una tasa del 3,5%. Sin embargo, en el 2020 sufrió nuevamente una caída del 7%, la cual se explica principalmente por la pandemia COVID.19. Así mismo, en marzo de 2021, las ventas continúan esta tendencia descendente, disminuyendo en 1,9% respecto al mismo periodo anterior.

Dado el panorama inestable de la compañía durante periodo analizado, resulta necesario analizar la evolución de las ventas para un periodo más prolongado, de manera de evaluar con mayor perspectiva el comportamiento que ha tenido los ingresos por ventas de la compañía.

Gráfico 6: Ventas netas y crecimiento consolidados



Fuente: Elaboración Propia.

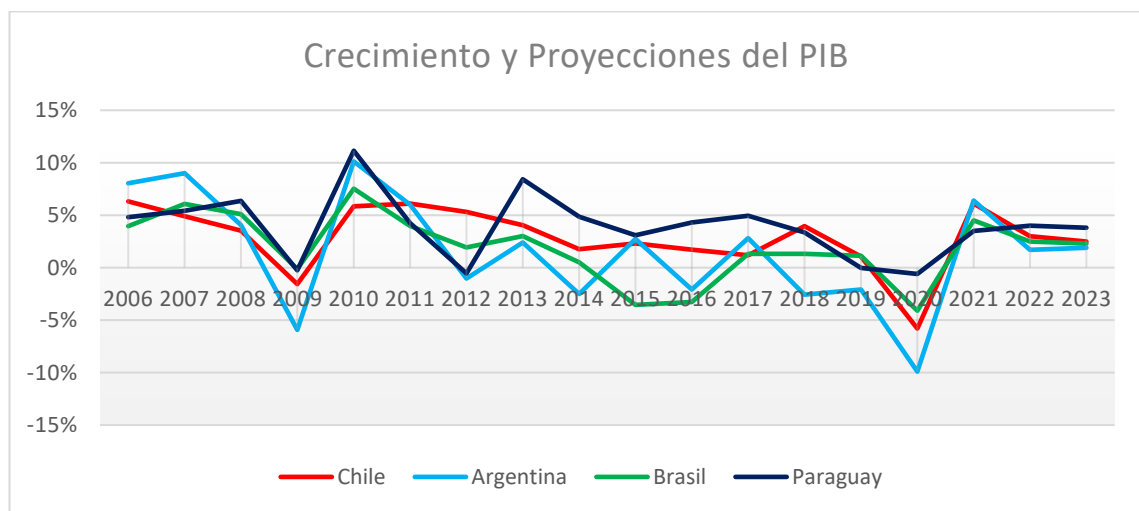
El gráfico 6 muestra las ventas totales y el crecimiento anual desde el año 2003 hasta el 2020, en ella se puede observar que la compañía tuvo una fuerte contracción de ingresos durante los años 2008 y 2009, en gran medida consecuencia de la crisis económica del 2008 (crisis sub prime). Posteriormente, experimentó una recuperación hasta el año 2015, para luego caer en intermitencias en sus ingresos por ventas, con caídas durante el año 2016, 2018 y 2020. Estas se explican principalmente por factores macroeconómicos que afectaron negativamente a las economías de Brasil y Argentina durante ese periodo,

Considerando lo anterior, es posible deducir que el crecimiento y rentabilidad de la compañía depende de las condiciones económicas de los países en que opera. De esta manera, frente a ciclos

contractivos de las economías se deteriora la demanda de bebestibles y gaseosas, mientras que, frente a ciclos expansivos ésta se vería favorecida.

En la siguiente gráfica, se observa el crecimiento y las proyecciones del PIB de Chile, Argentina, Brasil y Paraguay hasta el 2023 según el Banco Mundial.

Gráfico 7: Crecimiento y Proyecciones anuales del PIB por País



Fuente: Elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

El gráfico 7, confirma la correlación existente entre los ingresos de la compañía y las condiciones económicas prevalecientes en cada región donde opera. Ejemplo de ello, es la inestabilidad económica que ha sufrido Argentina y Brasil en la última década, que explican, en cierta medida la variación de los ingresos de la compañía de los últimos años.

Considerando que el directorio de la compañía define los segmentos por carácter geográfico para la toma de decisiones estratégicas, es necesario analizar el crecimiento de las ventas netas desagregada por región.

7.1.1 Crecimiento de las ventas netas por Región

En el siguiente cuadro, se muestra el promedio de las ventas netas y la proporción que representa Chile, Argentina, Brasil y Paraguay en el total consolidado desde el año 2016 al 2020.

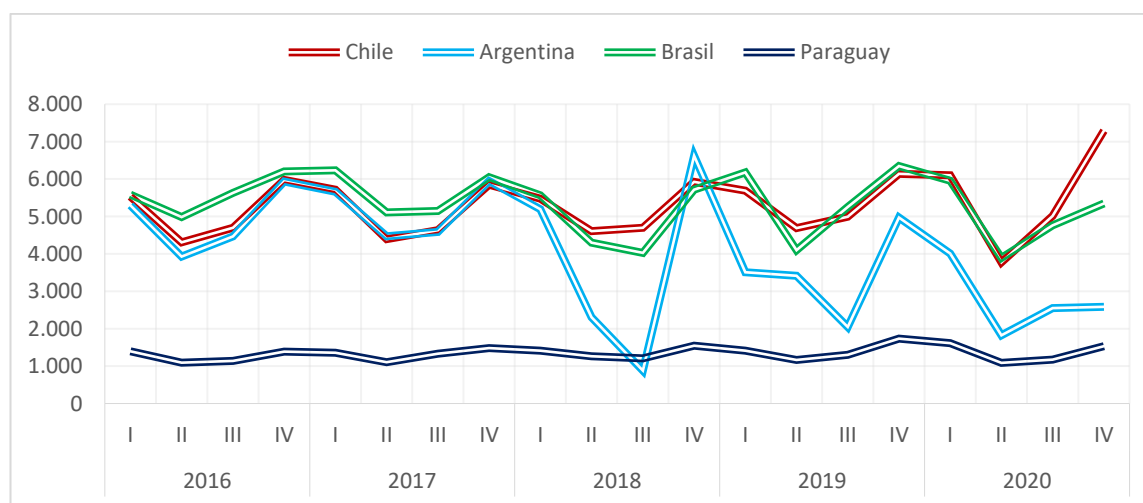
Cuadro 37: Promedio Ventas Netas y proporción por Región (en miles de UF)

	Operación Chile	Operación Argentina	Operación Brasil	Operación Paraguay	Eliminaciones interpaíses	Total Consolidado
Ventas Netas	21.249	15.144	20.993	5.429	-80	62.735
Proporción (%)	34%	24%	33%	9%	0%	100%

Fuente: Elaboración Propia.

A nivel general se puede apreciar que la compañía promedió ingresos por ventas de 62,7 millones de UF en los últimos 5 años. Estas ventas se encuentran distribuidas principalmente en tres países, Argentina, Chile y Brasil, que representan el 91% de las ventas totales, mientras que Paraguay comprende el mercado restante.

Gráfico 8: Evolución de las Ventas Trimestrales por Región

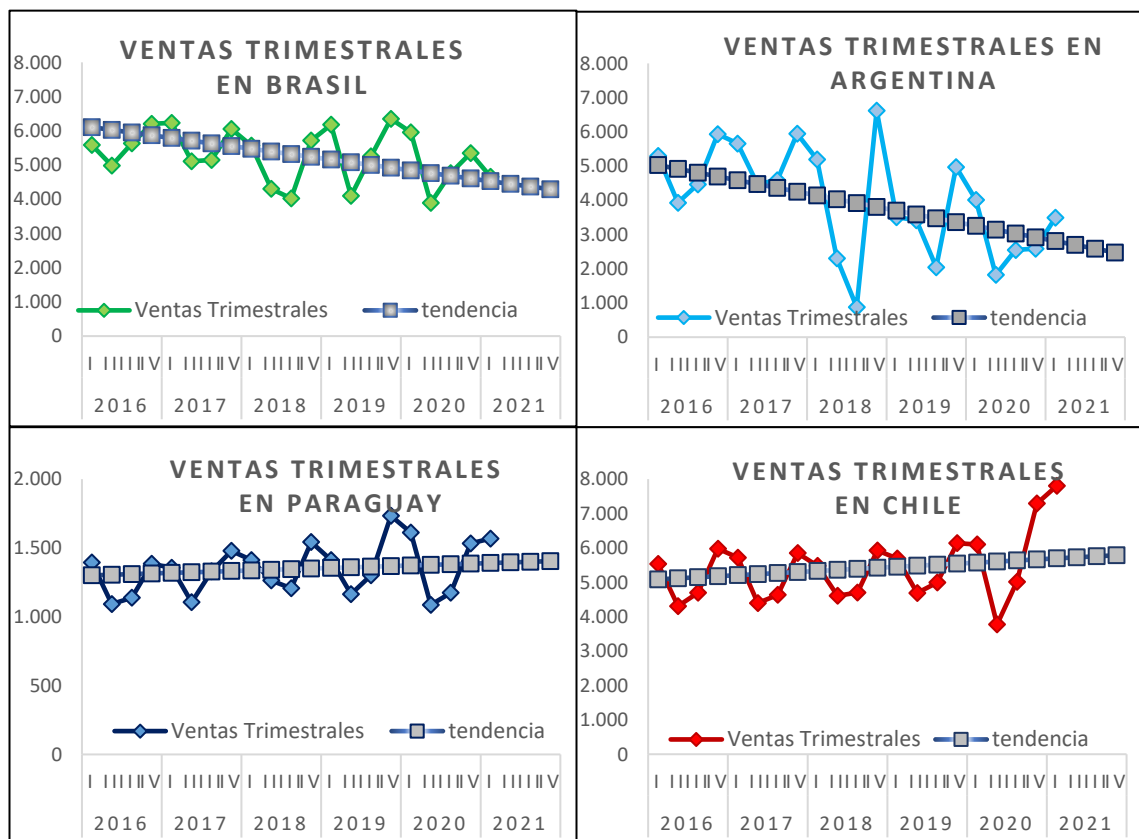


Fuente: Elaboración Propia.

La evolución de las ventas trimestrales presentada en el gráfico 8, revela que el mercado chileno y brasileño presentan un comportamiento muy similar, con ventas trimestrales promedios que van desde los M\$UF 4.000 a los M\$UF 6.000 durante el periodo.

Por otro lado, se observa que el mercado argentino siguió una tendencia muy parecida a la de Chile y Brasil desde el 2016 hasta el primer trimestre del 2018, sin embargo, a partir del segundo y tercer trimestre de este último año, las ventas en Argentina cayeron en torno al 48% y 81% respectivamente. Si bien, posteriormente, se observa una recuperación, las operaciones en Argentina se volvió un mercado muy inestable para la compañía.

Gráfico 9: Ventas Trimestrales y Tendencia por Región (miles de UF)



Fuente: Elaboración propia.

Además, se analiza la tendencia de las ventas trimestrales en cada país, graficando las ventas netas percibida por la empresa desde el 2016 a marzo de 2021. En ella, se observa que los mercados de Paraguay y Chile tienen una tendencia positiva en sus ventas, mientras que los mercados de Brasil y de Argentina, se caracterizan por tener una tendencia descendente a lo largo del periodo.

Otro punto importante es que, durante el año 2020, en los cuatro países se generó una disminución en las ventas netas producto de la pandemia, particularmente en el segundo trimestre del 2020. En Argentina las ventas cayeron cerca del 47%, en Chile la caída fue del 20%, mientras que Brasil y Paraguay sufrieron un descenso del 5% y 7% respectivamente. Posteriormente, se observa una recuperación de las ventas y particularmente en Chile que logró alcanzar ventas trimestrales por sobre el promedio histórico.

El caso de Chile se explica principalmente por la incorporación de las cervezas como parte de su portafolio, gracias al acuerdo con la empresa AB InBev durante el 2020. Además, esto estuvo acompañado de una buena gestión de precios y un efectivo control de costos en este país, según reportes presentados por la empresa.

7.2 Análisis de Crecimiento del Volumen de Ventas

El volumen de ventas de la compañía es otra forma de medir el crecimiento real de las ventas de la compañía, la cual permite limpiar las variaciones de precios e inflación imperantes en cada uno de los países en que opera la compañía.

Embotelladora Andina mide sus volúmenes en cajas unitarias, que corresponde a 192 onzas de productos bebestibles terminados 24 porciones de 8 onzas, equivalentes a 5,69 litros.

A continuación, se presenta un cuadro que revela el volumen de ventas y su crecimiento respecto al año anterior desde el 2016 al 2020.

Cuadro 38: Volumen de Ventas en millones de cajas unitarias (MM CU)

	2016	2017	2018	2019	2020
Volumen de Ventas	779,1	768,4	759,4	745,7	734,5
Crecimiento (%)		-1,4%	-1,2%	-1,8%	-1,5%

Fuente: Elaboración Propia.

El cuadro 38 muestra que el volumen de ventas de Embotelladora Andina tiene una clara tendencia a la baja. En el año 2016 la compañía vendía 779 millones de cajas unitarias (MM CU), mientras que, en el año 2020, las ventas cayeron a 735 MM CU, es decir, una caída acumulada de las ventas cercana al 5,7%.

Tal como se realizó para las ventas netas, es relevante poder analizar el comportamiento del volumen de ventas por región.

7.2.1 Crecimiento del volumen de ventas por Región

A continuación, se detalla el volumen de ventas promedio en millones de cajas unitarias (MM CU) y la proporción que representa en cada país, desde el año 2016 al 2020.

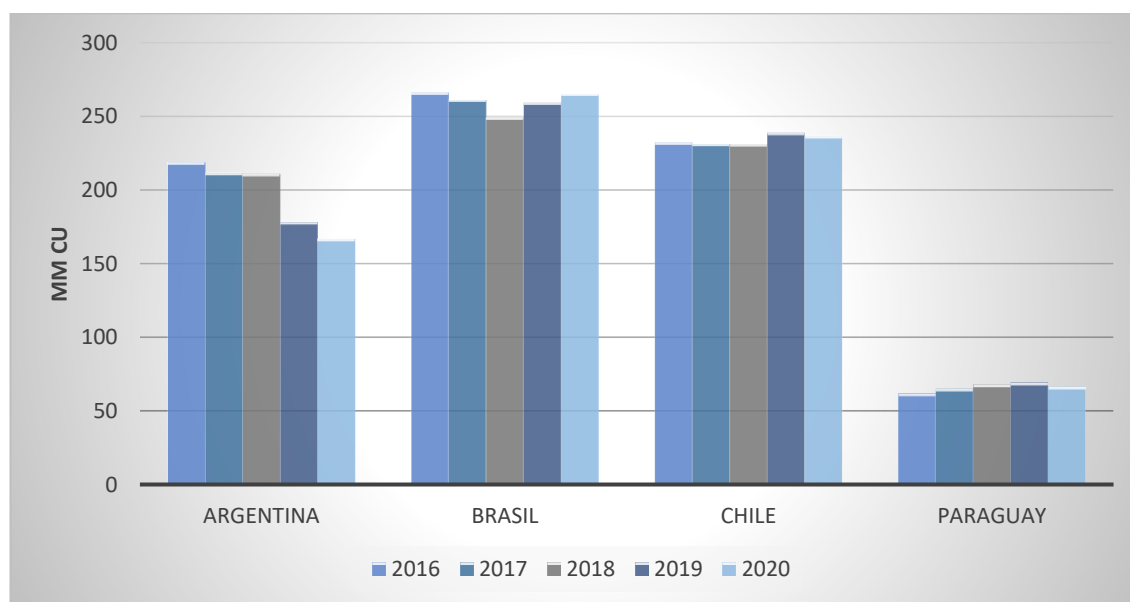
Cuadro 39: Volumen de Ventas promedio por Región (en millones de cajas unitarias)

	Operación Chile	Operación Argentina	Operación Brasil	Operación Paraguay	Volumen Total
Volumen de Ventas	234	192	259	67	752
Proporción (%)	31%	26%	34%	9%	100%

Fuente: Elaboración Propia. Datos: Memorias Anuales.

En base al cuadro 39, se puede apreciar una proporción muy similar a las ventas netas, en el cual Chile, Argentina y Brasil muestran volumen de ventas relativamente similares, representando el 91% del volumen total, mientras que Paraguay representa el 9% restante.

Gráfico 10: Evolución del volumen de ventas por Región (en millones de cajas unitarias)



Fuente: Elaboración Propia. Datos: Memorias Anuales.

La evolución del volumen de ventas por región revela para Argentina una tendencia hacia la baja, mientras que en el mercado brasileño el comportamiento es de recuperación a partir del 2018. Los volúmenes en Chile se destacan por ser estables, aumentando levemente en los últimos dos años, así mismo, en Paraguay las ventas han tenido una tendencia al alza, aunque moderada en comparación con los otros mercados.

Cuadro 40: Crecimiento histórico del Volumen de Ventas por Región

Crecimiento Volumen de Ventas	2017	2018	2019	2020	Promedio
Argentina	-3,4%	-4,5%	-11,7%	-6,5%	-6,5%
Brasil	-6,5%	0,1%	4,1%	2,2%	0,0%
Chile	-0,5%	0,2%	3,5%	-1,4%	0,5%
Paraguay	4,8%	4,9%	1,6%	-4,2%	1,8%

Fuente: Elaboración propia.

Además, en base al cuadro presentado anteriormente, se observan las tasas de crecimiento del volumen de ventas, el cual muestra que en Argentina el promedio de volumen de ventas entre el 2017 y 2020 es de -6,5%, por otro lado, Brasil ha mantenido un crecimiento nulo, dado que la caída de sus ventas en el año 2017 y 2018 fueron recuperadas en los 2 años siguientes. Chile y Paraguay muestran crecimiento promedio en torno al 0,5% y 1,8% respectivamente.

Adicionalmente, se desglosa los volúmenes de ventas por la línea de negocio, analizando el comportamiento de las ventas en el mercado de las Gaseosas, de las Aguas, de los Jugos y otros productos no alcohólicos y las Cervezas y otros productos alcohólicos.

Cuadro 41: Evolución del volumen de ventas por región y línea de negocio

	2016	2017	2018	2019	2020	Proporción Promedio
Producción Argentina						
Ventas (MMCUs)	218,8	211,4	201,9	178,2	166,7	100%
Gaseosas	183,2	174,4	167	149,5	145,2	84%
Aguas	25,9	26,1	23,2	18,9	12	10%
Jugos y otros no alcohólicos	9,7	10,9	11,7	9,9	9,5	6%
Cervezas y otros alcohólicos	-	-	-	0,0	0,0	-
Producción Brasil						
Ventas (MMCUs)	266,1	248,9	249,2	259,3	265,1	100%
Gaseosas	216,2	201,7	201,5	206,8	205,5	80%
Aguas	6,6	6	7,7	11,5	17,9	4%
Jugos y otros no alcohólicos	26,4	22,2	24	22,3	18,8	9%
Cervezas y otros alcohólicos	16,9	19	16	18,7	23	7%
Producción Chile						
Ventas (MMCUs)	232,2	231	231,4	239,6	236,3	100%
Gaseosas	161,3	157,7	154,7	158,2	153,8	67%
Aguas	36,5	39	40,5	44,6	41,1	18%
Jugos y otros no alcohólicos	34,4	34,3	36	36,1	33,9	15%
Cervezas y otros alcohólicos	-	-	0,2	0,6	7,5	1%
Producción Paraguay						
Ventas (MMCUs)	62	65	68,2	69,3	66,4	100%
Gaseosas	52,6	54,1	56,1	56,2	55,1	82%
Aguas	5,9	6,6	7	7,9	6,5	10%
Jugos y otros no alcohólicos	3,5	4,3	5	5,2	4,8	7%
Cervezas y otros alcohólicos	-	-	-	-	-	-
Volumen	779,1	756,3	750,7	746,4	734,6	

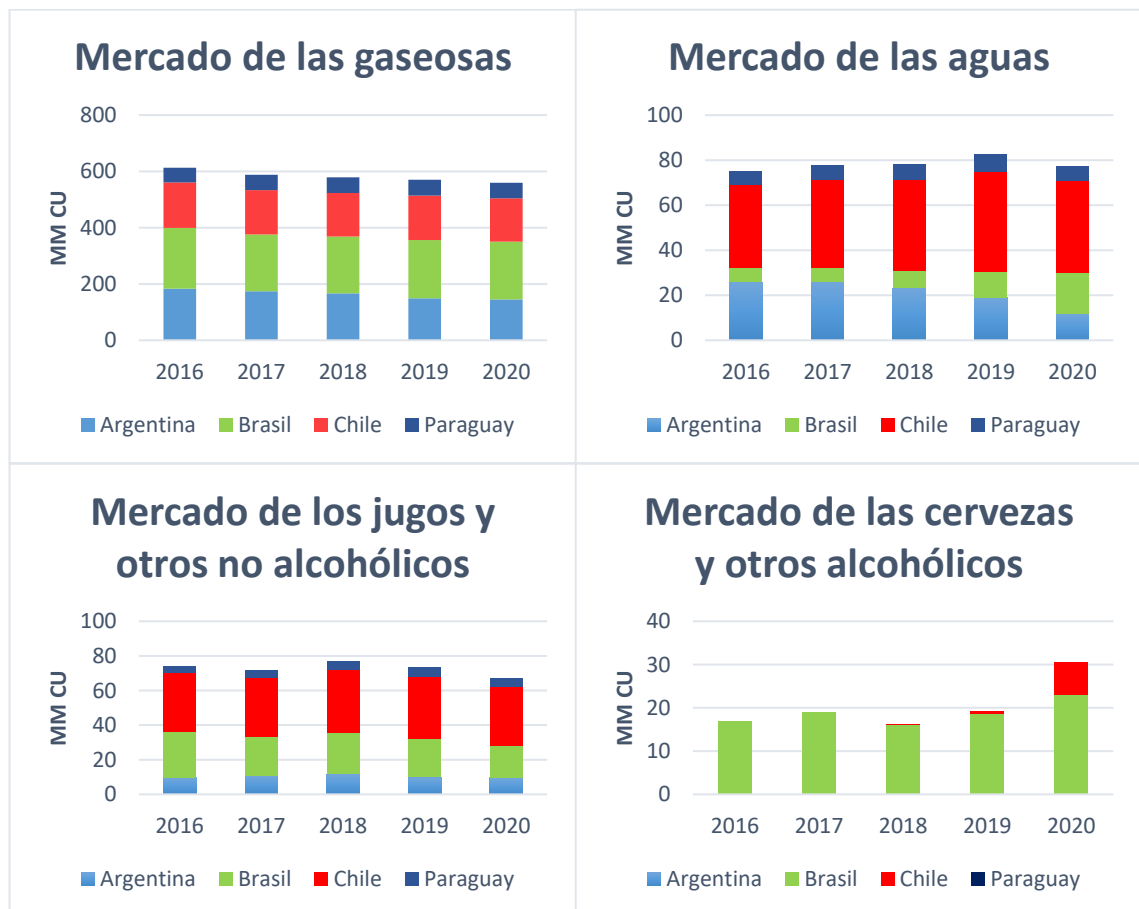
Fuente: Elaboración Propia. Datos: Memorias Anuales.

El mercado de las gaseosas es la línea de negocio con la mayor proporción del volumen de ventas, representando el 78% promedio, en segundo lugar, se encuentran las aguas con el 11%, mientras que los jugos y las cervezas representan el 9% y 4% respectivamente.

Si bien, las gaseosas representan la mayor proporción de las ventas, esta línea de negocio ha tenido una tendencia a la baja desde el 2016 al 2020 en Chile, Argentina y Brasil, aunque mayor en estos últimos dos países.

El mercado de los jugos y otros productos no alcohólicos se ha mantenido en un rango de 60-80 millones de cajas unitarias vendidas en los últimos cinco años, con una leve tendencia a la baja en Chile y Brasil, países que concentran la mayor cantidad de ventas de esta línea de negocio.

Gráfico 11: Evolución del volumen de ventas por región y línea de negocio



Fuente: Elaboración Propia.

Por otro lado, el mercado de las cervezas y otros productos alcohólicos es relativamente nuevo para Embotelladora Andina, ya que sólo se encuentra consolidado en Brasil con un promedio de ventas cercano a los 19 MM CU. En Chile, este mercado es mucho más pequeño, aunque con altas expectativas de crecimiento, ya que producto del acuerdo de distribución con la empresa AB InBev a mediados del 2020, las ventas de cervezas alcanzaron, sólo en el segundo semestre de ese año, un volumen de ventas equivalente a 7,5 MM CU.

Un hecho a destacar es que, durante el 2020, todas las líneas de negocios sufrieron una disminución de sus ventas, a excepción de las cervezas y otros productos alcohólicos que incrementaron sus volúmenes de ventas tanto en Chile como en Brasil.

Finalmente, se analiza el porcentaje de distribución del EBITDA para cada país, de manera de tener otro indicador que ayude a evaluar de mejor manera la salud financiera de la empresa.

Cuadro 42: Porcentaje de distribución del EBITDA anual

	2016	2017	2018	2019	2020
Argentina	23%	23%	19%	16%	14%
Brasil	31%	32%	33%	34%	33%
Chile	35%	34%	38%	38%	40%
Paraguay	11%	11%	12%	12%	14%

Fuente: Elaboración propia. Datos: Memorias Anuales.

El cuadro 42, revela que el mercado argentino, para los años 2016 y 2017, representó el 23% del EBITDA anual de la compañía, sin embargo, producto de la recesión sufrida en el 2018, la proporción comenzó a decaer ponderando en el 2020 sólo el 14%. Por otro lado, Brasil y Chile se han mantenido por sobre el 30%, llegando a ponderar, en el 2020, el 33% y 40% respectivamente.

Por último, Paraguay, desde el 2016 al 2019, mantuvo un porcentaje del EBITDA en torno al 11% y 12%, mientras que, en el 2020, la ponderación de esta región en la compañía aumentó a 14%.

De esta forma, Coca-Cola Andina, desde el 2016 al 2020, ha evidenciado incrementos en el porcentaje que representa el EBITDA tanto en Chile como en Paraguay, mientras que Argentina y Brasil han sufrido pérdidas en sus ponderaciones. Estas conclusiones son consistentes con el análisis de las ventas netas y volúmenes de ventas desagregadas por región realizadas en secciones anteriores.

7.3 Análisis de Crecimiento de la industria

Para determinar las tasas de crecimiento reales de la industria, se recogen datos de la plataforma de Euromonitor para cada línea de negocio presente en cada país. Se utilizó como medida los volúmenes de ventas de la industria en millones de litros, dado que es una medida más real del comportamiento de la industria durante los últimos 4 años.

El cuadro 43, muestra el crecimiento histórico de la industria de bebestible en Argentina, donde se observa que, en promedio, desde el 2017 al 2020, las gaseosas cayeron en -5,1%, los jugos en -7,9%, mientras que las aguas la disminución fue de -1,5%. De esta manera, a lo largo de los 4 años no se observan tasas positivas para el país lo cual repercute en los resultados expuestos para Coca-Cola Andina en esta región.

Cuadro 43: Crecimiento histórico de la industria en Argentina.

Argentina	2017	2018	2019	2020	Promedio
Gaseosas	-0,5%	-5,9%	-9,1%	-4,9%	-5,1%
Agua	-0,1%	-3,4%	-2,1%	-0,4%	-1,5%
Jugos	8,3%	-6,1%	-20,4%	-13,2%	-7,9%

Fuente: Elaboración propia. Datos Euromonitor

En el caso de Brasil, se observan tasas de crecimiento históricas negativas a excepción de las cervezas, promediando un crecimiento del 1,4% durante los últimos 4 años. Las bebidas gaseosas, por otro lado, muestran una caída constante a lo largo del periodo y es la línea de negocio con peor desempeño en este país, promediando una caída en torno al -3,5%.

Los volúmenes de ventas de aguas y los jugos mantenían un comportamiento en alza desde el 2017 al 2019, aunque mayor para las aguas, sin embargo, en el año 2020, la caída fue de -14,1%

para la venta de aguas y -9,2% para la venta de jugos, de manera que el promedio en los último cuatro años fue de -0,3% y -1,4% respectivamente.

Cuadro 44: Crecimiento histórico de la industria en Brasil

Brasil	2017	2018	2019	2020	Promedio
Gaseosas	-4,8%	-2,3%	-0,1%	-6,6%	-3,5%
Agua	4,9%	4,1%	3,9%	-14,1%	-0,3%
Jugos	0,0%	1,6%	2,0%	-9,2%	-1,4%
Cervezas	-1,7%	-1,5%	3,5%	5,3%	1,4%

Fuente: Elaboración propia. Datos Euromonitor

En Chile la industria se comportó de manera dispar para las distintas líneas de negocios, por un lado, las bebidas gaseosas tuvieron una tendencia a la baja a excepción del año 2019, promediando en los últimos cuatro años -1,8% y en esta misma línea, los jugos promediaron una caída en torno al -7%. Por otro lado, las cervezas en Chile mantienen una tendencia al alza durante los cuatro años, promediando un crecimiento del 7%, mientras que los jugos tuvieron un crecimiento promedio del 4,4%.

Cuadro 45: Crecimiento histórico de la industria en Chile

Chile	2017	2018	2019	2020	Promedio
Gaseosas	-2,2%	-5,5%	8,5%	-8,1%	-1,8%
Agua	8,0%	8,3%	6,3%	-5,0%	4,4%
Jugos	-8,4%	1,8%	1,2%	-22,6%	-7,0%
Cervezas	7,2%	4,4%	5,5%	10,7%	7,0%

Fuente: Elaboración propia. Datos Euromonitor

Por último, se analiza las tasas de crecimiento históricas de Paraguay donde se observan tasas de crecimiento positivas a lo largo del periodo, aunque fuertes caídas en el año 2020. En este último año, para el caso de la venta de gaseosas cayeron un -11%, por lo que el promedio de los últimos

cuatro años fue de -1,4%, por otro lado, los jugos cayeron en -8,6%, llegando a un promedio de -0,4% y en el caso de los volúmenes de ventas de aguas, tuvieron un crecimiento durante todo el periodo, promediando una tasa de crecimiento del 8%.

Cuadro 46: Crecimiento histórico de la industria en Paraguay

Paraguay	2017	2018	2019	2020	Promedio
Gaseosas	3,2%	1,0%	1,2%	-11,0%	-1,4%
Agua	18,8%	3,9%	4,0%	5,4%	8,0%
Jugos	3,6%	1,9%	1,7%	-8,6%	-0,4%

Fuente: Elaboración propia. Datos Euromonitor

De esta manera, se concluye que el crecimiento de la industria en cada región y línea de negocio ha sido dispar para cada país. A modo general, se observan que, en Brasil y Argentina, los volúmenes de ventas tuvieron una tendencia negativa desde el 2017 al 2020, mientras que, en Chile y Paraguay, las mayores caídas se observan solo en el año 2020, dada la crisis sanitaria.

Por otro lado, las cervezas es el segmento con el de mejor desempeño evidenciando incrementos tanto en Chile como Brasil, seguido por las ventas de aguas, con crecimientos tanto en Chile como Paraguay. En tercer y cuarto lugar se encuentran las gaseosas y los jugos respectivamente.

Dado el análisis presentado, se advierte un escenario difícil para la industria de bebestibles a nivel latinoamericano. Se evidencia un contexto sanitario, político y económico dispar para los países en que opera, lo cual genera incertidumbre respecto al futuro de las ventas.

7.4 Perspectivas de crecimiento de la industria

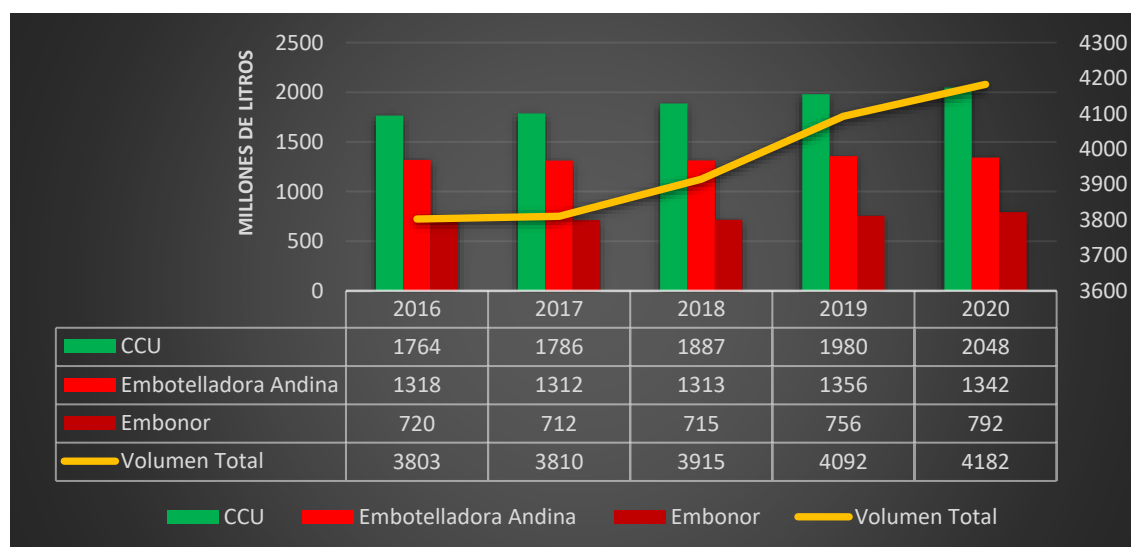
A continuación, se llevará a cabo un análisis de los volúmenes de ventas que se proyectan para la industria en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay clasificando por línea de negocios, de manera de tener las perspectivas de crecimiento más consistentes con las de la compañía a valorizar.

Además, se incorporarán datos históricos de las empresas comparables en Chile, Argentina y Brasil de manera de evaluar la tendencia de la industria en cada país.

7.4.1 Perspectivas de crecimiento de la industria en Chile

Si se consideran los volúmenes de ventas históricos de las empresas comparables en Chile se observa que la industria de bebestible en Chile ha tenido una tendencia alcista, creciendo de 3.803 a 4.182 millones de litros desde el 2016 al 2020, es decir, un crecimiento acumulado del 10%. Para determinar esta tasa, se consideraron los volúmenes de ventas que reporta Embotelladora Andina, Embonor y CCU en sus respectivos informes financieros.

Gráfico 12: Volumen de ventas totales en Chile (en millones de litros)



Fuente: Elaboración Propia. Datos: Memorias Anuales.

Esta alza en las ventas se explica principalmente por el aumento en 284 millones de ventas de CCU durante el periodo, mientras que Embonor y Embotelladora Andina, crecieron en 72 y 23 millones de litros respectivamente.

En esta misma línea, las proyecciones de Euromonitor para la industria clasificada por líneas de negocios prevén que para el año 2021 y 2022 uno de los mercados de mayor crecimiento será los jugos, con un incremento del 29% y 22% respectivamente. Luego, caerán a un crecimiento 0,5% y tasas negativas en el 2024 y 2025. En segundo lugar, se encuentra el mercado de las aguas, proyectando un crecimiento del 17,5% para el año 2021, mientras que en el 2022 y 2023 crecería en 2,7% y 2,9% respectivamente.

Las gaseosas en Chile se aumentarían en un 16,7% en el 2021, mientras que, para los próximos años, se prevén tasas negativas, mientras que el mercado de las cervezas crecería un 11,7% en el 2021, cayendo en -4,5% en el 2022, para luego estabilizarse en un crecimiento cercano al 3,3% para los próximos años.

Cuadro 47: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Chile

Chile	2021	2022	2023	2024	2025
Gaseosas	16,7%	-3,6%	-0,4%	-0,5%	-0,3%
Agua	17,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,5%
Jugos	28,9%	22,4%	0,5%	-1,9%	-3,8%
Cervezas	11,7%	-4,5%	3,8%	3,3%	2,9%

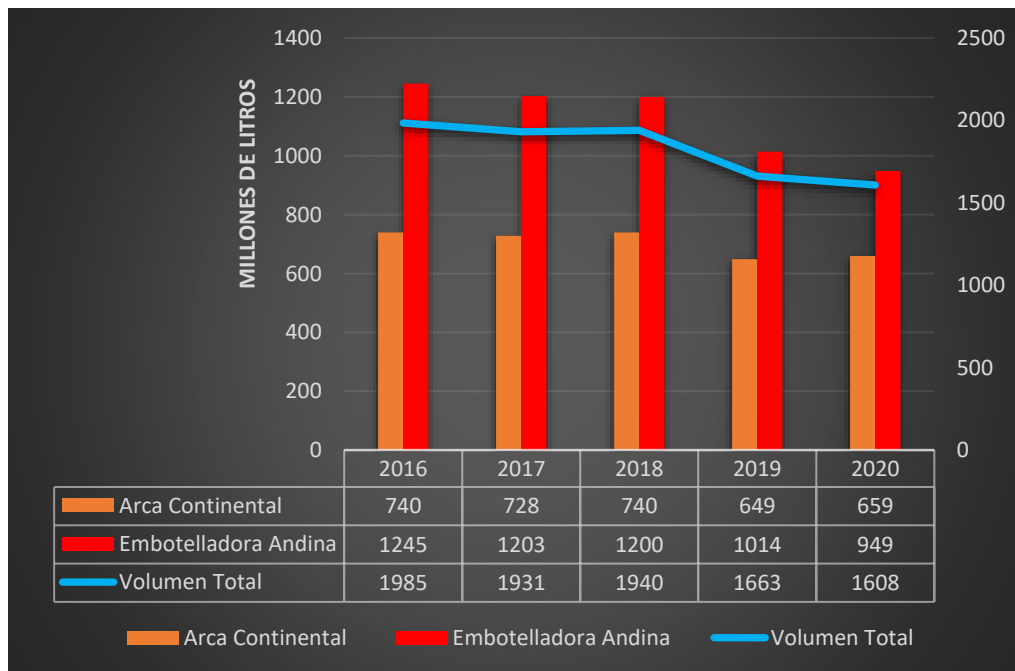
Fuente: Elaboración propia. Datos: Euromonitor.

7.4.2 Crecimiento de la industria en Argentina

Las ventas en Argentina tienen una tendencia negativa, cayendo de 1.985 millones de litros en el 2016 a 1.608 millones de litros en el 2020, es decir, una disminución en torno al 19%. Durante el periodo, además se observa, una caída abrupta en los volúmenes de ventas durante el 2019, la cual se explica principalmente por la recesión y la inestabilidad económica iniciada en el año 2018.

Las empresas que contribuyen a la disminución de los volúmenes ventas en Argentina durante el periodo 2016-2020 son Embotelladora Andina (-296 millones de litros) y la empresa mexicana Arca Continental (-81 millones de litros) tal como se muestra en el siguiente gráfico.

Gráfico 13: Volumen de ventas totales en Argentina



Fuente: Elaboración Propia. Datos: Memorias Anuales.

Cabe destacar que, si bien CCU tiene operaciones en Argentina, en sus reportes no cuenta con el desglose del volumen de ventas por país, solo cuenta con datos para Chile y para sus negocios internacionales, entre los cuales se encuentra Argentina junto a Uruguay, Paraguay y Bolivia. Por tanto, no fue considerado para este análisis.

Las proyecciones de Euromonitor, para el año 2021, sugieren un crecimiento del 4,2% para los jugos, aumentando a 7,6% en el año 2022 y cayendo a tasas cercanas al 1% para los siguientes años. El mercado de las gaseosas también tiene una proyección positiva, aunque más baja que los jugos de 2,4% y 3% en el año 2021 y 2022 respectivamente. Sin embargo, en los años siguientes se prevén caídas en las ventas en torno al 3%.

Por otro lado, en el mercado de las aguas, será la única línea de negocio en donde se esperan tasas negativas para los próximos 5 años, entre -3,5% y -1,5%.

Cuadro 48: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Argentina

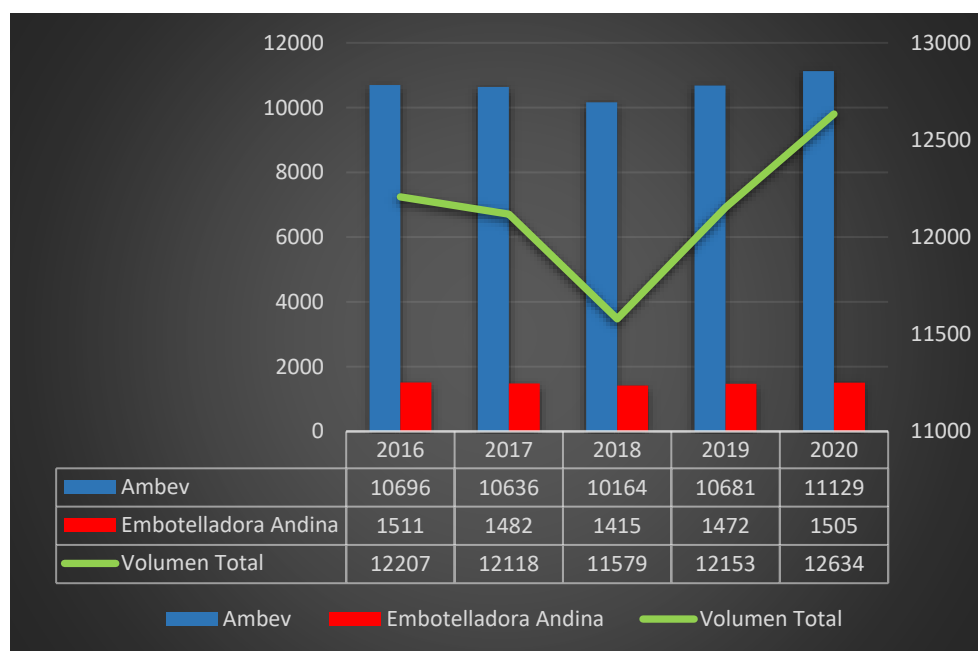
Argentina	2021	2022	2023	2024	2025
Gaseosas	2,4%	3,0%	-2,1%	-2,9%	-3,4%
Agua	-1,9%	-1,5%	-2,1%	-2,7%	-3,5%
Jugos	4,2%	7,6%	1,6%	0,6%	0,0%

Fuente: Elaboración propia.

7.4.3 Crecimiento de la industria en Brasil

La industria de bebestibles en Brasil muestra un crecimiento acumulado, desde el 2016 al 2020, de 3,5%, evidenciando una fuerte caída en el 2018, año que estuvo marcado por la depreciación del real brasileño y por bajo crecimiento económico que afectó de forma directa a las compañías que operaban en este país.

Gráfico 14: Volumen de ventas totales en Brasil



Fuente: Elaboración Propia. Datos: Reportes Anuales.

Si bien, la compañía Ambev muestra un incremento acumulado en sus volúmenes de ventas de 432 millones de litros desde el 2016 al 2020, esto es contrarrestado por Embotelladora Andina que ha disminuido sus volúmenes de ventas en cerca de 6 millones de litros durante el mismo periodo de tiempo.

De esta forma, el mercado brasileño ha sido un mercado relativamente estable a pesar de los problemas políticos y económicos que ha sufrido este país. Si bien, en el año 2018 se observa una

caída en las ventas, logra una rápida recuperación, e incluso incrementando sus ventas en 33 millones de litros durante el 2020.

Las proyecciones de Euromonitor prevén que el mercado de las Gaseosas crecerá 4,0% el 2021, bajando su crecimiento paulatinamente en los siguientes años, mientras que el mercado de los Jugos crecerá un 7,8% en el 2021, un 4,5% en el 2022 y luego aumentará en torno al 1,5% en los años posteriores.

El mercado de las aguas es la línea de negocios con la más baja proyecciones para el 2021, de 2,3%, aunque en el año 2022 tendría crecimiento en torno al 3,3%. Además, se suma las proyecciones de las cervezas en este país el cual se prevén estables y cercanas al 5% en los próximos dos años, aunque luego se estacarán en torno al 1%.

Cuadro 49: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Brasil

Brasil	2021	2022	2023	2024	2025
Gaseosas	4,0%	1,1%	0,9%	0,0%	-0,5%
Agua	2,3%	3,3%	2,1%	1,3%	1,3%
Jugos	7,8%	4,5%	2,1%	1,1%	0,3%
Cervezas	4,8%	5,2%	1,8%	1,0%	0,1%

Fuente: Elaboración Propia. Datos: Euromonitor.

7.4.4 Crecimiento de la industria en Paraguay

Las proyecciones de Euromonitor para la industria de bebestible en Paraguay prevén que el primer año las gaseosas mantendrán su curso negativo en el año 2021, aunque se espera una recuperación de 6,6% y 3,8% en los años 2022 y 2023 respectivamente. Por otro lado, el mercado que tendrá un mayor crecimiento será el de las aguas, con un incremento del 6% y 5,1% en los años 2021 y 2022 respectivamente, lo cual va en línea con las tasas históricas positivas de este mercado en el país.

Finalmente, se el mercado de los jugos tendría un incremento en los volúmenes de ventas del 2,3% en el año 2021 y cayendo paulatinamente sus tasas de crecimiento en los siguientes 4 años tal como se observa en el cuadro 50.

Cuadro 50: Proyecciones de Euromonitor para la industria en Paraguay

Paraguay	2021	2022	2023	2024	2025
Gaseosas	-1,1%	6,6%	3,8%	3,0%	2,6%
Agua	6,0%	5,1%	3,1%	2,8%	2,6%
Jugos	2,3%	1,4%	1,2%	0,9%	0,6%

Fuente: Elaboración propia. Datos: Euromonitor.

7.5 Análisis de Costos de Operación

Durante el periodo 2016-2020, los Costos de Ventas representaron, en promedio, el 59% de las ventas, manteniendo un rango entre 58% y 60%, con leves incrementos en los últimos dos años. En esa línea, en marzo de 2021, se observa un incremento en la proporción, llegando a representar el 61% de las ventas.

Por otro lado, el Gasto de Administración y Ventas (GAV) representan, en promedio, el 28% de las ventas. Esta cuenta corresponde a los costos de distribución y gastos de administración, entre los que se destaca, el gasto en mano de obra y en publicidad, los cuales se han mantenido relativamente estable durante el periodo.

Cuadro 51: Proporción que representa los Costos de ventas sobre las Ventas Netas

	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-58%	-58%	-58%	-59%	-60%	-61%	-59%
Ganancia bruta	42%	42%	42%	41%	40%	39%	41%
GAV	11%	-29%	-29%	-28%	-26%	-24%	-28%

Fuente: Elaboración Propia. Datos: EE.RR.

El desglose de los costos de operación indica que entre los costos más relevantes para la compañía se encuentran los costos directos de producción, representando el 54%, los gastos por empleados con un 18% y los gastos de transporte y distribución con un 9%.

Los costos directos corresponden a las materias primas que utiliza la compañía, entre ellas se encuentra el agua, concentrados (adquiridos de filiales de The Coca-Cola Company), edulcorantes y materiales de empaque. En esta última categoría, se destaca: la resina, la preformas para la producción de botellas plásticas y la compra de botellas de plásticos terminadas. Esto implicaría

que el desempeño de la compañía podría verse afectado negativamente frente a cualquier interrupción en el suministro de las materias primas y/o aumento significativo de sus precios.

La evolución en los costos directos de producción ha ido en alza, en el 2016 representaban cerca del 50% de los costos operacionales, mientras que en el 2020 representó el 59%. En esa misma tendencia, durante marzo de 2021, estos alcanzaron el 64% del total de costos operacionales. En los reportes de la compañía, atribuyen este incremento al cambio de mix que se dio en Brasil y Chile hacia productos de mayor costo unitario como la cerveza.

Cuadro 52: Proporción que representa los Gastos operacionales del total

	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21	promedio
Costos directos de producción	50%	51%	52%	57%	59%	64%	54%
Gastos por empleados	18%	18%	18%	18%	17%	15%	18%
Gastos de transporte y distribución	10%	10%	9%	9%	9%	10%	9%
Publicidad	3%	2%	1%	2%	0%	-	2%
Depreciación y Amortización	6%	6%	7%	7%	8%	5%	7%
Reparación y mantención	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%
Otros Gastos	11%	11%	10%	5%	5%	5%	8%
Gastos Operacionales	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia.

La evolución del gasto operacionales muestra una tendencia a la baja a partir del 2019, explicada en gran medida por la caída en los gastos de transporte y distribución y la disminución de los gastos por empleados. Los costos de publicidad, depreciación y amortización no muestran mayores cambios durante el periodo.

Cuadro 53: Evolución de los Gastos Operacionales

M\$UF	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21	promedio
Costos directos de producción	29.487	30.430	27.542	31.004	29.665	9.358	29.626
Gastos por empleados	10.942	10.727	9.685	9.648	8.680	2.155	9.936
Gastos de transporte y distribución	5.833	6.096	4.985	4.892	4.358	1.418	5.233
Publicidad	1.517	1.090	629	958	238	-	886
Depreciación y Amortización	3.694	3.700	3.613	3.924	3.816	776	3.749
Reparación y mantención	1.310	1.278	1.020	1.078	893	209	1.116
Otros Gastos	6.572	6.764	5.037	2.939	2.527	709	4.768
Gastos Operacionales	59.355	60.084	52.512	54.442	50.177	14.625	55.314

Fuente: Elaboración propia.

7.6 Análisis de Cuentas No Operacionales

En este apartado se analizan las cuentas no operacionales de la compañía, que corresponden a aquellas que no pertenecen al negocio principal de la empresa. Estas son clasificadas al final de la sección según el carácter de recurrencia en la compañía.

Se clasifica como “recurrente” a las transacciones que no forman parte del negocio principal, pero que son necesarias para que estas puedan operar de la manera definida por la Administración superior. Así mismo, las partidas clasificadas como “no recurrentes” son aquellas que no forman parte ni tampoco son necesarias para el desarrollo del negocio principal de la compañía.

En los cuadros 54 y 55, se aprecia que las cuentas no operacionales corresponden a Otros Ingresos, que se compone principalmente de utilidades de la venta de activos fijos y recuperaciones o reembolso de montos cobrados indebidamente a sus filiales en Brasil. Además, se encuentra la cuenta de Otros Gastos, que se componen principalmente de contingencias y honorarios no operativos asociados, impuestos a los débitos bancarios y castigos/pérdidas de activos fijos.

Por otra parte, está la partida de Ingresos Financieros, compuestos por los ingresos por intereses, mientras que los Costos Financieros se componen de los intereses de los bonos y de los préstamos bancarios. Otras ganancias son principalmente las utilidades (pérdidas) de las operaciones de derivados y las pérdidas porción inefectiva de derivados de cobertura. Por último, se encuentran la Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos, las Diferencias de cambio y los Resultados por unidades de reajuste.

A continuación, se presenta un cuadro que detalla cada una de las Cuentas No Operacionales junto a un análisis vertical, desde 2016 a marzo de 2021.

Cuadro 54: Detalles de Cuentas No Operacionales

M\$UF	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Otros Ingresos	67	21	95	1.446	287	8
Utilidad venta de activo fijo	12	12	72	9	1	2
Recuperación reclamo AFIP	0	-	8	-	0	-
Recuperación impuesto PIS/CONFINS	39	-	-	1.423	232	-
Otros	15	9	14	14	55	6
Otros Gastos, por función	864	-623	-583	-925	600	118
Contingencias y honorarios no operativos asociados	378	-453	-370	-625	37	80
Impuestos a los débitos bancarios	266	-286	-169	-154	116	36
Castigo, bajas y pérdida de activo fijo	182	-113	-10	-105	274	-2
Baja Purchase Price Allocation (PPA) en RP -Brasil	0	253	-	-	-	0
Donaciones	0	-	-	-	-	0
Otros	38	-23	-34	-41	172	5
Ingresos Financieros	367	418	143	1.595	514	130
Ingresos por intereses	321	312	38	115	273	96
Actualización garantía compra Ipiranga	0	-	-	1	0	0
Recuperación crédito PIS y CONFINS	0	-	-	1.405	176	-
Otros ingresos financieros	45	105	105	74	65	34
Costos Financieros	-1.950	-2.061	-1.996	-1.632	1.884	438
Intereses bonos	-1.581	-1.574	-1.398	-1.348	1.580	402
Intereses por préstamos bancarios	-151	-207	-66	-47	41	5
Otros costos financieros	-218	-279	-531	-237	263	31
Otras Ganancias (pérdidas)	-129	-95	-98	0	0	0
Utilidad (pérdida) operaciones de derivados	-0,1	-	-	-	-	-
Pérdida porción inefectiva de derivados de cobertura	-128	-95	-98	-	-	-
Otros ingresos y egresos	0	0	0	0	0	-
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación	-10	-3	51	-121	77	23
Diferencias de cambio	-3	-51	-53	-146	-106	4
Resultados por unidades de reajuste	-242	-140	-184	-266	-407	-165

Fuente: Elaboración Propia. Datos: Notas de EE.RR.

Cuadro 55: Análisis Vertical de los Gastos Operacionales.

M\$UF	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Otros Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Utilidad venta de activo fijo	18%	57%	76%	1%	0%	25%
Recuperación reclamo AFIP	0%	-	9%	-	0%	-
Recuperación impuesto PIS/CONFINS	59%	-	-	98%	81%	-
Otros	23%	43%	15%	1%	19%	75%
Otros Gastos, por función	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Contingencias y honorarios no operativos asociados	44%	73%	63%	68%	6%	68%
Impuestos a los débitos bancarios	31%	46%	29%	17%	19%	30%
Castigo, bajas y pérdida de activo fijo	21%	18%	2%	11%	46%	-2%
Baja Purchase Price Allocation (PPA) en RP -Brasil	0%	-41%	-	-	-	0%
Donaciones	0%	-	-	-	-	0%
Otros	4%	4%	6%	4%	29%	4%
Ingresos Financieros	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Ingresos por intereses	88%	75%	27%	7%	53%	74%
Actualización garantía compra Ipiranga	0%	-	-	0%	0%	0%
Recuperación crédito PIS y CONFINS	0%	-	-	88%	34%	-
Otros ingresos financieros	12%	25%	73%	5%	13%	26%
Costos Financieros	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Intereses bonos	81%	76%	70%	83%	84%	92%
Intereses por préstamos bancarios	8%	10%	3%	3%	2%	1%
Otros costos financieros	11%	14%	27%	15%	14%	7%
Otras Ganancias (pérdidas)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Utilidad (pérdida) operaciones de derivados	0%	-	-	-	-	-
Perdida porción inefectiva de derivados de cobertura	100%	100%	100%	-	-	-
Otros ingresos y egresos	0%	0%	0%	100%	100%	-

Fuente: Elaboración propia.

En base a la información presentada, las cuentas no operacionales que son "recurrentes" corresponden a Ingresos y Gastos Financieros, ya que la sociedad cuenta con activos financieros que actúan como unidades generadoras de ingreso en el corto y largo plazo. Además, se suma la cuenta de Otros Gastos por función que incorpora principalmente Contingencias y honorarios no operativos asociados e impuestos a los débitos bancarios. Las demás cuentas son clasificadas

como no recurrentes dado que no afectan fuertemente el Estado Financiero de la compañía ni tampoco forman parte de la actividad principal del negocio.

A continuación, se detalla cada uno de los gastos no operacionales, identificando su carácter de recurrencia, según lo expuesto anteriormente.

Cuadro 56: Recurrencia de los Gastos No Operacionales.

	Carácter
Otros Ingresos	No recurrente
Otros Gastos, por función	Recurrente
Ingresos Financieros	Recurrente
Costos Financieros	Recurrente
Otras Ganancias (pérdidas)	No Recurrente
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación	No Recurrente
Diferencias de cambio	No recurrente
Resultados por unidades de reajuste	No recurrente

Fuente: Elaboración Propia.

7.7 Análisis de Activos

En este apartado se detallan los activos de la compañía, clasificando si estos corresponden a operacionales o no operacionales. Se considera un activo operacional a aquel que está directamente vinculado a la operación del negocio. A continuación, se detalla cada uno de los activos que tiene la compañía y su respectiva clasificación:

Cuadro 57: Detalle de los Activos Corrientes al 31 de marzo de 2021

Activos Corrientes	Operacional	Descripción
Efectivo y equivalentes al efectivo	No	Depósitos a plazo (en CLP, BRL y ARS) Fondos mutuos (pesos chilenos, reales brasileiros, pesos argentinos y dólares), Efectivo en caja y saldos en bancos (en dólares, euros, pesos argentinos, peso chileno, guaraní y reales)
Otros activos financieros, corrientes	No	Depósitos a plazo que vencen dentro del corto plazo (más de 90 días) Instrumentos financieros con restricción. Contratos de derivados.
Otros activos no financieros, corrientes	Sí	Gastos anticipados Remanente de crédito fiscal Depósitos en garantía aduana (Argentina) Otros activos circulantes
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	Sí	Principalmente cartera no securitizada de deudores.
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	No	Cuentas por cobrar con embotelladoras.
Inventarios Corrientes	Sí	Materias primas (80% compuesto por concentrado y endulzantes utilizados en la elaboración de bebidas, así como tapas y suministros PET utilizados en el envasado del producto), Productos terminados, repuestos y otros suministros de producción Productos en proceso, Otros inventarios Provisión de obsolescencia
Activos por impuestos, corrientes	Sí	Créditos al impuesto por gastos de capacitación, por compras de PPE y donaciones.

Fuente: Elaboración propia. Datos: Notas EE.RR.

Cuadro 58:Detalle de los Activos No Corrientes al 31 de marzo de 2021

Activos No Corrientes	Operacional	Descripción
Otros activos financieros, no corrientes	No	Activos Financieros Derivados de contratos "Cross Currency y Swap" y "Forwards de Monedas"; no constituyen parte de la organización
Otros activos no financieros, no corrientes	Sí	Depósitos judiciales (principalmente garantías en efectivo con Municipalidades, Aduanas, Instituciones Gubernamentales) Gastos anticipados, créditos fiscales, otros.
Cuentas por cobrar, no corrientes	Si	Deudores Varios (no comerciales)
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	No	Coca-Cola de Chile S.A
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	No	Envases CMF (Chile), en Brasil: Leao Alimentos y Bebidas, Kaik Participacoes, SRSA Participacoes, Sorocaba Refrescos
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Sí	Derechos de distribución: derechos contractuales para producir y distribuir productos de la marca Coca Cola en determinados territorios de Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Los contratos de producción y distribución son renovables por periodos de 5 años en Coca Cola. La naturaleza del negocio y la renovación permanentemente, permiten calificar a estos contratos como indefinidos. No son sujetos a Amortización.
Plusvalía	No	Se considera el exceso del costo de adquisición por sobre el valor razonable de la participación del grupo en los activos netos identificables de la subsidiaria adquirida a la fecha de la adquisición. Se revisa anualmente y en caso de existir indicios de deterioro se comprueba su valor de recuperación
Propiedades, planta y equipo	Sí	Planta, equipos, edificios, otros (envases, activos promocionales y de marketing, muebles y otros bienes menores), terrenos, construcción en curso, vehículos, instalaciones fijas y accesorios.

Fuente: Elaboración propia. Datos: Notas EE.RR.

Entre los activos clasificados como no operacionales se observa el Efectivo y Equivalente al efectivo, Otros Activos Financieros, ya que son instrumentos financieros de contratos de derivados y depósitos a plazos que no son parte del negocio. También, se suman las cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes y no corrientes, la Plusvalía y las inversiones contabilizadas usando el método de participación, ya que se consideran inversiones en otras entidades, por tanto, no se vinculan directamente con las operaciones principales de la compañía.

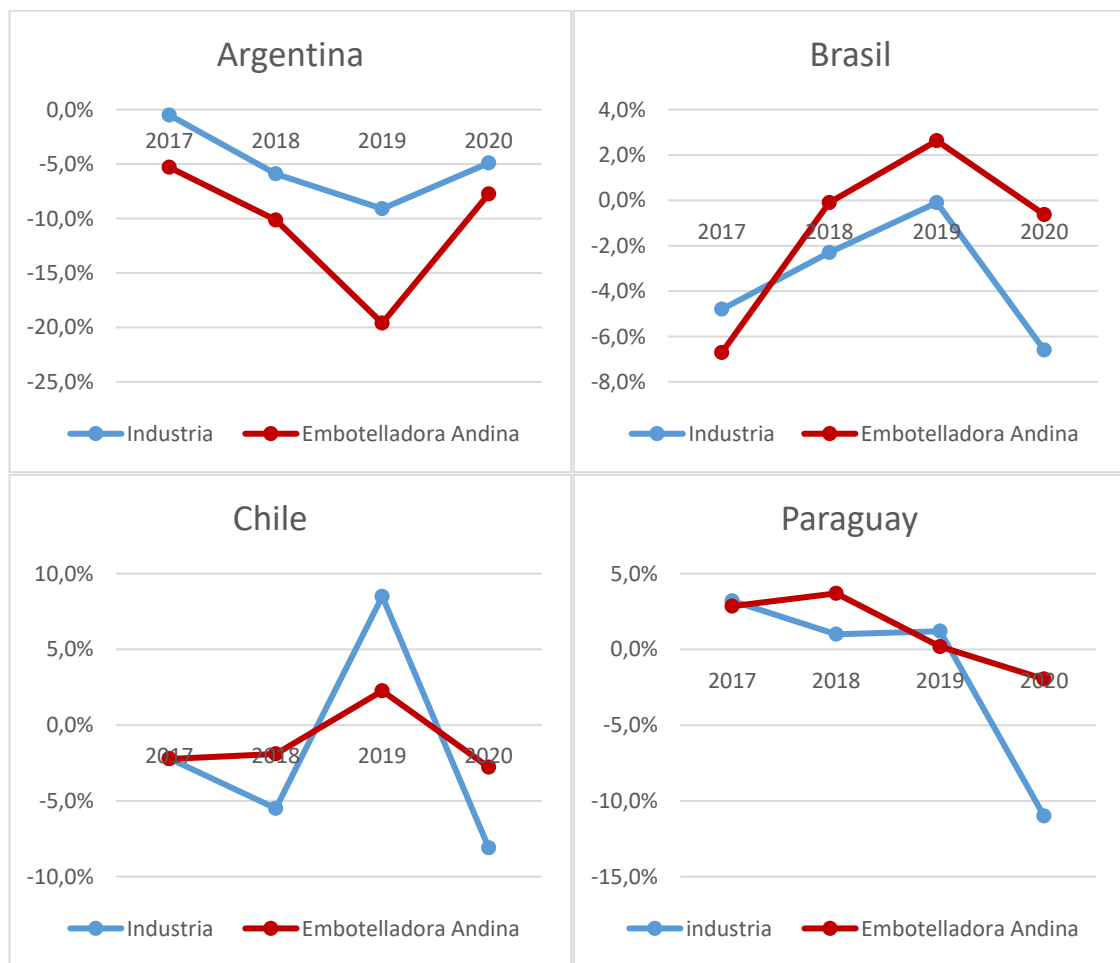
8. PROYECCIÓN DE EE.RR.

En este apartado, se calculará el Estado de Resultados proyectado anual desde el segundo trimestre del 2021 al 2026. La proyección se realizará en base a los Estados Financieros históricos ajustados por la UF y estimaciones ajustadas de la industria proporcionadas por Euromonitor.

8.1 Proyección de Ingresos de Operación

A continuación, se realiza un gráfico comparativo del comportamiento histórico que ha tenido el volumen de ventas de gaseosas a nivel de empresa y a nivel de industria desde el 2017 al 2020.

Gráfico 15: Crecimiento del volumen de ventas de Embotelladora Andina vs Industria



Fuente: Elaboración propia. Datos Industria Euromonitor.

En la gráfica se puede observar que la compañía ha tenido un comportamiento similar en los últimos cuatro años, aunque con pequeñas brechas. En el caso de Brasil y Paraguay Embotelladora Andina ha tenido crecimientos por sobre la industria, mientras que Argentina y Chile la compañía se ha movido por debajo de la industria. En este caso se analizó el segmento de las gaseosas, ya que es la línea de negocio que tiene la mayor proporción del volumen de ventas de la compañía, promediando el 78% de las ventas desde el 2017 al 2020.

De esta manera, para proyectar los ingresos por ventas, en primer lugar, se ajustará el comportamiento de los volúmenes de ventas de la compañía respecto a los presentado por la industria. Las tasas históricas de la industria en cada país fueron analizadas en el apartado 7.4, mientras que los volúmenes de ventas de Coca-Cola Andina se detallan en la sección 7.3.1.

Para obtener el ajuste se calculó un promedio ponderado de las tasas históricas de la industria desde el 2017 al 2020 y la proporción promedio que tiene cada línea de negocio en Argentina, Chile, Brasil y Paraguay durante ese mismo periodo.

Cuadro 59: Ajuste de la industria respecto a Coca-Cola Andina

	Argentina		Brasil		Chile		Paraguay	
	Media	%	Media	%	Media	%	Media	%
Gaseosas	-5,1%	84%	-3,5%	79,8%	-1,8%	66,6%	-1,4%	82,4%
Agua	-1,5%	10%	-0,3%	4,2%	4,4%	17,6%	8,0%	10,4%
Jugos	-7,9%	6%	-1,4%	8,6%	-7,0%	15,0%	-0,4%	7,2%
Cervezas	-	-	1,4%	7,5%	7,0%	1,2%	-	-
Ajuste	-4,9%		-2,8%		-1,4%		-0,3%	

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados revelan que para todos los países el comportamiento de Coca-Cola Andina se ha movido por debajo de la industria. Los países con mayores diferencias son Argentina y Brasil, comportándose históricamente en -4,9% y -2,8% por debajo de la industria respectivamente.

De esta manera, las proyecciones de Euromonitor expuestas en el apartado 7.5 son ajustadas a la baja, considerando el comportamiento de la compañía en cada país. Luego se obtiene las proyecciones desde el 2021 al 2025 de Argentina, Brasil, Chile y Paraguay ajustadas y ponderadas por la proporción que representa cada línea de negocio en el 2020. Se escoge este año ya que la pandemia COVID-19 generó cambios en las proporciones, por lo que se prevé que continúen en esa línea en los próximos periodos.

Las proyecciones de volúmenes de ventas para Coca-Cola Andina por región se detallan en el cuadro 60.

Cuadro 60: Proyecciones de volúmenes de ventas de Coca-Cola Andina por región

Argentina	2021	2022	2023	2024	2025	Proporción 2020
Gaseosas	2,4%	3,0%	-2,1%	-2,9%	-3,4%	87,1%
Agua	-1,9%	-1,5%	-2,1%	-2,7%	-3,5%	7,2%
Jugos	4,2%	7,6%	1,6%	0,6%	0,0%	5,7%
Proyecciones Argentina	2,2%	3,0%	-1,9%	-2,7%	-3,2%	
Brasil	2021	2022	2023	2024	2025	Proporción 2020
Gaseosas	4,0%	1,1%	0,9%	0,0%	-0,5%	77,5%
Agua	2,3%	3,3%	2,1%	1,3%	1,3%	6,8%
Jugos	7,8%	4,5%	2,1%	1,1%	0,3%	7,1%
Cervezas	4,8%	5,2%	1,8%	1,0%	0,1%	8,7%
Proyecciones Brasil	4,2%	1,9%	1,2%	0,3%	-0,3%	
Chile	2021	2022	2023	2024	2025	Proporción 2020
Gaseosas	16,7%	-3,6%	-0,4%	-0,5%	-0,3%	65,1%
Agua	17,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,5%	17,4%
Jugos	28,9%	22,4%	0,5%	-1,9%	-3,8%	14,3%
Cervezas	11,7%	-4,5%	3,8%	3,3%	2,9%	3,2%
Proyecciones Chile	18,4%	1,2%	0,4%	0,0%	0,0%	
Paraguay	2021	2022	2023	2024	2025	Proporción 2020
Gaseosas	-1,1%	6,6%	3,8%	3,0%	2,6%	83,0%
Agua	6,0%	5,1%	3,1%	2,8%	2,6%	9,8%
Jugos	2,3%	1,4%	1,2%	0,9%	0,6%	7,2%
Proyecciones Paraguay	-0,2%	6,0%	3,5%	2,8%	2,4%	

Fuente: Elaboración propia.

Dado que las proyecciones corresponden al comportamiento de los volúmenes de ventas de la compañía, se proyectan los volúmenes de ventas y las ventas netas proyectadas. Estas últimas fueron obtenidas por el factor que divide el comportamiento de las ventas netas durante el 2020 y el volumen de ventas correspondiente durante ese mismo año 2020.

El factor en el caso de Argentina es de 65,8, Brasil 75,3, Chile 93,9 y Paraguay 81,4. De esta manera, se obtienen las ventas netas proyectadas correspondientes y los resultados se muestran en el cuadro 61. Dado que las proyecciones son solo hasta el 2025, para el 2026 se mantiene la misma tasa de crecimiento del año anterior.

Cuadro 61: Proyección del volumen de ventas y ventas netas desde el 2021 al 2026

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Argentina	167	170	175	172	168	162	157
Brasil	265	276	282	285	286	285	284
Chile	236	280	283	284	285	284	284
Paraguay	66	66	70	73	75	77	78
Volumen de Ventas proyectado	735	793	810	814	812	808	804
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Argentina	10.967	11.210	11.542	11.327	11.025	10.673	10.332
Brasil	19.954	20.801	21.189	21.436	21.494	21.440	21.386
Chile	22.179	26.266	26.579	26.693	26.704	26.692	26.680
Paraguay	5.406	5.395	5.720	5.921	6.086	6.232	6.383
Ventas Netas proyectadas	58.507	63.672	65.030	65.376	65.308	65.037	64.781

Fuente: Elaboración Propia.

8.2 Proyección de Costos de Operación

Para obtener la proyección de los costos de operación de Embotelladora Andina, se utilizó la proporción promedio de los Costos de Ventas y el Gastos de Administración y Ventas (GAV) sobre los ingresos desde el 2016 al 2020.

Cuadro 62: Ratios de Costos de Ventas y GAV sobre las ventas netas

Ratios	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21	Promedio
Costo de Ventas /Ventas Netas	58%	58%	58%	59%	60%	61%	59%
Costos de Distribución/Ventas Netas	10%	10%	10%	9%	9%	8%	10%
Gasto de Administración/Ventas Netas	19%	19%	19%	18%	17%	15%	18%
GAV/Ventas Netas	30%	29%	29%	28%	26%	24%	28%

Fuente: Elaboración Propia.

En el cuadro 62, se aprecia que un 59% es el promedio de los costos de ventas sobre las ventas durante el periodo, mientras que el GAV representa el 28%. Considerando que el GAV está compuesto por los Gastos de Administración y de Distribución que representan el 10% y 18% de los ingresos operacionales respectivamente.

A continuación, se presenta la proyección de los gastos operacionales para los próximos años en miles de UF al 31 de marzo del 2021.

Cuadro 63: Proyección Gastos Operacionales desde el 2021 al 2026 (en miles de UF)

Miles de UF	T1 2021	T2-T4 2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ingresos de actividades ordinarias	17.316	46.356	65.030	65.376	65.308	65.037	64.781
Costo de ventas	10.510	26.800	38.106	38.309	38.269	38.110	37.960
Ganancia bruta	6.806	19.556	26.924	27.067	27.039	26.927	26.821
Costos de distribución		4.781	6.379	6.413	6.406	6.380	6.355
Gastos de administración		9.077	11.977	12.040	12.028	11.978	11.931

Fuente: Elaboración Propia. UF: 31/03/2021

8.3 Proyección de Resultados No Operacionales

El siguiente cuadro presenta las cuentas no operacionales desde el 2016 a marzo de 2021 en miles de UF, además de su clasificación recurrente o no recurrente realizada en el apartado 7.6.

Cuadro 64: Cuentas No Operacionales históricas y carácter de recurrencia

Miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21	Carácter
Otros Ingresos	67	21	95	1.446	287	8	No recurrente
Otros Gastos, por función	-864	-623	-583	-925	-600	-118	Recurrente
Ingresos Financieros	367	418	143	1.595	514	130	Recurrente
Costos Financieros	-1950	-2.061	-1.996	-1.632	-1.884	-438	Recurrente
Otras Ganancias (pérdidas)	-129	-95	-98	0	0	0	No Recurrente
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación	-10	-3	51	-121	77	23	No Recurrente
Diferencias de cambio	-3	-51	-53	-146	-106	4	No recurrente
Resultados por unidades de reajuste	-242	-140	-184	-266	-407	-165	No recurrente

Fuente: Elaboración propia.

Los gastos no operacionales serán proyectados utilizando la tasa promedio desde el 2016 al 2020, a excepción de la cuenta de Otros ingresos, en la cual no se consideró en el promedio el año 2019. De esta forma, se evita sobrevalorar esta cuenta considerando que el promedio contabilizaría los M\$UF 1.446 obtenidos durante ese año, el cual correspondiente a un reembolso excepcional que recibió la compañía durante ese año. Por otro lado, se elimina la cuenta de Otras ganancias, al no presentar datos en los últimos dos años.

En el siguiente cuadro, se presenta la proporción que representan las cuentas respecto de las ventas junto a las de proyección de las Cuentas No Operacionales.

Cuadro 65: Proyección de las Cuentas No Operacionales

Miles de UF	T2-T4 2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Otros ingresos	384	400	403	402	400	399
Otros gastos, por función	-600	-734	-738	-737	-734	-731
Ingresos financieros	482	625	628	627	625	622
Costos financieros	-1.470	-1.949	-1.960	-1.958	-1.950	-1.942
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	-22	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Diferencias de cambio	-78	-75	-76	-76	-75	-75
Resultados por unidades de reajuste	-88	-258	-260	-259	-258	-257

Fuente: Elaboración propia.

8.4 Cálculo de Impuestos

Dado que la compañía presenta sus Estados Financieros en miles de pesos chilenos, se asumirá la tasa impositiva que se rige en Chile. Esta tasa fue obtenida del Servicio de Impuestos Internos (SII), la cual corresponde a un 27% a partir del 2019.

Cuadro 66: Impuesto a la Renta de Primera Categoría

Año Tributario	Año Comercial	Tasa	Circular SII
2002	2001	15%	N° 44, 24.09.1993
2003	2002	16%	N° 95, 20.12.2001
2004	2003	16,50%	N° 95, 20.12.2001
2005 al 2011	2004 al 2010	17%	N° 95, 20.12.2001
2012 al 2014	2011 al 2013	20%	N° 63 30.09.2010 N° 48 19.10.2012
2015	2014	21%	N° 52, 10.10.2014
2016	2015	22,50%	N° 52, 10.10.2014
2017	2016	24%	N° 52, 10.10.2014
2018 y sgtes.	2017 y sgtes.	25%	N° 52, 10.10.2014
2018	2017	25,50%	N° 52, 10.10.2014
2019 y sgtes.	2018 y sgtes.	27%	N° 52, 10.10.2014

Fuente: Servicios de Impuestos Internos (SII)

8.5 Estado de Resultados Projectado

En el siguiente cuadro, se detalla el Estados de Resultado proyectado desde el segundo semestre del 2021 al 2026, detallando los supuestos utilizados en cada partida, que corresponden al promedio histórica de cada partida respecto a la ventas durante el periodo 2016-2020.

Cuadro 67: Estados de Resultados Projectados

	Supuestos % sobre las ventas	T1 2021	T2-T4 2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ingresos de actividades ordinarias		17.316	46.356	65.030	65.376	65.308	65.037	64.781
Costo de ventas	-59%	-10.510	-26.800	-38.106	-38.309	-38.269	-38.110	-37.960
Ganancia bruta		6.806	19.556	26.924	27.067	27.039	26.927	26.821
Otros ingresos	0,62%		384	400	403	402	400	399
Costos de distribución	-10%		-4.781	-6.379	-6.413	-6.406	-6.380	-6.355
Gastos de administración	-18%		-9.077	-11.977	-12.040	-12.028	-11.978	-11.931
Otros gastos, por función	-1,13%		-600	-734	-738	-737	-734	-731
Utilidad antes de impuestos e intereses			5.482	8.235	8.279	8.270	8.236	8.203
Ingresos financieros	1%		482	625	628	627	625	622
Costos financieros	-3%		-1.470	-1.949	-1.960	-1.958	-1.950	-1.942
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	0,001%		-22	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Diferencias de cambio	-0,1%		-78	-75	-76	-76	-75	-75
Resultados por unidades de reajuste	-0,4%		-88	-258	-260	-259	-258	-257
Utilidad antes de impuestos			4.306	6.577	6.612	6.605	6.578	6.552
Gasto por impuestos a las ganancias	27%		-1.163	-1.776	-1.785	-1.783	-1.776	-1.769
Resultado del Ejercicio			3.143	4.801	4.827	4.822	4.802	4.783

Fuente: Elaboración Propia.

9. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

Para obtener la proyección de Flujo de Caja Libre, es necesario realizar algunos ajustes al Estado de Resultados, entre ellos, el gasto en Depreciación y Amortización que posee la compañía, la suma o resta de los resultados operacionales después de impuestos y el aporte o disminución de las diferencias de cambio o pérdida por unidades de reajuste.

9.1 Ajustes por Depreciación

La depreciación se proyecta utilizando el porcentaje promedio que representa sobre las ventas del 2016 al 2020. A continuación, se presenta el gasto de depreciación histórico y el porcentaje que representa sobre las ventas:

Cuadro 68: Depreciación y Amortización como porcentaje de las Ventas

UF (miles)	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Ingresos por Ventas	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	17.316
Depreciación	3.572	3.632	3.541	3.493	3.420	700
Depreciación % de las Ventas	5%	5%	6%	6%	6%	4%
Promedio Depreciación 2017-2020	5,6%					
Amortización	122	69	72	431	396	76
Amortización % de las Ventas	0,2%	0,1%	0,1%	0,7%	0,7%	0,4%
Promedio Amortización 2017-2020	0,4%					

Fuente: Elaboración propia.

En base a los resultados históricos de la depreciación y amortización, se proyectan estas cuentas utilizando el promedio de los últimos 4 años. De esta forma, en el caso de la depreciación representan el 5,6% de las ventas, mientras que la amortización representa el 0,4%.

Cuadro 69: Ajustes de Depreciación y Amortización

(Miles de UF)	2T-4T 2021	2022	2023	2024	2025	2026-inf
Ingresos de actividades ordinarias	46.356	65.030	65.376	65.308	65.037	64.781
Depreciación	2.578	3.617	3.636	3.632	3.617	3.603
Amortización	163	229	230	230	229	228
Depreciación y Amortización	2.741	3.846	3.866	3.862	3.846	3.831

Fuente: Elaboración propia.

El cuadro anterior, muestra la proyección de la Depreciación y Amortización para los próximos 5 años, donde se observa que, desde el segundo trimestre hasta fines del 2021, la depreciación proyectada es de M\$UF 2.578, mientras que la amortización sería equivalente a M\$UF 163. Así mismo, el siguiente año se incrementaría la depreciación y amortización a M\$UF 3.846 para finalmente, en el 2026 tener una suma de M\$UF 3.831.

9.2 Estimación de Inversión en base al CAPEX

A continuación, se muestran los flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión existentes desde el año 2016 a marzo de 2021, en miles de UF.

Cuadro 70: Flujo de Inversión

(Miles de UF)	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Flujos de efectivo procedentes de actividades de inversión						
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras	-667	-581	-566	0	0	0
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	0	-528	0	0	0	0
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	3	4	9	1	0	0
Compras de propiedades, planta y equipo	-4.866	-6.301	-4.392	-3.910	-2.954	-455
Compras de activos intangibles	0	-445	-71	-16	-7	0
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	4.168	3.032	504	0	0	0
Compras de otros activos a largo plazo	-2.952	-1.532	0	0	0	0
Pagos derivados de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	0	0	0	-2	-16	1
Cobros procedentes de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	-8	51	232	40	73	3
Otras entradas (salidas) de efectivo	0	0	0	0	-4.797	-2.737
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	-4.324	-6.300	-4.284	-3.887	-7.701	-3.188

Fuente: Elaboración propia. Datos: Flujo de Efectivo CMF

En base a lo anterior, gran parte de los flujos utilizados han sido requeridos para la compra de Propiedades, Plantas y Equipos (PPE) los cuales son considerados como inversiones permanentes, además, de flujo de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras, importes procedentes de otros activos a largo plazo, además de otras entradas (salidas) de efectivo.

Es por ello, la evolución del CAPEX se determinará por el total de los flujos de efectivo neto procedentes de actividades de inversión que reporta en sus Estados de Flujos de Efectivo.

Cuadro 71: Evolución del CAPEX

Miles de UF	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio 2016-2020
CAPEX	4.324	6.309	4.284	3.887	7.701	5.299
Ingresos	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	63.681
Ratio CAPEX/Ingresos	6,4%	9,1%	7,1%	6,1%	13,1%	8,3%

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro anterior, se observa que Embotelladora Andina desde el 2016 al 2020 promedia una ratio de CAPEX sobre ingresos del 8,3%.

Cuadro 72: Proyección CAPEX

(Miles de UF)	2T-4T 2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ingresos	46.356	65.030	65.376	65.308	65.037	64.781
CAPEX	-3.858	-5.412	-5.440	-5.435	-5.412	-

Fuente: Elaboración Propia.

El cuadro 72, muestra las proyecciones del CAPEX desde el segundo trimestre de 2021 al 2026, el cual se proyecta en base a la ratio calculada anteriormente, es decir, de un 8,3% sobre las ventas proyectadas.

9.3 Inversión en Reposición

En el aparto anterior se evidenció un alto nivel de nuevas inversiones, en particular de PPE, así como también de una gran capacidad disponible en cada una de sus plantas. Dado esto, se asumirá que la inversión en reposición será el 100% del promedio de la depreciación y amortización como porcentaje de las ventas netas del periodo de análisis, el cual corresponde al 5,9%.

Cuadro 73: Inversión en Reposición histórica y como porcentaje de las ventas

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos por Ventas	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420
Inversión en reposición (100% D&A)	3.694	3.700	3.613	3.924	3.816
Inversión en reposición como % de las Ventas	5,5%	5,4%	6,0%	6,2%	6,5%
Promedio	5,9%				

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se muestra la proyección de Inversión en Reposición histórica desde el segundo trimestre del 2021 al 2025.

Cuadro 74: Proyección de Inversión en reposición

(Miles de UF)	2T-4T 2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ingresos	46.356	65.030	65.376	65.308	65.037	64.781
Inversión en Reposición	2.741	3.846	3.866	3.862	3.846	3.831

Fuente: Elaboración propia.

9.4 Estimación de Inversión en Capital de Trabajo

El Capital de Trabajo Neto es la diferencia entre activos operativos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses. La fórmula utilizada se muestra a continuación:

$$CTON = Inventarios + Cuentas\ x\ Cobrar - (Cuentas\ por\ Pagar - Proveedores)$$

Cuadro 75: Estimación de Capital de Trabajo

	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21	Promedio 2016-2020
Ventas	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	17.316	63.681
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	7.231	7.138	6.316	6.749	6.674	6.021	6.822
Inventarios corrientes	5.492	4.902	5.489	5.215	4.402	4.681	5.100
Total Activos Corrientes para CDT	12.723	12.240	12.149	12.347	11.485	11.141	12.189
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9.217	9.610	8.638	8.608	7.927	7.010	8.800
Total Pasivos Corrientes para CDT	9.217	9.610	8.638	8.608	7.927	7.010	8.800
Capital de Trabajo (CDT)	3.507	2.631	3.511	3.739	3.558	4.131	3.389
CDT/Ventas	5,2%	3,8%	5,8%	6,0%	6,1%	23,9%	5,4%
Días de Ventas	19	14	21	21	22	86	19

Fuente: Elaboración propia.

Para proyectar las necesidades de capital de trabajo, se calcula a partir del porcentaje que representa el capital de trabajo sobre las ventas durante el periodo 2016 a 2020, el cual es equivalente a 5,4% o un promedio de 19 días de ventas.

Cuadro 76: Proyección de Capital de Trabajo Neto

	2T-4T 2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ingresos	46.356	65.030	65.376	65.308	65.037	64.781
Inversión en Capital de Trabajo	-551	67	17	-3	-13	-

Fuente: Elaboración propia.

En base a los cálculos resumidos en recuadro anterior, variaciones positivas en capital de trabajo neto indican necesidades de inversión por ese monto. Dado que embotelladora ha mantenido históricamente un capital de trabajo equivalente al 5,4% de las ventas, las proyecciones siguen un curso similar.

De esta manera, desde marzo a diciembre del 2021 la empresa desinvertirá M\$UF -551. En el año 2022 y 2023 la empresa requerirá inversiones en capital de trabajo neto de M\$UF 67 y M\$UF 17 para posteriormente desinvertir M\$UF -3 y M\$UF -13 en los años 2024 y 2025 respectivamente.

9.5 Activos Prescindibles

En el siguiente cuadro, se detallan los activos prescindibles de Embotelladora Andina a marzo de 2021, con sus respectivas descripciones.

Cuadro 77: Activos Prescindibles

Activos Corrientes (miles de UF)	mar-21	Clasificación	Descripción
Otros activos financieros, no corrientes	6.389	No Operacional	Activos Financieros Derivados de contratos "Cross Currency y Swap" y "Forwards de Monedas"; no constituyen parte de la organización
Cuentas por cobrar, no corrientes	2,7	No Operacional	Deudores Varios (no comerciales)
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	4,7	No Operacional	Coca-Cola de Chile S.A
Total Activos Prescindibles	6.396		

Fuente: Elaboración propia. Datos: Balance General.

El cuadro anterior, revela que el total de activos prescindibles de la compañía en marzo de 2021 corresponde a 6,396 millones de UF. No se consideró la plusvalía, ya que es difícil traspasar el sobreprecio pagado en la adquisición de activos de la empresa, además de que no otorgan ningún derecho de franquicia ni de distribución.

9.6 Exceso o Déficit de CTON

Para obtener el CTON se suman las Cuenta de Deudores Comerciales y otras cuentas por pagar y Efectivo y Equivalentes del Efectivo y se restan las Cuentas por pagar Comerciales. Luego, se obtiene el requerimiento estimado de CTON multiplicando los días de ventas óptimos (19/365) por las ventas totales estimadas para el año 2021.

Cuadro 78: Exceso de CTON

UF (Miles)	mar-21
Inventarios	4.681
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	6.021
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	7.010
CTON	3.693
Ventas 2021	63.672
Dias kt/Optimo	0,053
Requerimiento Estimado	3.374
Exceso CTON	318

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, la compañía tiene un exceso de CTON de M\$UF 318, que corresponde a la diferencia entre el CTON y el CTON óptimo de marzo 2021.

9.7 Deuda Financiera

En el siguiente cuadro, se presenta la deuda financiera de la compañía en miles de UF para marzo de 2021, donde cerca de 1,2 millones de UF corresponde a deuda corriente y 33,882 millones de UF corresponde a deuda no corriente.

De esta manera, el total de la Deuda Financiera de la compañía para el primer trimestre del 2021 corresponde a cerca de 35,069 millones de UF.

Cuadro 79: Deuda Financiera de la Compañía en miles de UF

(miles de UF)	mar-21
Préstamos que devengan intereses (corriente)	-
Corrientes totales	1.188
Préstamos que devengan intereses (No corriente)	-
No Corrientes totales	33.882
Deuda Financiera	35.069

Fuente: Elaboración propia.

9.8 Flujo de Caja Proyectado

Para el flujo de caja proyectado se consideraron los siguientes supuestos, los cuales fueron abordados a lo largo del informe:

- Tasa de costo de capital: 5,5%
- Impuestos: 27%
- Depreciación: 5,6% de las Ventas
- Amortización: 0,4% de las Ventas
- Inversión en Reposición: 100% de la Depreciación y Amortización
- CAPEX como % de las ventas: 8,3%
- Inversión en Capital de Trabajo: 5,4% de las Ventas
- Valor Terminal sin crecimiento: Flujo de Caja Libre 2026/ tasa de costo de capital

A partir de la Utilidad Neta, según la proyección realizada hasta el 2026, se realizarán ajustes reversando partidas que no representan movimientos de caja e ítems no operacionales después de impuestos, obteniendo así el Flujo de Caja Bruto. Luego, se incorporan las estimaciones de CAPEX, las inversiones en Reposición y Capital de Trabajo, obteniendo finalmente el Flujo de Caja Libre (FCL) de Coca-Cola Andina.

Una vez obtenido el FCL, se requiere llevar a valor presente los flujos más el valor terminal, utilizando la tasa de Costo de Capital de 5,5%. De esta manera se obtiene el Valor Presente de los Activos Operacionales al 31 de marzo de 2021 que corresponde a M\$UF 90.600.

Cuadro 80: Flujo de Caja Libre

UF (miles)	2T-4T 2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Utilidad Neta (Pérdida)	3.227	4.801	4.827	4.822	4.802	4.783
Ajustes						
Depreciación y Amortización	2.741	3.846	3.866	3.862	3.846	3.831
Otros Ingresos, por función	-280	-292	-294	-294	-292	-291
Otros Gastos, por función	438	536	539	538	536	534
Ingresos financieros	-352	-456	-458	-458	-456	-454
Costos Financieros	1.073	1.423	1.431	1.429	1.423	1.418
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	16	-0,43	-0,43	-0,43	-0,43	-0,43
Diferencias de cambio	57	55	55	55	55	55
Resultados por unidades de reajuste	64	189	190	189	189	188
Inversión en Reposición	-2.741	-3.846	-3.866	-3.862	-3.846	-3.831
Flujo de Caja Bruto	4.243	6.255	6.288	6.282	6.256	6.231
Inversiones						
CAPEX	-3.858	-5.412	-5.440	-5.435	-5.412	-
Capital de Trabajo	-551	67	17	-3	-13	-
Flujo de Caja Libre	-165	910	865	844	830	6.231
Valor Terminal (Perpetuidad)						113.289
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	-165	910	865	844	830	119.520
Periodo	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75
Valor Presente de los Flujos	-159	829	747	690	644	87.850
Valor Presente al 31 de marzo 2021	90.600					

Fuente: Elaboración propia.

9.9 Valoración Económica del Precio de la Acción

En este apartado se procede a calcular el valor de la acción de Embotelladora Andina. Para ello, se suma el valor de los activos operacionales, obtenido mediante el FCD en el apartado anterior, con el total de activos prescindibles obtenidos en el punto 8.5. Luego, el Exceso (déficit) de CTON a marzo de 2021, obtenido en la sección 9.6 y el Efectivo y Efectivos y Equivalentes.

Cuadro 81: Valor Económico del Precio de la Acción

	31-03-2021
Flujo Activos Operacionales	90.600.182
Efectivo y Equivalente al Efectivo	7.086.116
Activos Prescindibles (+)	6.396.400
Exceso - Déficit KW (+)	318.470
Valor Total Activos	104.401.168
Deuda Financiera	-35.069.429
Patrimonio Económico	69.331.739
Nº Acciones Totales	946.570.604
Precio Acción UF	0,07
UF [31-03-2021]	29.395
Precio Acción	2.153
Precio Acción B [31/03/2021]	1.910
Upside	12,7%

Fuente: Elaboración propia.

Una vez realizado los ajustes presentados, se obtiene, finalmente, el valor total de la compañía al 31 de marzo de 2021, equivalente a M\$UF 104.401, restando la deuda financiera de M\$UF 35.069, se obtiene el patrimonio económico de la compañía de M\$UF 69.332.

Posteriormente, se calcula el precio de la acción, al 31 de marzo de 2021 que corresponde a \$2.153. Si se compara este valor con el precio de mercado en esta misma fecha, Andina-B presenta de \$1.910, de esta manera, el valor obtenido en esta valoración nos da un upside de 12,7% más alto que el precio de mercado de la serie B.

10. Análisis de Sensibilidad

Dado el contexto sanitario, político y económico de mucha incertidumbre a raíz de la pandemia por el COVID-19, es relevante poder realizar un análisis de sensibilidad que permita poner en evidencia distintos escenarios que enfrentaría Embotelladora Andina S.A. Para ello se sensibilizaron dos variables; el crecimiento a perpetuidad de los Flujos proyectados y el costo de capital.

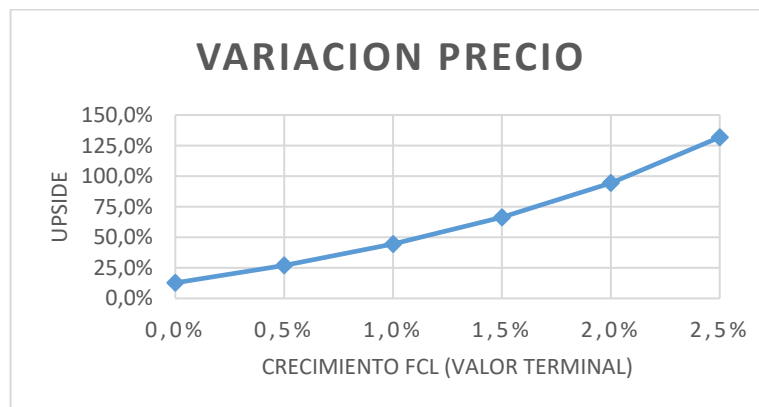
Si se toma en consideración que el precio de la acción fue calculado a una tasa de costo de capital de 5,5% y los flujos de caja a perpetuidad fueron proyectados sin crecimientos, al variar sólo este último supuesto se obtiene lo siguiente:

Cuadro 82: Análisis de Sensibilidad – Variación precio.

Precio Estimado	Precio acción B	Variación Precio	Crecimiento FCL (V.T)
\$2.153	\$1.910	12,7%	0,0%
\$2.426	\$1.910	27,0%	0,5%
\$2.759	\$1.910	44,5%	1,0%
\$3.176	\$1.910	66,3%	1,5%
\$3.712	\$1.910	94,3%	2,0%
\$4.426	\$1.910	131,8%	2,5%

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 16: Análisis de sensibilidad – Variación Crecimiento FCL



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en el cuadro y gráfica presentada anteriormente, se utiliza un rango de crecimiento en perpetuidad en su valor terminal de 0% a 2,5% mostrando desvíos en el precio de 12,7% a 131,8%. De esta forma, se aprecia que las tasas de crecimiento en perpetuidad tienen una gran influencia sobre el precio de la acción estimado.

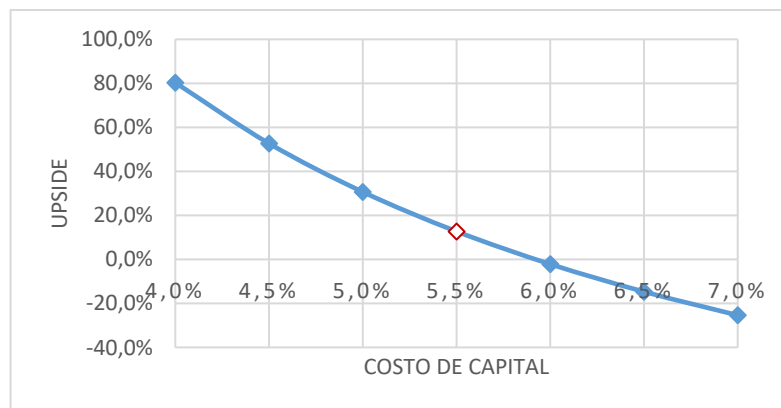
Un segundo indicador es el costo de capital, ya que es la base para el cálculo del Valor Presente y por ende del precio de la acción proyectado. De esta forma, se mantiene la tasa de crecimiento en perpetuidad de 0% y se analizan las variaciones del costo de capital 50 puntos base por debajo y por sobre el costo de capital utilizado en esta valoración (5,5%).

Cuadro 83: Análisis de Sensibilidad – Variación Costo de Capital

Precio Estimado	Precio Acción B	Variación Precio	Costo de Capital
\$3.444	\$1.910	80,3%	4,0%
\$2.916	\$1.910	52,7%	4,5%
\$2.496	\$1.910	30,7%	5,0%
\$2.153	\$1.910	12,7%	5,5%
\$1.869	\$1.910	-2,2%	6,0%
\$1.630	\$1.910	-14,7%	6,5%
\$1.426	\$1.910	-25,4%	7,0%

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 17: Análisis de Sensibilidad – Variación Costo de Capital



Fuente: Elaboración Propia.

Los resultados revelan desvíos respecto al precio de la acción de 25,4% por debajo del precio de mercado en el caso de un costo de capital del máximo de 7% y de 80,3% por sobre el precio de mercado bajo el supuesto de un costo de capital mínimo del 4%.

Ambos escenarios son analizados en el cuadro 84, donde se puede apreciar la alta influencia sobre la estimación del precio que tiene el costo de capital para Embotelladora Andina, donde a menor (mayor) valor del costo de capital mayor (menor) es la variación respecto al precio de la acción del mercado.

Cuadro 84: Análisis de Sensibilidad – Costo de capital y Crecimiento en Perpetuidad.

		Crecimiento a Perpetuidad				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Costo de Capital	4,0%	\$ 3.444	\$ 4.018	\$ 4.783	\$ 5.853	\$ 7.459
	4,5%	\$ 2.916	\$ 3.352	\$ 3.913	\$ 4.661	\$ 5.707
	5,0%	\$ 2.496	\$ 2.837	\$ 3.263	\$ 3.811	\$ 4.542
	5,5%	\$ 2.153	\$ 2.426	\$ 2.759	\$ 3.176	\$ 3.712
	6,0%	\$ 1.869	\$ 2.091	\$ 2.358	\$ 2.684	\$ 3.091
	6,5%	\$ 1.630	\$ 1.813	\$ 2.031	\$ 2.292	\$ 2.611
	7,0%	\$ 1.426	\$ 1.580	\$ 1.760	\$ 1.972	\$ 2.227

Fuente: Elaboración propia.

Conclusión

Mediante el método de Flujo de Caja Descontados el precio de la acción al 31 de marzo de 2021 para Embotelladora Andina es de \$2.153 con un 12,7% más alto que el precio de mercado de Andina-B (\$1.910).

Los supuestos asumidos fueron conservadores, particularmente en el crecimiento de las ventas, ya que se analizaron las ventas históricas de la compañía respecto de la industria y se ajustaron a la baja según el comportamiento evidenciado durante el periodo 2017 al 2020.

Por otro lado, se realizó un análisis por cada línea de negocio en todos los países en que opera Embotelladora Andina, es decir, Argentina, Chile, Brasil y Paraguay, dado que la compañía presentaba una alta exposición a las condiciones políticas y económicas de cada región. Junto con ello, se sumó otro factor relevante que son las condiciones sanitarias y las respectivas restricciones producto de los efectos de la pandemia.

De esta forma, la valoración realizada a Embotelladora Andina se sustenta en las proyecciones económicas a futuro de cada región y a la consecuente adaptación de la nueva realidad impuesta por la pandemia.

Bibliografía

Banco Central (01/2019 – 03/2021); Tasas de interés BCU-20. Recuperado 30 junio de 2021 de: https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T312

Barahona, Nano and Otero, Cristóbal and Otero, Sebastián and Kim, Joshua, Equilibrium Effects of Food Labeling Policies (September 23, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3698473> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3698473>

CMF (2021): Estados Financieros Consolidados de Andina 2016 - 1T 2021. Recuperado 01 de mayo de: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91144000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

CMF (2021): Embotelladora Andina [2015-2020]; Memoria Anual Integrada. Recuperado 25 de mayo de: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91144000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=32>

Duff & Phelps (2020); Duff & Phelps Recommended U.S. Equity Risk Premium Decreased as COVID-19 Impact Recedes. Recuperado el 08 de Diciembre de: <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/valuation-insights/valuation-insights-first-quarter-2021/duff-and-phelps-recommended-us-equity-risk>

Embotelladora Andina (1T 2015-1T 2021); Reporte de Resultados. Recuperado 12 de junio de 2021 de: <https://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>

Euromonitor Ltda. (2022). Industry and Economic and Consumer Data. <https://www.portal.euromonitor.com/StatisticsEvolution/index>

Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000.28p-36p.

ICR Chile (2020): Informe anual de clasificación de riesgo de Embotelladora Andina S.A. Recuperado 25 de junio de 2021 de: <https://www.icrchile.cl/index.php/noticias/4566-embotelladora-andina-comunicado-resena-anual-1/file>

Investing (2021); Precios Acciones de Embotelladora Andina Serie A y Serie B. Recuperado 01 de junio de: <https://es.investing.com/equities/emb-andina-b-historical-data> y de <https://es.investing.com/equities/emb-andina-a-historical-data>

Maquieira, Carlos. (2020) Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Refinitiv. (2021). Premio por riesgo de Chile 31 de marzo y Proyecciones de ingresos Refinitiv Eikon. Recuperado 15 de julio de 2021 de: <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=ANDINAB.SN&st=RIC&app=tr> [ue https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/ERP/?g=4M](https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/ERP/?g=4M)

Anexos

Anexo 1: Porcentaje de Participación de las principales Filiales

Rut	Nombre de la Sociedad	Porcentaje de la Participación		Total
		Directo	Indirecto	
59.144.140-K	Abisa Corp S.A.	-	99,99	99,99
Extranjera	Aconcagua Investing Ltda.	0,70	98,28	98,98
96.842.970-1	Andina Bottling Investments S.A.	99,9	0,09	99,99
96.972.760-9	Andina Bottling Investments Dos S.A.	99,9	0,09	99,99
Extranjera	Andina Empaques Argentina S.A	-	99,98	99,98
96.836.750-1	Andina Inversiones Societarias S.A.	99,98	0,01	99,99
76.070.406-7	Embotelladora Andina Chile S.A	99,99	-	99,99
Extranjera	Embotelladora del Atlántico S.A.	0,92	99,07	99,99
96.705.990-0	Envases Central S.A	59,27	-	59,27
Extranjera	Paraguay Refrescos S.A.	0,08	97,75	97,83
76.276.604-3	Red de Transportes Comerciales Ltda.	99,9	0,09	99,99
Extranjera	Rio de Janeiro Refrescos Ltda.	-	99,99	99,99
78.536.950-5	Servicios Multivending Ltda.	99,9	0,09	99,99
78.861.790-9	Transportes Andina Refrescos Ltda.	99,9	0,09	99,99
96.928.520-7	Transportes Polar S.A	99,99	-	99,99
76.389.720-6	Vital Aguas S.A.	65,50	-	65,50
93.899.000-k	Vital Jugos S.A.	15,00	50,00	65,00

Fuente: Elaboración Propia con información de EE.FF. al 31 de marzo de 2021.

Anexo 2: Estados de Flujos de Efectivo de Embotelladora Andina S.A.

Actividades de operación	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Cobros procedentes de regalías, cuotas, comisiones y otros ingresos de actividades ordinarias	91.676	89.126	83.322	92.772	79.875	24.071
Clases de pagos						
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios (-)	61.665	55.788	55.375	63.679	52.193	17.664
Pagos a y por cuenta de los empleados (-)	7.991	8.252	7.236	7.195	6.528	1.976
Otros pagos por actividades de operación (-)	10.659	12.432	9.716	10.348	9.158	2.584
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) operaciones	11.361	12.654	10.995	11.550	11.997	1.847
Dividendos recibidos (+)	28	57	22	15	40	0
Intereses pagados (-)	1.895	1.982	1.500	1.277	1.524	698
Intereses recibidos (+)	327	307	129	54	259	102
Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados) (-)	976	1.517	1.085	1.208	1.014	377
Otras entradas (salidas) de efectivo (-)	364	268	26	122	170	47
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	8.481	9.253	8.535	9.013	9.589	827
Actividades de inversión						
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras	667	581	566	0	0	0
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	0	528	0	0	0	0
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	3	4	9	1	0	0
Compras de propiedades, planta y equipo	4.866	6.301	4.392	3.910	2.954	455
Compras de activos intangibles	0	445	71	16	7	0
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	4.168	3.032	504	0	0	0
Compras de otros activos a largo plazo	2.952	1.532	0	0	0	0
Pagos derivados de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	0	0	0	2	16	1
Cobros procedentes de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	8	51	232	40	73	3
Otras entradas (salidas) de efectivo	0	0	0	0	4.797	2.737
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	4.324	6.300	4.284	3.887	7.701	3.188
Actividades de financiación						
Importes procedentes de préstamos	842	2.679	1.083	1.777	951	0
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	842	2.679	1.083	1.777	951	0
Reembolsos de préstamos	1.361	1.946	1.605	2.626	867	0
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	210	177	87	0	0	0
Pagos de pasivos por arrendamientos	0	0	0	106	137	28
Dividendos pagados	2.565	2.798	3.176	3.047	3.439	879
Otras entradas (salidas) de efectivo	434	682	374	488	7.381	147
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	3.728	2.924	4.159	4.490	3.889	1.054
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	429	29	93	635	5.777	3.414
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo						
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	30	217	46	72	549	30
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	459	187	47	708	5.227	3.444
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	4.902	5.271	4.942	4.858	5.420	10.530
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	5.361	5.084	4.989	5.566	10.648	0

Fuente: Elaboración Propia.