



Valoración Embotelladora Andina S.A.

Mediante Método de Flujos de Caja Descontados

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

Alumno: Gabriel Sandoval Parada

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Santiago, diciembre 2023

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. METODOLOGÍA
 - 1.1. Método de flujos de caja descontados
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA
 - 2.1. Descripción de la empresa
 - 2.1.1. Historia
 - 2.1.2. Antecedentes
 - 2.1.3. Grupo Controlador y Principales accionistas
 - 2.1.4. Filiales
 - 2.2. Descripción de la industria
 - 2.2.1. Estado actual
 - 2.2.2. Regulación y fiscalización
 - 2.2.3. Riesgos
 - 2.2.4. Empresas comparables
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL
 - 3.1. Deuda financiera
 - 3.2. Patrimonio económico
 - 3.3. Valor económico
 - 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL
 - 4.1. Costo de la deuda
 - 4.2. Beta de la deuda
 - 4.3. Estimación del beta patrimonial
 - 4.4. Beta patrimonial sin deuda
 - 4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo
 - 4.6. Costo patrimonial
 - 4.7. Costo de capital
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO
 - 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa
 - 5.1.1. Análisis por producto
 - 5.1.2. Análisis por segmento
 - 5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa
 - 5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa
 - 5.4. Análisis de márgenes de la empresa
 - 5.5. Análisis de los activos de la empresa
 - 5.5.1. Activos operacionales y no operacionales
 - 5.5.2. Capital de trabajo operativo neto
 - 5.5.3. Inversiones
 - 5.6. Análisis de crecimiento de la industria
 - 5.6.1. Análisis crecimiento productos Soft Drink
 - 5.6.2. Análisis crecimiento productos Cervezas y Otros Alcohólicos
6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS
 - 6.1. Ingresos operacionales proyectados
 - 6.2. Costos y gastos operacionales proyectados
 - 6.3. Resultado no operacional proyectado
 - 6.4. Impuesto corporativo proyectado
 - 6.5. Estado de resultados proyectado en MUF
 - 6.6. Estado de resultados proyectado porcentual
7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE
 - 7.1. Inversión en reposición

- 7.2. Nuevas inversiones de capital
- 7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto
- 7.4. Valor terminal
- 7.5. Flujos de caja libre proyectados

- 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO
 - 8.1. Valor presente de los flujos de caja libre
 - 8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto
 - 8.3. Activos prescindibles y otros activos
 - 8.4. Valorización económica de la empresa
 - 8.5. Análisis de sensibilidad

- 9. BIBLIOGRAFÍA

- 10. ANEXO

ÍNDICE DE CUADROS

- Cuadro 1: Antecedentes Embotelladora Andina
- Cuadro 2: Ingresos y EBITDA Embotelladora Andina por país
- Cuadro 3: Ingresos por producto
- Cuadro 4: Propiedad de la Compañía
- Cuadro 5: Doce Principales Accionistas
- Cuadro 6: Participación en Filiales
- Cuadro 7: Resultados Filiales
- Cuadro 8: Participación de Mercado
- Cuadro 10: CCU
- Cuadro 11: Embonor
- Cuadro 12: Deuda Financiera Embotelladora Andina S.A.
- Cuadro 13: Préstamos Bancarios Embotelladora Andina S.A.
- Cuadro 14: Obligaciones con el público Embotelladora Andina S.A.
- Cuadro 15: Patrimonio Económico Embotelladora Andina S.A.
- Cuadro 16: Valor Económico Embotelladora Andina S.A.
- Cuadro 17: Estructura de capital histórica y objetivo Embotelladora Andina S.A.
- Cuadro 18: Betas Históricas Embotelladora Andina-B
- Cuadro 19: Ingresos (MUF), Variación y Ponderación por producto 2016 – 2022
- Cuadro 20: Ingresos por producto 2016 - 2022 (MUF)
- Cuadro 21: Ingresos, Variación y Ponderación por país 2016 – 2022
- Cuadro 22: Ingresos por país 2016 – 2022
- Cuadro 23: Resultado Operacional Chile
- Cuadro 24: Resultado Operacional Argentina
- Cuadro 25: Resultado Operacional Brasil
- Cuadro 26: Resultado Operacional Paraguay
- Cuadro 27: Resultado Operacional Consolidado
- Cuadro 28: Resultado No Operacional Consolidado
- Cuadro 29: Otras ganancias (pérdidas)
- Cuadro 30: Otros gastos, por función
- Cuadro 31: Otros Ingresos
- Cuadro 32: Ingresos financieros
- Cuadro 33: Costos Financieros
- Cuadro 34: Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos mediante método de la participación
- Cuadro 35: Razones de Rentabilidad Históricas
- Cuadro 36: Clasificación activos de la empresa

Cuadro 37: Capital de trabajo operativo neto
Cuadro 38: Inversiones
Cuadro 39: Crecimiento Producto Soft Drinks
Cuadro 40: Crecimiento Producto Cervezas y Otros Alcohólicos
Cuadro 41: Proyección Mix de Productos
Cuadro 42: Proyección Ingresos por segmento
Cuadro 43: Resultado Operacional Consolidado
Cuadro 44: Resultado Operacional Chile
Cuadro 45: Resultado Operacional Argentina
Cuadro 46: Resultado Operacional Paraguay
Cuadro 47: Resultado No Operacional Consolidado
Cuadro 48: Otras Ganancias (pérdidas)
Cuadro 49: Otros gastos, por función
Cuadro 50: Otros Ingresos
Cuadro 51: Ingresos Financieros
Cuadro 52: Costos Financieros
Cuadro 53: Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos por el método de la participación
Cuadro 54: Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera y resultados por unidades de reajuste
Cuadro 55: Impuestos Corporativos
Cuadro 56: EERR Consolidado
Cuadro 57: EERR Consolidado como % de las ventas
Cuadro 58: Análisis históricos Inversiones en PPE e Intangibles
Cuadro 59: Ingresos, Activos y PPE
Cuadro 60: Proyección Activos, Ingresos y Depreciación
Cuadro 61: Inversión en Reposición
Cuadro 62: Nuevas Inversiones de Capital
Cuadro 63: Inversión o liberación de CTON proyectado
Cuadro 64: Flujos de Caja Libre proyectados
Cuadro 65: Valor Presente de los Flujos de Caja Libre proyectados
Cuadro 66: Exceso o déficit de CTON
Cuadro 67: Activos prescindibles y otros activos
Cuadro 68: Detalle Otros Activos
Cuadro 69: Detalle Activos Prescindibles
Cuadro 70: Valoración Económica Embotelladora Andina
Cuadro 71: Sensibilidad en el precio WACC vs tasa de crecimiento ventas promedio Chile
Cuadro 72: Sensibilidad porcentual respecto a precio original

RESUMEN EJECUTIVO

- Embotelladora Andina S.A., fundada en 1946 en Santiago de Chile es una de las mayores embotelladoras de Coca-Cola en LATAM, con operaciones en Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Forma parte del sistema de embotellamiento de Coca-Cola, que es una red global de compañías independientes que embotellan y distribuyen productos de Coca-Cola bajo franquicia
- La composición accionaria de la compañía se divide en Serie A (preferente) y Serie B (ordinaria), y sus principales controladores son las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Said Handal y Said Somavía, quienes manejan en partes iguales la sociedad
- La compañía divide su Mix de productos en *gaseosas*, *agua embotellada*, *Jugos y Otros*, y *Cervezas y Otros Alcoholes*, representando un 70%, 13%, 12% y 5% de sus ingresos al año 2022, respectivamente. Si lo observamos a nivel de segmentos, Chile lidera con un 42%, seguido por Argentina con un 26%, Brasil con 24% y Paraguay con un 8%, al mismo período de estudio
- A partir del Mix previamente definido se establecieron a CCU y Embonor como empresas comparables, dado que poseen una cartera de productos similar (liderando en bebidas no alcohólicas) y porque la mayor parte de su operación se concentra en Chile. Lo anterior es relevante dado que se descartaron compañías tales como Cervecerías AmBev por tener su mercado principal fuera de Chile y por tener un Mix de productos centrado principalmente en bebidas alcohólicas, Viña San Pedro por concentrar su Mix únicamente en bebidas alcohólicas y Femsa por no contar con Chile como su segmento principal
- Embotelladora Andina al 31 de marzo cuenta con un valor económico de MUF 82.224, compuesto por MUF 32.867 en deuda financiera – principalmente en obligaciones con el público –, y por MUF 49.357 en patrimonio económico. Con estos antecedentes se definió una estructura de capital objetivo del 42,47%
- A nivel de costo de capital, se obtuvo través del método del WACC una tasa de descuento del 4,91%

- Se proyectaron los ingresos operacionales considerando que se mantendrá constante el Mix de productos en los segmentos donde la compañía opera. De esta forma y utilizando las Bases de Datos de Euromonitor para las proyecciones de la industria, se obtuvo a nivel consolidado un crecimiento promedio anual del -0,06% en términos reales
- El margen operacional se proyecta en promedio en un 13% de las ventas manteniéndose en niveles similares a los históricos, mientras que el margen no operacional alcanza el - 3,6%, disminuyendo en 2 bps respecto al promedio histórico principalmente por una caída en *Otros Ingresos* y en *Ingresos Financieros*, esto último como resultado de una mejor caja proyectada como efecto post pandemia COVID-19 y menores tasas de inversión
- Por su parte el margen neto se proyecta en promedio en un 6,8% de ventas, aumentando en 2 bps respecto al promedio histórico principalmente explicado por un menor efecto impositivo, que disminuye desde el 3,1% de los ingresos a nivel histórico a un 2,5% proyectado
- Respecto a las inversiones, se proyecta a partir de 2024 una inversión en reposición similar a la depreciación y amortización, nuevas inversiones de capital en el orden de las MUF 5.569 para 2024 y 2025, además de una inversión en CTON en alrededor de 90 MUF anuales hasta 2026
- El valor terminal para la evaluación es de MUF 40.846 y se obtiene considerando que la empresa no tiene crecimiento a partir de 2028, esto bajo el supuesto de que gran parte del crecimiento e inversión serán destinados a recuperar cuotas de mercado perdidas en Brasil y a mantener la posición relevante a nivel local
- Finalmente, El patrimonio económico de la empresa alcanza las MUF 31.974. De esta forma, a través del método de Flujos de Caja Descontados es posible obtener un precio por acción de \$2.403, un 17% superior al precio de real de la acción que al 31 de marzo de 2023 alcanzó los \$2.050

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración. Método de flujo de Caja Descontados.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de

caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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

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

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

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Historia

Embotelladora Andina es una de las mayores embotelladoras de Coca-Cola en América Latina, con operaciones en cuatro países: Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Forma parte del sistema de embotellamiento de Coca-Cola, que es una red global de compañías independientes que embotellan y distribuyen productos de Coca-Cola bajo franquicia.

Los orígenes de Embotelladora Andina están vinculados a la historia de la industria de bebidas no alcohólicas y, en particular, a la historia de Coca-Cola, que data de finales del siglo XIX. La embotelladora opera en el contexto de esta industria bien establecida y competitiva, donde las estrategias de marketing, la eficiencia de la producción y la distribución, así como la calidad y el sabor del producto, son factores clave para el éxito.

La historia de Embotelladora Andina comienza en 1946 cuando se creó en Santiago de Chile con el objetivo de embotellar y distribuir productos de Coca-Cola en la región. En los años siguientes, Andina experimentó un fuerte crecimiento, tanto orgánico como a través de adquisiciones, que le permitió expandir su presencia geográfica y su portafolio de productos.

Los derechos de distribución que tiene Embotelladora Andina son para producir y/o distribuir productos de la marca Coca-Cola y otras marcas en determinados territorios de Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Estos poseen vida útil indefinida, no se amortizan y se renuevan cada cinco años (dado que históricamente son renovados permanentemente por The Coca-Cola Company).

En 1978, Embotelladora Andina se convirtió en una compañía pública en Chile, y en 1994 comenzó a cotizar en la Bolsa de Comercio de Nueva York. Esto permitió a la compañía acceder a mayor financiamiento para continuar su expansión y diversificación.

Durante las últimas décadas, la compañía ha continuado expandiendo su presencia y diversificando su portafolio de productos. Además de los productos de Coca-Cola,

actualmente embotella y distribuye una amplia variedad de bebidas no alcohólicas, incluyendo jugos, aguas minerales y bebidas deportivas.

Además, en un esfuerzo por adaptarse a las cambiantes preferencias de los consumidores y a las tendencias de salud y bienestar, Embotelladora Andina ha estado invirtiendo en nuevos productos y categorías, incluyendo bebidas bajas en azúcar y opciones más saludables.

2.1.2. Antecedentes de la empresa

El cuadro 1 entrega información referente a los nemotécnicos, clases, derechos y mercados donde se transan las acciones de Embotelladora Andina, su clasificación de riesgo, descripción, rubros y países donde opera la compañía.

Cuadro 1: Antecedentes Embotelladora Andina

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	Chile: Andina A; Andina B USA: AKO-A, AKO-B (cada ADR equivale a seis acciones comunes)
Clase de acción	Serie A y Serie B
Derechos de cada clase	La Serie A tiene derecho a elegir 12 de los 14 directores de la Compañía, mientras que la serie B, al tener menos derechos políticos, son compensados con un 10% adicional en los dividendos repartidos
Mercado donde transa sus acciones	Chile - USA
Clasificación de Riesgo	Local: ICR AA+, Fitch Chile AA+ Internacional: S&P BBB, Fitch Ratings BBB+
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Embotelladora Andina SA (Coca-Cola Andina) es una empresa de bebidas con sede en Chile. Su actividad principal es fabricar, embotellar, comercializar y distribuir los productos registrados bajo el nombre de The Coca-Cola Company (TCCC), así como comercializar y distribuir algunas marcas de otras compañías como Monster, Heineken, AB Inbev, Diageo y Capel, entre otras.
Rubros y países donde opera	Los segmentos operativos de la Compañía han sido determinados por las ubicaciones geográficas donde opera y posee licencias para producir, comercializar y distribuir productos: Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. Los cuatro segmentos identificados desarrollan su negocio a través de la producción y venta de refrescos, otras bebidas y envases.

Fuente: Euromonitor

Respecto a los resultados de la compañía, en el cuadro 2 es posible observar que al año 2022 Chile concentró el 42% de los ingresos y el 37% del EBITDA de la compañía, posicionándose como el principal mercado para la marca. Le siguen Argentina y Brasil con resultados bastante similares entre sí en cuanto a ingresos y EBITDA – en el orden de un 25% cada uno –, superando a Paraguay que representa un 8% de los ingresos totales y un 13% del EBITDA de la compañía.

Analizando el mix de productos, en el cuadro 3 se puede apreciar que las gaseosas representan un 70% de las ventas de la compañía (MMUS\$2.129), seguidas por el agua embotellada con un 13% (MMUS\$384), jugos y relacionados con un 12% (MMUS\$367) y finalmente las cervezas y otros alcoholes con un 6% (MMUS\$182).

Cuadro 2: Ingresos y EBITDA Embotelladora Andina por país

Países y rubros donde opera (2022)	Ingresos (MMUS\$)	%	EBITDA (MMUS\$)	%
Chile	1284,5	42%	197,8	37%
Gaseosas	668,0	52%		
Aguas	231,2	18%		
Jugos y Otros	218,4	17%		
Cervezas y Otros Alcoholes	167,0	13%		
Brasil	734,0	24%	128,3	24%
Gaseosas	594,6	81%		
Aguas	51,4	7%		
Jugos y Otros	73,4	10%		
Cervezas y Otros Alcoholes	14,7	2%		
Argentina	795,2	26%	139,0	26%
Gaseosas	668,0	84%		
Aguas	71,6	9%		
Jugos y Otros	55,7	7%		
Cervezas y Otros Alcoholes	0,0	0%		
Paraguay	244,7	8%	69,5	13%
Gaseosas	198,2	81%		
Aguas	29,4	12%		
Jugos y Otros	19,6	8%		
Cervezas y Otros Alcoholes	0,0	0%		
Total	3.058,4	100%	534,7	100%

Fuente: Memoria Anual 2022

Cuadro 3: Ingresos por producto

Producto	Ingresos (MMUS\$)	%
Gaseosas	2.129	70%
Aguas	384	13%
Jugos y Otros	367	12%
Cervezas y Otros Alcoholes	182	6%
Total	3.058,4	100%

Fuente: Memoria Anual 2022

2.1.3. Grupo Controlador y Principales accionistas

La propiedad de Embotelladora Andina se distribuye en acciones de Serie A y Serie B, las que se diferencian principalmente por sus derechos políticos de voto y económicos.

SERIE A

- Derecho a elegir 12 de 14 directores
- Distribución de dividendos

SERIE B

- Derecho a elegir 2 de 14 directores
- Distribución de dividendos, aumentados en un 10%

Los derechos de elección de directores y distribución de dividendos para ambas series vencen el 31 de diciembre de 2130. Una vez cumplido ese plazo, se suprimirán las series, pasando a ser acciones ordinarias en su totalidad.

Cuadro 4: Propiedad de la Compañía

Propiedad de la Compañía						
	Serie A	% Propiedad	Serie B	% Propiedad	Total	% Propiedad
Grupo Controlador	262.428.986	55,45%	85.920.727	18,15%	348.349.713	36,80%
Otros	108.015.682	22,82%	322.271.152	68,09%	430.286.834	45,46%
Coca-Cola (*)	69.348.241	14,65%	0	0,00%	69.348.241	7,33%
AFPs	30.066.330	6,35%	40.402.490	8,54%	70.468.820	7,44%
ADRs	3.430.062	0,72%	24.686.934	5,22%	28.116.996	2,97%
Total	473.289.301	100%	473.281.303	100%	946.570.604	100%

Fuente: Memoria Anual 2022

(*) Único accionista, distinto al Grupo Controlador, que excede el 10% de participación en la propiedad de Andina.

Del cuadro 4, es posible mencionar que al 31 de diciembre de 2022 el grupo controlador posee el 36,8% de las acciones vigentes con derecho a voto, el que está conformado por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Said Handal y Said Somavía, quienes manejan en partes iguales a la Sociedad.

Principales Accionistas

Los doce principales accionistas de Embotelladora Andina S.A. están distribuidos de la siguiente forma:

Cuadro 5: Doce Principales Accionistas

Accionista	Acciones Suscritas y Pagadas	
	Total	% propiedad
Inversiones Cabildo Spa	102.438.649	10,82%
Inversiones Sh Seis Limitada	90.654.649	9,58%
Coca-Cola De Chile S. A.	67.938.179	7,18%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	66.642.646	7,04%
Inversiones Nueva Delta S.A.	58.927.056	6,23%
Banco De Chile Por Cuenta De State Street	50.895.676	5,38%
Larrain Vial S.A. Corredora De Bolsa	37.977.275	4,01%
Banco Santander – JP Morgan	36.950.813	3,90%
BTG Pactual Chile S.A Corredores de Bolsa	34.425.950	3,64%
The Bank Of New York Mellon	28.168.854	2,98%
Banco De Chile Por Cuenta De Terceros Ca	25.038.837	2,65%
Banco Santander Chile	29.625.162	3,13%
Total Acciones	629.683.746	66,54%

Fuente: Estados Financieros

Del cuadro 5, es posible observar que los tres principales accionistas controlan más de la cuarta parte de la compañía (27,6%), y entre los doce mayores accionistas alcanzan una cobertura del 66,5% del total de las acciones.

2.1.4. Filiales

Embotelladora Andina S.A. es una compañía multinacional con una serie de filiales que operan en los mercados de Chile, Argentina, Brasil y Paraguay, las que son responsables de la producción, comercialización y distribución de una amplia gama de bebidas.

En el cuadro 6 se puede apreciar que Andina tiene control directo e indirecto (a través de otra sociedad) sobre 17 filiales en los cuatro mercados ya mencionados.

Cuadro 6: Participación en Filiales

Filiales (Incluidas en la consolidación)				
RUT	Nombre de la Sociedad	Directo	Indirecto	Total
96.842.970-1	Andina Bottling Investments S.A.	99,90%	0,09%	99,99%
96.972.760-9	Andina Bottling Investments Dos S.A.	99,90%	0,09%	99,99%
Extranjera	Andina Empaques Argentina S.A.	0,00%	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%	0,00%	99,99%
Extranjera	Embotelladora del Atlántico S.A.	0,92%	99,07%	99,99%
96.705.990-0	Envases Central S.A.	59,27%	0,00%	59,27%
Extranjera	Paraguay Refrescos S.A.	0,08%	97,75%	97,83%
76.276.604-3	Red de Transportes Comerciales Ltda.	99,90%	0,09%	99,99%
77.427.659-9	Re-Ciclar S.A.	60,00%	0,00%	60,00%
Extranjera	Rio de Janeiro Refrescos Ltda.	0,00%	99,99%	99,99%
78.536.950-5	Servicios Multivending Ltda.	99,90%	0,09%	99,99%
78.861.790-9	Transportes Andina Refrescos Ltda.	99,90%	0,09%	99,99%
77.526.480-2	Comercializadora Novaverde S.A.	0,00%	99,99%	99,99%
96.928.520-7	Transportes Polar S.A.	99,99%	0,00%	99,99%
76.389.720-6	Vital Aguas S.A.	66,50%	0,00%	66,50%
93.899.000-k	VJ S.A.	15,00%	50,00%	65,00%

Fuente: Memoria Anual 2022

Cuadro 7: Resultados Filiales

País	Activos		Resultado Operacional		Ganancia (Perdida)	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Chile	2.126.643.158	1.726.397.395	19.011.636	25.271.863	211.964.005	218.066.592
Argentina	341.704.784	404.460.800	53.782.379	88.643.430	21.866.185	37.564.692
Brasil	903.369.980	949.137.543	72.479.337	84.531.293	45.603.089	53.521.298
Paraguay	343.269.734	341.611.741	44.766.041	50.579.364	40.788.801	45.554.603
Total	3.714.987.656	3.421.607.479	190.039.393	249.025.950	320.222.080	354.707.185

Fuente: Memoria Anual 2021 y 2022

Desde el cuadro 7 es posible observar que las filiales en Chile son las que reportaron mayores ganancias en 2022, mientras que Argentina y Brasil presentaron los mejores resultados operacionales.

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

Para el año 2023 se espera un crecimiento menor en volumen para el sector en comparación con 2022, en un contexto de disminución de la liquidez en la economía chilena. No obstante, diversas empresas del sector se encuentran ingresando o expandiéndose en la categoría de productos premium, lo que favorece el precio promedio de las compañías. CCU por su parte buscará optimizar sus márgenes a través de un importante crecimiento en volumen y a la continuación de su incursión en el sector de cervezas premium, lo que le permitiría generar economías de escala en un sector altamente competitivo. Al igual que en 2021, Andina y Embonor seguirán beneficiándose de acuerdos de distribución de nuevos productos, en particular gracias al acuerdo con Viña Santa Rita, lo que favorecerá a su precio promedio.

Es importante seguir de cerca las condiciones macroeconómicas y políticas en Chile, Argentina, Brasil y Europa, ya que podrían afectar de manera significativa las operaciones de las diferentes compañías.

Particularmente para el caso de Andina, la principal fuente de su negocio son las bebidas no alcohólicas, las que representan el 94,7% del volumen total de ventas. Andina es el mayor embotellador de bebidas del Sistema Coca-Cola en Chile y Argentina, el tercero más importante de Brasil y el único con presencia en Paraguay. Esta amplitud geográfica le permite diversificar las fuentes de volumen, ingresos y margen EBITDA ajustado consolidado. En el cuadro 8 se puede apreciar que Andina posee un market share consolidado en la región de un 64% para la categoría de bebidas gaseosas, de un 45% para jugos y otros y de un 38% para aguas embotelladas.

Cuadro 8: Participación de Mercado

Participación de Mercado			
Mercado	Gaseosas	Jugos y Otros	Aguas
Argentina	59%	47%	15%
Brasil	63%	52%	29%
Chile	64%	40%	44%
Paraguay	75%	63%	55%
Consolidado	64%	45%	38%

Fuente: Memoria Anual 2022

2.2.2. Regulación y fiscalización

Embotelladora Andina S.A., al estar registrada en los mercados financieros tanto de Chile como de Estados Unidos, se encuentra bajo supervisión de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Comisión de Valores e Intercambio de los Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)).

En cuanto a su funcionamiento, Embotelladora Andina S.A. se rige por las legislaciones nacionales de cada país en las áreas laborales, de salud pública, protección al consumidor, medio ambiente, prohibición de prácticas monopolísticas y competitividad, entre otros. Dichas áreas son supervisadas por las respectivas entidades reguladoras.

En Chile, las plantas y los productos fabricados son objeto de inspección regular por las SEREMI de Salud. Además, la producción de agua mineral está sujeta a reglamentaciones especiales, debiendo ser originada exclusivamente en la fuente y su certificación es responsabilidad del Servicio de Salud Metropolitano del Ambiente.

Por su parte, la legislación brasileña exige que los productores de alimentos y bebidas registren todos sus productos y obtengan una autorización, con una validez de 10 años, del Ministerio de Agricultura y Abastecimiento y del Ministerio de Salud.

En Argentina, se requieren licencias para la producción y distribución de bebidas carbonatadas en el país. Para ello, las empresas deben estar registradas en los registros nacionales de establecimiento y producto alimentario. Las plantas son inspeccionadas por las agencias municipales de salud.

En Paraguay, los productores de alimentos y bebidas deben inscribir sus plantas y productos en el Ministerio de Salud, entidad encargada de supervisar tanto las plantas como los productos en el mercado. En términos de medio ambiente, las industrias deben obtener una licencia otorgada por la Secretaría del Medio Ambiente, que vela por el cumplimiento de estas leyes.

2.2.3. Riesgos

Embotelladora Andina S.A., como cualquier compañía internacional, está sujeta a múltiples riesgos que pueden impactar su rendimiento y operaciones. A continuación, se presentan los principales riesgos a los que existe exposición.

Riesgos regulatorios: Dado que opera en cuatro países, debe cumplir con diversas regulaciones y leyes en cada uno de ellos, por lo que cualquier modificación puede afectar su capacidad para operar de manera efectiva. Revisando antecedentes recientes, el Congreso chileno aprobó la Ley N°20.606 – en vigencia desde 2016 – que regula el etiquetado de los productos de consumo, incluyendo bebidas gaseosas, jugos y aguas embotelladas, cuya implementación ha sido por etapas y con requisitos de etiquetado cada vez más estrictos a partir de 2018 y 2019. Argentina por su parte, y con el mismo fin, en 2021 publicó la “Ley de Nutrición Saludable” (Ley N°27.642), conocida como “Ley de Etiquetado de Alimentos”.

Riesgo de tipo de cambio: como Embotelladora Andina S.A. opera en varios países, está expuesta a fluctuaciones en las tasas de cambio de divisas. Esto podría afectar su rentabilidad, especialmente si la moneda local se deprecia frente al dólar, lo que aumenta los costos de las importaciones y reduce el valor de los ingresos en moneda extranjera. Las materias primas más importantes son el concentrado, que se adquieren de filiales de The Coca-Cola Company, edulcorantes y materiales de empaque. Los costos de materia prima de empaques surgen de la compra de resina y preformas de plástico para botellas plásticas y de la compra de botellas de plástico terminadas, cuyos precios están relacionados con los precios del petróleo crudo y la oferta de resina global. Los precios del concentrado se fijan mediante un acuerdo entre la Sociedad y The Coca-Cola Company. Por otro lado, los precios de las materias primas restantes están impulsados por los precios de mercado y la disponibilidad local, fluctuaciones en los tipos de cambio e inflación.

Riesgo de tasa de interés: Las variaciones en las tasas de interés pueden afectar los costos de financiamiento de la empresa. Un aumento en las tasas puede incrementar los costos de los préstamos y reducir la rentabilidad, aspecto muy importante debido a que su principal fuente de financiamiento es la deuda pública. Una rebaja en la calificación soberana de la deuda de Chile por parte de las agencias internacionales de calificación crediticia podría tener consecuencias negativas para el país, lo que a la postre podría resultar en un aumento de los costos financieros para Chile o limitar su acceso a los

mercados de capitales. Cuando la calificación de la deuda de un país se degrada, se considera que existe un mayor riesgo de incumplimiento de pago. Como resultado, los inversionistas pueden exigir tasas de interés más altas cuando el país busca financiamiento a través de la emisión de bonos o la obtención de préstamos. Esto aumenta los costos financieros para el país, ya que tendrá que pagar más intereses sobre su deuda.

Riesgo de crédito: Si los clientes de Embotelladora Andina S.A. enfrentan dificultades financieras y no pueden pagar a tiempo o en absoluto, esto puede impactar negativamente en los ingresos y la liquidez de la empresa. El riesgo de crédito al cual está expuesta Embotelladora Andina proviene principalmente de las cuentas por cobrar comerciales mantenidas con clientes minoristas, distribuidores mayoristas y cadenas de supermercados de mercados domésticos; y de las inversiones financieras mantenidas con bancos e instituciones financieras, tales como depósitos a plazo, fondos mutuos e instrumentos financieros derivados.

Riesgo de inflación: Una inflación alta puede incrementar los costos de producción, pudiendo reducir los márgenes de beneficio. Además, si la inflación es más alta de lo esperado, puede erosionar el poder de compra de los clientes y reducir la demanda de productos. Para el caso de Argentina, la depreciación de su moneda (ARS) tiene un impacto negativo en los resultados, debido a que los Estados Financieros de las filiales utilizan el ARS como moneda funcional, convirtiéndose a CLP para efectos de consolidación, lo que afecta tanto los resultados como el patrimonio debido al efecto de conversión. Además, la mayoría de los costos de las materias primas en Argentina están vinculados al precio del USD. Durante el año 2022, se observó una depreciación promedio del ARS frente al USD de aproximadamente el 36,9%, con una depreciación puntual a fin de año del 72,1%. Todos estos factores generaron un efecto de conversión en los ingresos, costos y gastos reportados, además de ejercer presión sobre los costos indexados al USD.

2.2.4. Empresas comparables

Al evaluar empresas comparables, es esencial tener en cuenta varios aspectos para asegurarse de que los parámetros de comparación sean relevantes y proporcionen información significativa. En este caso, se ha considerado a CCU (Compañía de Cervecerías Unidas, y Coca-Cola como empresas comparables debido a similitudes en su mix de productos, presencia territorial y los mercados donde operan.

Mix de productos: CCU y Embonor tienen una cartera de productos similar, ya que se dedican principalmente a la producción y distribución de bebidas no alcohólicas. Estas empresas cuentan con marcas reconocidas a nivel internacional y ofrecen una amplia variedad de productos, que incluyen gaseosas, jugos, aguas, bebidas energéticas y en último lugar bebidas alcohólicas. Esto permite una comparación directa en términos de la diversificación de sus productos y la exposición a diferentes segmentos de mercado.

Presencia territorial: Ambas empresas tienen una presencia geográfica significativa en varios países, siendo Chile su mercado más importante. CCU tiene una fuerte presencia en Chile, Argentina, Uruguay y Colombia mientras que Embonor opera en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. Esta presencia territorial similar les otorga una base de comparación adecuada en términos de los desafíos y oportunidades relacionados con la expansión en diferentes mercados y la gestión de la cadena de suministro a nivel regional.

Mercados de operación: CCU y Embonor operan en mercados similares y enfrentan desafíos y regulaciones relacionadas con la industria de bebidas en América Latina. Estos mercados comparten características comunes, como patrones de consumo, preferencias de los consumidores y dinámicas competitivas. Al comparar estas empresas, se pueden identificar tendencias y factores clave que afectan a la industria en general, como cambios en los hábitos de consumo, fluctuaciones económicas y regulaciones gubernamentales.

Tamaño y escala: Tanto CCU como Embonor son empresas de gran tamaño en la industria de bebidas en América Latina. Tienen una infraestructura operativa sólida, con una amplia red de distribución, plantas de producción y capacidades logísticas. Esto les permite obtener economías de escala, acceder a recursos estratégicos y enfrentar desafíos similares relacionados con la gestión de operaciones a gran escala.

CCU (Compañía Cervecerías Unidas)

Cuadro 10: CCU

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	CCU
Clase de acción	Chile: Acciones ordinarias US: ADR (1 ADR = 2 acciones ordinarias)
Derechos de cada clase	Las acciones ordinarias y las acciones de serie B de CCU tienen derechos de voto y derechos económicos. Ambas clases de acciones confieren derechos a los accionistas, como el derecho a recibir dividendos y participar en la distribución de activos en caso de liquidación.
Mercado donde transa sus acciones	Chile - US (New York Stock Exchange)
Clasificación de Riesgo	Fitch Chile AA+, ICR Chile AA+
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Compañía productora, embotelladora, vendedora y distribuidora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, con amplia presencia en negocios de cervezas, vinos, pisco, sidra, ron, snacks y en el negocio de las bebidas sin alcohol.
Rubros y países donde opera	CCU produce una amplia gama de productos, tales como cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales, néctares, vino y pisco, entre otros, y concentra operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay.

Fuente: Memoria Anual 2022, Investing.com, Euromonitor

Ingresos 2022: MM\$2.752.262

EBITDA 2022: MM\$380.204

Coca-Cola Embonor

Cuadro 11: Embonor

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	EMBONORB
Clase de acción	Serie A y Serie B
Derechos de cada clase	Las acciones ordinarias de Embonor confieren a los accionistas derechos de voto y derechos económicos, como el derecho a recibir dividendos y participar en la distribución de activos en caso de liquidación. La acción serie A permite la elección de 6 directores y un 5% de dividendo adicional, mientras que la acción serie B permite la elección de 1 director.
Mercado donde transa sus acciones	Chile
Clasificación de Riesgo	Feller Rate AA, ICR Chile AA
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Coca Cola Embonor SA es una empresa con sede en Chile dedicada al sector de las bebidas. Se dedica a la producción y distribución de bebidas gaseosas sin alcohol en Chile y Bolivia, bajo licencia de The Coca-Cola Company. Su gama de productos también incluye agua embotellada, bebidas energéticas y zumos de frutas. La cartera de marcas de la empresa incluye Coca-Cola, Fanta, Sprite, Nordic Mist, Powerade, Quatro, Aquarius, Fuze Tea, Andina y Kapo, entre otras. Sus clientes incluyen Walmart Chile Comercial Ltda, Super 10 SA, Rendic Hermanos SA y Supermercados Fidalga, entre otros.
Rubros y países donde opera	La empresa opera a través de una serie de filiales, como Embonor SA, Embonor Inversiones SA, Embotelladoras Bolivianas Unidas SA, así como Embonor Empaques SA.

Fuente: Memoria Anual 2022, Investing.com, Euromonitor

Ingresos 2022: MM\$1.113.177

EBITDA 2022: MM\$177.546

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda Financiera

El cuadro 12 desglosa la deuda financiera obtenida desde el balance de Embotelladora Andina S.A., y que se compone principalmente de préstamos bancarios, obligaciones con el público y depósitos en garantía por envases.

Cuadro 12: Deuda Financiera Embotelladora Andina S.A.

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Deuda financiera corriente	2.459	2.537	2.036	1.434	1.327	1.541	10.461	9.329
Préstamos Bancarios	782	1.174	782	51	27	1	20	20
Obligaciones con el público	1.014	752	750	763	643	819	9.705	8.632
Obligaciones por arrendamientos financieros	106	77	56	212	197	264	202	155
Depósitos en garantía por envases	510	517	444	394	417	432	468	454
Obligaciones por contratos de derivados	47	17	5	13	42	24	66	67
Deuda financiera no corriente	27.386	25.217	25.995	26.257	34.049	33.591	25.770	23.538
Préstamos Bancarios	673	487	88	32	138	129	381	376
Obligaciones con el público	26.024	24.189	25.406	25.396	31.610	32.933	21.742	21.044
Obligaciones por arrendamientos financieros	689	540	501	828	528	529	453	400
Depósitos en garantía por envases	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones por contratos de derivados	-	-	-	-	1.774	-	3.195	1.719
Deuda Financiera MUF	29.846	27.754	28.030	27.691	35.376	35.132	36.231	32.867

Fuente: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.

La empresa entre 2016 y 2019 mantuvo un nivel estable de endeudamiento, mientras que a partir del año 2020 registró un aumento significativo de MUF 7.685 (+27,8%) en su deuda financiera, explicado principalmente por el alza de MUF 6.214 (+24,5%) en obligaciones no corrientes con el público (emisión de bonos USA serie 2050 en enero de 2020).

En el cuadro 13 se observan los préstamos bancarios vigentes de la empresa a diciembre 2022 y marzo 2023, donde un 94,9% corresponden a obligaciones de largo plazo con vencimiento principalmente entre los años 2025 y 2026.

Cuadro 13: Préstamos Bancarios Embotelladora Andina S.A.

Préstamos Bancarios			Corriente (M\$)		No Corriente (M\$)	
Contraparte	Amortización	Tasa Nominal	dic-22	mar-23	dic-22	mar-23
Banco Estado	Semestral	2,00%	28.683	13.111	4.000.000	4.000.000
Scotiabank Chile S.A.	Semestral	9,49%	53.350	74.731	4.500.000	4.500.000
Scotiabank Chile S.A.	Semestral	3,32%	-	13.994	4.866.211	4.741.891
Itaú Corpbanca	Al Vencimiento	0,18%	606.767	614.794	-	-
Total (M\$)			688.800	716.630	13.366.211	13.241.891
Total MUF			20	20	381	372

Fuente: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.

El cuadro 14 expone las obligaciones con el público de la empresa vigentes a diciembre 2019 y marzo 2023, donde si bien es posible observar que el 71% de las obligaciones son de largo plazo, se espera un vencimiento de un bono por 365 millones de dólares para el segundo semestre de 2023.

Cuadro 14: Obligaciones con el público Embotelladora Andina S.A.

Obligaciones con el público			Unidad Reajuste	Monto Nominal	Pago Interés	Tasa de Interés	Corriente (M\$)		No Corriente (M\$)	
Registro	Vencimiento	Serie					dic-22	mar-23	dic-22	mar-23
13-06-2021	01-12-2026	B	UF	1.113.690	Semestral	6,50%	10.513.470	11.279.285	28.795.438	29.176.388
23-08-2010	15-08-2031	C	UF	1.159.091	Semestral	4,00%	5.427.888	5.055.357	38.302.888	36.384.014
20-08-2013	16-08-2034	D	UF	4.000.000	Semestral	3,80%	1.967.995	654.756	140.443.920	142.301.920
02-04-2014	01-03-2035	E	UF	3.000.000	Semestral	3,75%	1.304.513	330.443	105.332.951	106.726.450
10-10-2018	25-09-2039	F	UF	5.700.000	Semestral	2,83%	1.491.144	91.932	200.132.586	202.780.236
01-10-2013	01-10-2023	-	US\$	365.000.000	Semestral	5,00%	316.293.761	288.460.021	-	-
21-01-2020	21-01-2050	-	US\$	300.000.000	Semestral	3,95%	4.479.358	1.795.219	256.758.000	237.123.000
Total (M\$)							341.478.129	307.667.013	769.765.783	754.492.008
Total MUF							9.726	8.648	21.924	21.208

Fuente: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.

3.2. Patrimonio económico

Al 31 de marzo de 2023 el patrimonio económico de Embotelladora Andina S.A. está compuesto por 473.289.301 acciones Serie A y 473.281.303 acciones Serie B, las que en conjunto totalizan un patrimonio efectivo de MUF 49.357.

Cuadro 15: Patrimonio Económico Embotelladora Andina S.A.

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Acciones Serie A								
Número acciones	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301	473.289.301
Precio por acción	2.289,00	2.850,00	2.249,80	1.879,90	1.580,00	1.600,00	1.640,00	1.660,00
Patrimonio M\$	1.083.359.210	1.348.874.508	1.064.806.269	889.736.557	747.797.096	757.262.882	776.194.454	785.660.240
Acciones Serie B								
Número acciones	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303	473.281.303
Precio por acción	2.491,20	3.070,70	2.391,45	1.918,65	1.829,00	1.850,00	2.079,90	2.050,00
Patrimonio M\$	1.179.038.382	1.453.304.897	1.131.828.572	908.061.172	865.631.503	875.570.411	984.377.782	970.226.671
Patrimonio M\$	2.262.397.592	2.802.179.405	2.196.634.841	1.797.797.729	1.613.428.599	1.632.833.292	1.760.572.236	1.755.886.911
Patrimonio MUF	85.866	104.566	79.687	63.504	55.501	52.686	50.143	49.357

Fuentes: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.; Investing.com

El patrimonio económico tuvo un alza de MUF 18.700 (+21,8) al 2017 explicado por el aumento en el precio de su acción, mientras que sufrió fuertes caídas por MUF 24.879 (-23,8%) y MUF 16.183 (-20,3%) en los años 2018 y 2019, respectivamente explicadas por el mismo motivo.

3.3. Valor económico

El cuadro 16 detalla el valor económico de Embotelladora Andina S.A., donde se puede observar que al 31 de marzo de 2023 la deuda financiera y el patrimonio económico totalizan MUF 82.224.

Cuadro 16: Valor Económico Embotelladora Andina S.A.

En Miles de UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Valor deuda financiera (B)	29.846	27.754	28.030	27.691	35.376	35.132	36.231	32.867
Patrimonio económico (E)	85.866	104.566	79.687	63.504	55.501	52.686	50.143	49.357
Valor Económico (V)	115.712	132.320	107.717	91.195	90.877	87.818	86.374	82.224

Fuentes: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.; Investing.com

Observando la serie histórica, el patrimonio económico alcanzó su punto máximo en 2017 con 132.320 MUF explicado por el alza en el precio de las acciones, contrastando con marzo 2023 donde la empresa registró su menor valor económico de los últimos siete años, ocasionado también por una disminución en el precio de sus acciones.

Es importante mencionar que, si bien en el año 2020 la empresa alcanzó su menor nivel de patrimonio económico - nuevamente arrastrada por el mal desempeño de la acción -, el fuerte aumento en la deuda financiera impidió que esto se viera reflejado en el valor económico de la entidad. Pese a lo anterior, el aumento en el nivel de endeudamiento no fue suficiente para paliar el efecto del bajo crecimiento en el precio de las acciones para los años 2021 y 2022, lo que, si bien en moneda local (pesos) se reflejó en un leve aumento del patrimonio económico, ajustando por inflación registramos caídas de 5,1% y 4,8% para ambos años, respectivamente.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

El cuadro 17 detalla la estructura de capital para Embotelladora Andina S.A., promediando en 51,17% para todo el período en estudio.

Cuadro 17: Estructura de capital histórica y objetivo Embotelladora Andina S.A.

En MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	E.C. Histórica Promedio dic16 - mar23	E.C. Histórica Promedio dic21 - mar23	E.C. Objetivo Promedio
B / V	25,79%	20,97%	26,02%	30,36%	38,93%	40,01%	41,95%	39,97%	33,00%	40,64%	29,02%
E / V	74,21%	79,03%	73,98%	69,64%	61,07%	59,99%	58,05%	60,03%	67,00%	59,36%	70,98%
B / E	34,76%	26,54%	35,18%	43,60%	63,74%	66,68%	72,26%	66,58%	51,17%	68,51%	42,47%

Fuentes: Estados Financieros Embotelladora Andina S.A.; Investing.com

Dado que consideramos que el patrimonio económico y la deuda financiera sufrieron importantes sesgos tanto con la contingencia nacional el año 2019 como con la pandemia del COVID-19 a partir del año 2020, estimamos que la estructura de capital objetivo de largo plazo debiese aislar aquellos períodos. Esto lo justificamos sobre la base de que ambos sucesos ocasionaron un aumento sostenido en el nivel de endeudamiento de la compañía, así como una fuerte disminución en el precio de la acción durante dicho período, distorsionando lo que a nuestro juicio habría sucedido sin estos acontecimientos.

Es por lo anterior, que estimamos que la estructura objetivo de capital objetivo para la compañía debiese considerar el promedio entre los años 2016 y 2022, excluyendo los años 2020 y 2021. De esta forma, se alcanza una estructura de capital objetivo por 42,47%.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la Deuda

Para obtener el costo de la deuda de Embotelladora Andina S.A. (se utilizará como referencia el *Yield to Maturity (YTM)* del bono de más largo plazo de la empresa. El YTM representa la tasa de mercado del bono, y por ende refleja el costo de la deuda actual de la compañía.

Así, el bono vigente de mayor plazo de la compañía es el BANDI-F (serie F) emitido el 25 de septiembre de 2018 por 5.700.000 U.F. y con vencimiento el 25 de septiembre de 2039. La YTM de este bono a marzo de 2023 alcanza el 2,90%, según se pudo constatar en la Bolsa de Santiago.

4.2. Beta de la Deuda

Para calcular el Beta de la deuda (utilizaremos el Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$K_b = R_f + \beta_d * PRM$$

Donde:

K_b: Costo de la deuda

R_f: Tasa libre de riesgo

β_d: Beta de la deuda

PRM: Premio por riesgo de Mercado

Para el premio por riesgo de mercado (PRM) de Chile se corresponde a 6,76% (asumiendo un PRM para USA de 5,5% y el CDS de Marzo con un lambda de 1,4)

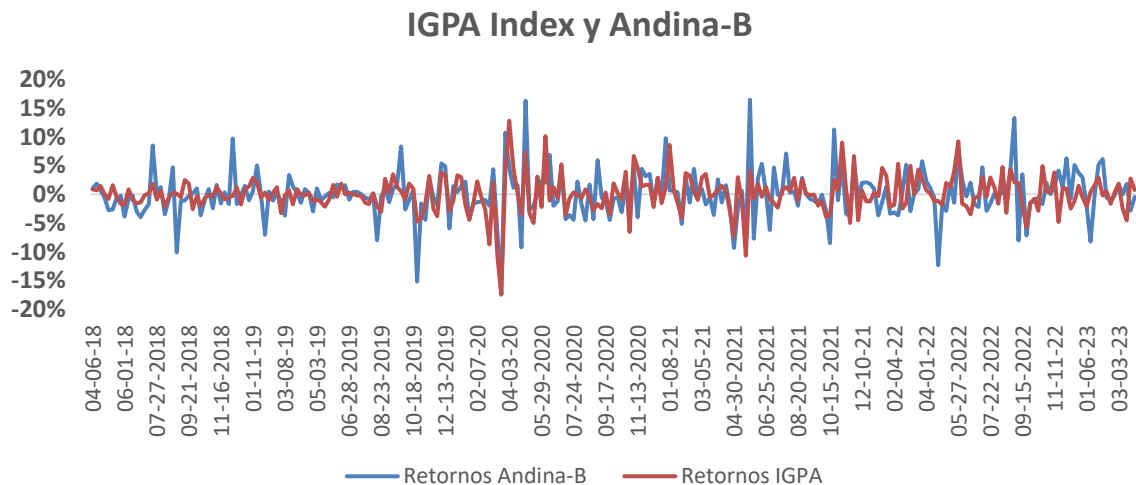
Así también, para la tasa libre de riesgo utilizamos los bonos del banco central en U.F. a 20 años (BCU-20) al 31 de marzo de 2023, transados a una tasa de un 1,69%. Es importante mencionar que consideramos este plazo dado que es una estructura que se asemeja al vencimiento de la deuda de la compañía, que para el caso del bono corresponde a aproximadamente 16 años plazo a partir de marzo 2023.

De esta forma, despejando el Beta de la deuda:

$$2,90\% = 1,69\% + \beta_d * 6,76\% \rightarrow \beta_d = 0,179$$

4.3. Estimación del Beta patrimonial

El Beta patrimonial con deuda de Embotelladora Andina S.A. fue obtenido a través del modelo CAPM, utilizando los retornos semanales del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) y Andina-B - ambos obtenidos de la Bolsa de Santiago, BCS - entre el 29 de marzo de 2018 y el 31 de marzo de 2023, en intervalos de dos años.



Fuente: Investing.com

El modelo utilizado es el siguiente:

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

Donde:

$R_{t,i}$ = Retorno de la acción de Andina-B

α = Intercepción de la regresión

β = Beta de la acción (sensibilidad ante los retornos de mercado)

$R_{t,m}$ = Retorno del Mercado (IGPA)

$\varepsilon_{t,i}$ = Término de error

En el cuadro 18 se pueden apreciar los resultados de la regresión, con un Beta acción que ha disminuido consistentemente a partir de marzo 2020, para todos los años con un P-Value igual a 0 que permite concluir que este indicador es significativo para todos los períodos en estudio.

Cuadro 18: Betas Históricas Embotelladora Andina-B

	Betas Históricas Embotelladora Andina-B					
	mar-20	mar-21	mar-22	mar-23	Prom. 20-22	Prom. 20-23
Beta Acción	0,86	0,70	0,61	0,58	0,72	0,69
P-Value (95% sig.)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,00	0,00
N° Observaciones	104	104	104	104	104	104
R ²	0,39	0,38	0,25	0,17	33,90%	29,56%
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuentes: Elaboración Propia; Investing.com; bolsadesantiago.com

De esta forma, hemos decidido utilizar un beta calculado a marzo 2023 = 0,58) dado que consideramos que refleja la situación de la empresa en el mercado al momento de la valorización. Además, se ha aplicado un ajuste al beta (Bloomberg adjustment) y como resultado del recalcule el beta final a utilizar sería de **0,72**.

4.4. Beta patrimonial sin deuda

El Beta patrimonial sin deuda de Embotelladora Andina S.A. ($\beta_p^{S/D}$) se calculó desapalancando el Beta obtenido en el inciso 4.3, dado que se encontraba influenciado por el apalancamiento actual de la compañía. Para esto, utilizamos la estructura de capital que considera los retornos de los períodos empleados para su cálculo (diciembre 2021, diciembre 2022 y marzo 2023). Finalmente, utilizamos la fórmula propuesta por Rubinstein (1973):

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

Donde:

$\beta_p^{S/D}$: Beta patrimonial sin deuda

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda (0,72)

B / E: Estructura de capital promedio dic21, dic22 y mar23 (68,51%)

t_c : Tasa de impuesto corporativo histórica (27%)

β_d : Beta de la deuda (0,179)

Reemplazando en la ecuación:

$$0,72 = (\beta_p^{S/D}) * [1 + (1 - 27\%) * 68,51\%] - 0,179 * (1 - 27\%) * 68,51\%$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,541$$

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Ahora, utilizando nuevamente la fórmula de Rubinstein (1973), apalancaremos el beta patrimonial sin deuda calculado en el inciso 4.4 considerando la estructura de capital objetivo de la compañía, quedando de la siguiente manera:

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

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,541 * [1 + (1 - 27\%) * 32,16\%] - 0,179 * (1 - 27\%) * 32,16\%$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,65$$

4.6. Costo patrimonial

Para obtener el costo patrimonial de Embotelladora Andina S.A. utilizamos nuevamente el modelo CAPM:

$$K_p = r_f + PRM * (\beta_p^{C/D})$$

Donde:

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda (0,65)

PRM: Premio por riesgo de mercado (6,76%)

r_f : Tasa libre de riesgo (1,69%)

Reemplazando en la ecuación:

$$K_p = 1,69\% + 6,76\% * 0,65$$

$$K_p = 6,10\%$$

4.7. Costo de capital

Finalmente, el costo de capital promedio ponderado de Embotelladora Andina S.A. se estima utilizando la fórmula del *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*:

$$K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - T_c) * \frac{D}{V}$$

Donde:

P: Patrimonio a Valor de Mercado

D: Deuda Financiera a Valor de Mercado

V: Valor de empresa apalancada (P + D)

t_c : Tasa de impuesto corporativo histórica

K_b : Costo de la deuda

K_p : Costo Patrimonial

Reemplazando en la ecuación:

$$K_0 = 6,10\% * 75,74\% + 2,90\% * (1 - 27\%) * 24,26\%$$

$$K_0 = 4,91\%$$

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

5.1.1. Análisis por producto

Embotelladora Andina cuenta con cuatro líneas de producto principales: 1) Gaseosas, 2) Jugos y Otros, 3) Aguas, y 4) Cervezas y Otros Alcoholes.

Como se puede observar en el cuadro 19 los ingresos de la categoría *Jugos y Otros* han aumentado anualmente en promedio un 16% a partir de 2020, principalmente debido a una fuerte recuperación post pandemia y a cambios en la tendencia de consumo de bebidas saludables y bebidas energéticas. Similar es el caso para la categoría *Aguas*, que presenta un crecimiento promedio del 12% anual para el mismo período en estudio.

Los crecimientos anteriormente señalados se acompañan de una creciente preferencia por las bebidas bajas en azúcar, sin azúcar o con beneficios adicionales para la salud, como es el caso de las bebidas con probióticos, vitaminas y minerales añadidos, debido a que los consumidores están buscando cada vez más productos que sean libres de aditivos químicos, sabores y colorantes artificiales. Esto ha llevado a un aumento en el lanzamiento de bebidas a base de frutas y vegetales, tés herbales, y otras bebidas con ingredientes naturales y orgánicos.

Por su parte los ingresos del producto *Gaseosas* no han variado en forma significativa durante los últimos tres años, con una tasa de crecimiento promedio del 3% anual.

En cuanto al producto *Cervezas y Otros Alcohólicos*, se destaca un aumento del 117% en sus ingresos para el año 2021, explicado principalmente por la nueva estrategia de la empresa de diversificar su mix de productos a través de acuerdos comerciales, donde destacan el acuerdo de distribución con Viña Santa Rita en Chile, la compra de la cerveza premium Therezópolis en Brasil, un acuerdo de distribución con la cervecera española Estrella Galicia y un acuerdo de distribución con la compañía Cervecería Chile S.A.

Finalmente hay que destacar que los crecimientos anteriormente señalados también fueron impulsados por el crecimiento del canal de ventas online, que solo en 2021 registró un alza anual del 65% de las ventas.

Cuadro 19: Ingresos (MUF), Variación y Ponderación por producto 2016 - 2022

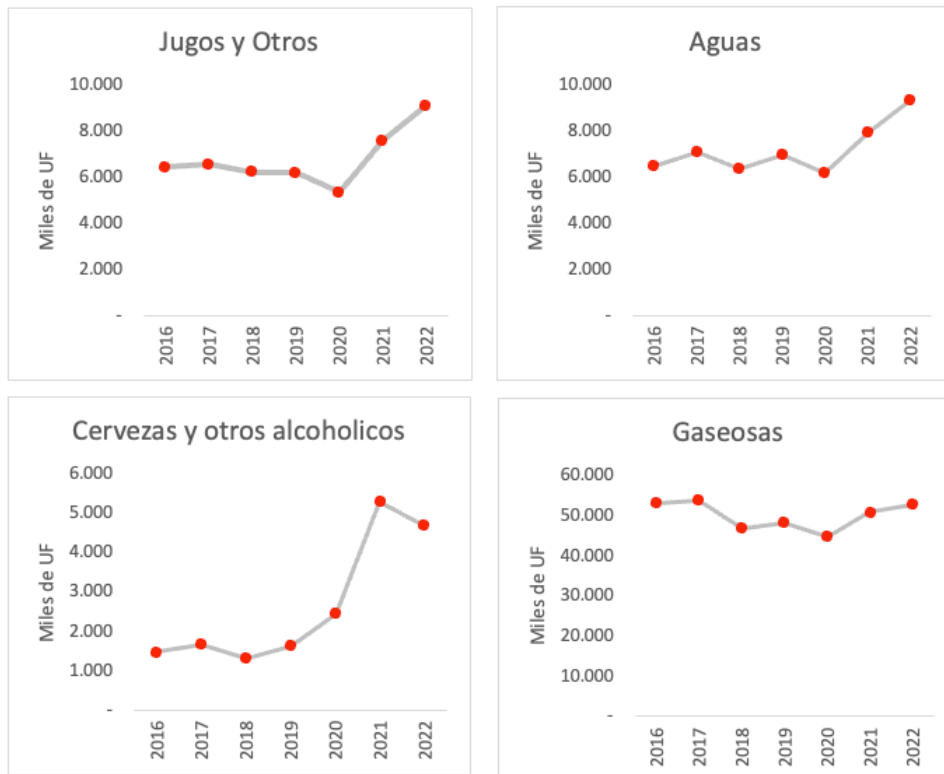
MUF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Gaseosas	53.105	53.631	46.832	48.065	44.509	50.761	52.667
Jugos y Otros	6.408	6.541	6.201	6.197	5.329	7.590	9.081
Aguas	6.485	7.088	6.338	6.946	6.164	7.900	9.292
Cervezas y otros alcoholicos	1.463	1.642	1.310	1.625	2.426	5.267	4.692
Total	67.461	68.902	60.680	62.833	58.428	71.518	75.731

Variación por producto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Gaseosas	-	1%	-13%	3%	-7%	14%	4%
Jugos y Otros	-	2%	-5%	0%	-14%	42%	20%
Aguas	-	9%	-11%	10%	-11%	28%	18%
Cervezas y otros alcoholicos	-	12%	-20%	24%	49%	117%	-11%
Total	-	2%	-12%	4%	-7%	22%	6%

Ponderación por producto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Gaseosas	79%	78%	77%	76%	76%	71%	70%
Jugos y Otros	9%	9%	10%	10%	9%	11%	12%
Aguas	10%	10%	10%	11%	11%	11%	12%
Cervezas y otros alcoholicos	2%	2%	2%	3%	4%	7%	6%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Memorias Anuales Embotelladora Andina S.A

Cuadro 20: Ingresos por producto 2016 - 2022 (MUF)



Fuente: Memorias Anuales Embotelladora Andina S.A

5.1.2. Análisis por segmento de negocio

Los segmentos que ha definido el Directorio para la toma de decisiones estratégicas son de carácter geográfico, representados en cada uno de los países donde la compañía opera:

- Operación Chile
- Operación Brasil
- Operación Argentina
- Operación Paraguay

Los cuatro segmentos operativos identificados desarrollan su negocio mediante la producción y venta de gaseosas, otros bebestibles y empaques.

El cuadro 21 muestra los ingresos por segmento geográfico, donde se puede apreciar que Chile representa el 42% de las ventas de Embotelladora Andina, seguido por Argentina con un 26%, luego Brasil con un 24% y finalmente Paraguay con un 8% de las ventas totales.

En los gráficos se muestra el crecimiento de la región de Chile y Argentina en el total de ventas, en contraste con la disminución de Brasil. En cuanto a Paraguay se mantiene constante en su participación de las ventas.

En relación con el crecimiento del segmento de Chile, se puede destacar el importante incremento del segmento de bebidas alcohólicas debido al acuerdo de distribución con la compañía Cervecería Chile S.A (ABInBev Chile), en el cual se establece un contrato por la distribución y comercialización de las principales marcas de ABInBev por 5 años, renovables bajo los términos y condiciones del contrato.

Brasil por su parte presenta con tendencia negativa (-21% último año) debido a la caída en el segmento de bebidas alcohólicas a causa de un pacto de no venta de la marca Heineken a cambio de otras cervezas que tienen menor presencia en el mercado brasileño, lo cual ha provocado una disminución en ventas de esta categoría.

Por último, hay que señalar que el segmento de la región de Paraguay presenta un crecimiento cercano al 0% en el último año.

Cuadro 21: Ingresos, Variación y Ponderación por país 2016 - 2022

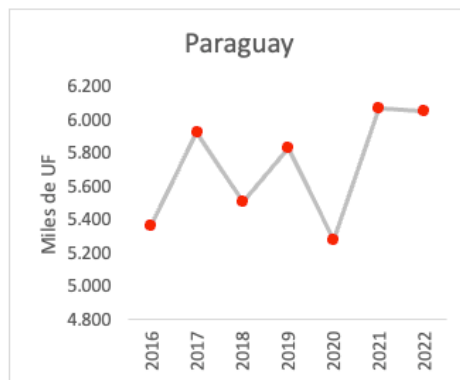
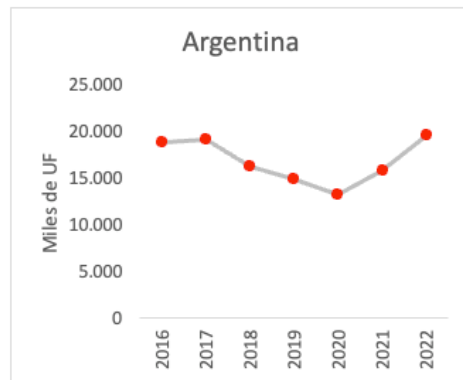
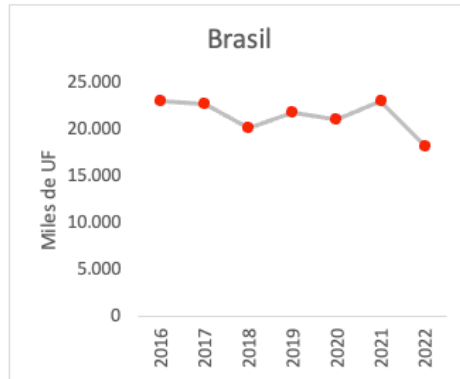
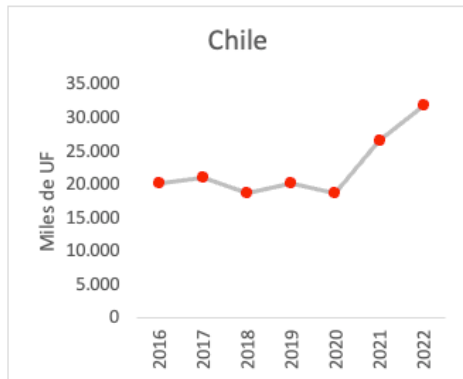
MUF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile	20.106	21.073	18.707	20.172	18.795	26.507	31.782
Brasil	23.041	22.706	20.146	21.831	21.085	23.002	18.161
Argentina	18.946	19.285	16.322	15.003	13.259	15.948	19.674
Paraguay	5.368	5.930	5.513	5.835	5.281	6.070	6.054
Total	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671

Variación por país	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile	-	5%	-11%	8%	-7%	41%	20%
Brasil	-	-1%	-11%	8%	-3%	9%	-21%
Argentina	-	2%	-15%	-8%	-12%	20%	23%
Paraguay	-	10%	-7%	6%	-9%	15%	0%
Total	-	2%	-12%	4%	-7%	22%	6%

Ponderación por país	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chile	30%	31%	31%	32%	32%	37%	42%
Brasil	34%	33%	33%	35%	36%	32%	24%
Argentina	28%	28%	27%	24%	23%	22%	26%
Paraguay	8%	9%	9%	9%	9%	8%	8%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Memorias Anuales Embotelladora Andina S.A

Cuadro 22: Ingresos por país 2016 - 2022



Fuente: Memorias Anuales Embotelladora Andina S.A

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

Los cuatro segmentos operativos identificados desarrollan su negocio mediante la producción y venta de gaseosas, otros bebestibles y empaques. Los gastos e ingresos asociados a la Gerencia Corporativa fueron asignados a la operación en Chile en el segmento bebidas en razón que Chile es el país que gestiona y paga los gastos corporativos.

A nivel de estructura de costos y gastos operacionales identificamos las líneas de costos de ventas, costos de distribución y gastos de administración, esto porque son las partidas que tienen relación directa con la operación de la compañía.

El costo de venta está principalmente compuesto por concentrados de Coca-Cola, pulpas de frutas y endulzantes utilizados en la elaboración de bebidas, así como también tapas y suministros PET utilizados en el envasado del producto. En cuanto a los costos de distribución y gastos de administración están explicados principalmente por costos de acarreo de productos terminados y gastos de marketing. Adicionalmente, estos costos contemplan el pago a Coca – Cola por conceptos de derecho de producción y distribución.

A continuación, se detallan a para cada uno de los cuatro segmentos definidos y también a nivel consolidado.

○ Chile

El cuadro 23 permite observar que los costos de ventas en relación con los ingresos han subido alrededor de un 4% a partir del 2021, compensado por disminuciones de un 1% en los costos de distribución y de un 2% en los gastos de administración.

Cuadro 23: Resultado Operacional Chile

Resultado Operacional Chile - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	20.511	20.594	20.712	21.510	22.179	31.470	32.003	8.063
Costos de ventas	(12.115)	(12.261)	(12.215)	(12.698)	(13.509)	(20.356)	(21.168)	(5.274)
Ganancia Bruta	8.396	8.332	8.497	8.813	8.670	11.114	10.835	2.789
Costos de distribución	(1.994)	(2.044)	(2.024)	(2.087)	(2.060)	(2.549)	(2.682)	(664)
Gastos de administración	(4.464)	(4.141)	(3.968)	(4.036)	(3.863)	(4.606)	(4.703)	(1.149)
Ganancias de actividades operacionales	1.938	2.147	2.505	2.690	2.746	3.958	3.450	976

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-59%	-60%	-59%	-59%	-61%	-65%	-66%	-65%
Ganancia Bruta	41%	40%	41%	41%	39%	35%	34%	35%
Costos de distribución	-10%	-10%	-10%	-10%	-9%	-8%	-8%	-8%
Gastos de administración	-22%	-20%	-19%	-19%	-17%	-15%	-15%	-14%
Ganancias de actividades operacionales	9%	10%	12%	13%	12%	13%	11%	12%

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Argentina**

Desde el cuadro 24 se puede observar que los costos de ventas en relación con los ingresos presentan mayor fluctuación respecto a Chile, pero se mantiene en el rango entre el 51% y 55%.

Los costos de distribución se han mantenido constantes entre el 14% y el 15% de los ingresos por ventas desde 2016 en adelante, y los gastos de administración aumentaron un 3% promedio durante los años 2019-2021, para luego volver a su nivel previo en 2022.

Cuadro 24: Resultado Operacional Argentina

Resultado Operacional Argentina - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	19.624	20.665	15.003	13.940	10.967	17.326	19.615	4.221
Costos de ventas	(10.601)	(10.985)	(7.787)	(7.575)	(5.919)	(9.554)	(10.478)	(2.170)
Ganancia Bruta	9.023	9.680	7.216	6.365	5.049	7.772	9.137	2.051
Costos de distribución	(3.039)	(3.248)	(2.282)	(1.993)	(1.689)	(2.517)	(2.798)	(585)
Gastos de administración	(3.711)	(3.974)	(3.379)	(3.154)	(2.397)	(3.560)	(3.808)	(662)
Ganancias de actividades operacionales	2.273	2.458	1.555	1.218	963	1.695	2.532	804

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-54%	-53%	-52%	-54%	-54%	-55%	-53%	-51%
Ganancia Bruta	46%	47%	48%	46%	46%	45%	47%	49%
Costos de distribución	-15%	-16%	-15%	-14%	-15%	-15%	-14%	-14%
Gastos de administración	-19%	-19%	-23%	-23%	-22%	-21%	-19%	-16%
Ganancias de actividades operacionales	12%	12%	10%	9%	9%	10%	13%	19%

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Brasil**

Para el caso de Brasil, se puede apreciar que los costos de venta en promedio han sido del 63% de las ventas, con una leve alza a partir del 2018 y un peak del 67% en 2021.

Los costos de distribución se han mantenido estables entre el 6% y el 8%, y los gastos de administración han presentado una leve disminución desde 2016, promediando un 16%.

Cuadro 25: Resultado Operacional Brasil

Resultado Operacional Brasil - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	22.398	22.535	19.608	21.876	19.954	17.400	18.138	3.561
Costos de ventas	(13.631)	(13.534)	(11.954)	(13.594)	(12.846)	(11.659)	(11.498)	(2.268)
Ganancia Bruta	8.767	9.001	7.654	8.283	7.108	5.741	6.641	1.293
Costos de distribución	(1.674)	(1.623)	(1.409)	(1.507)	(1.197)	(1.080)	(1.383)	(268)
Gastos de administración	(4.150)	(4.071)	(3.222)	(3.464)	(2.741)	(2.323)	(2.850)	(571)
Ganancias de actividades operacionales	2.943	3.307	3.023	3.311	3.170	2.339	2.408	454

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-61%	-60%	-61%	-62%	-64%	-67%	-63%	-64%
Ganancia Bruta	39%	40%	39%	38%	36%	33%	37%	36%
Costos de distribución	-7%	-7%	-7%	-7%	-6%	-6%	-8%	-8%
Gastos de administración	-19%	-18%	-16%	-16%	-14%	-13%	-16%	-16%
Ganancias de actividades operacionales	13%	15%	15%	15%	16%	13%	13%	13%

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Paraguay**

Paraguay por su parte presenta una tendencia a la baja en sus costos de ventas respecto a sus ingresos, oscilando entre el 53% y el 60% y promediando un 57% para el período en estudio. Esto ha significado un aumento considerable en su ganancia bruta.

Sus costos de distribución se han mantenido estables en un nivel del 6% y sus gastos de administración presentan una leve tendencia a la baja, promediando un 15% desde 2016.

Cuadro 26: Resultado Operacional Paraguay

Resultado Operacional Paraguay - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	5.010	5.272	5.427	5.613	5.406	5.460	6.048	1.472
Costos de ventas	(2.976)	(3.185)	(3.222)	(3.263)	(2.986)	(2.940)	(3.378)	(783)
Ganancia Bruta	2.034	2.087	2.205	2.350	2.420	2.520	2.670	689
Costos de distribución	(264)	(285)	(299)	(312)	(301)	(306)	(357)	(84)
Gastos de administración	(814)	(807)	(813)	(859)	(756)	(770)	(872)	(195)
Ganancias de actividades operacionales	956	995	1.093	1.180	1.363	1.444	1.441	410

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-59%	-60%	-59%	-58%	-55%	-54%	-56%	-53%
Ganancia Bruta	41%	40%	41%	42%	45%	46%	44%	47%
Costos de distribución	-5%	-5%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
Gastos de administración	-16%	-15%	-15%	-15%	-14%	-14%	-14%	-13%
Ganancias de actividades operacionales	19%	19%	20%	21%	25%	26%	24%	28%

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Segmentos Consolidados**

A nivel consolidado, la compañía presenta una tendencia al alza en los costos de ventas respecto a los ingresos lo que ha significado una caída en la ganancia bruta en alrededor del 3% desde 2016 a la fecha, que ha logrado compensar disminuyendo los gastos de administración en una proporción similar. Esto ha significado que la compañía logre en promedio mantener sus ganancias operacionales en el 14% de los ingresos.

Cuadro 27: Resultado Operacional Consolidado

Resultado Operacional Consolidado - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671	19.729
Costos de ventas	(39.241)	(39.892)	(35.117)	(37.031)	(35.173)	(44.379)	(46.387)	(11.954)
Ganancia Bruta	28.220	29.101	25.571	25.810	23.246	27.147	29.284	7.775
Costos de distribución	(6.971)	(7.199)	(6.014)	(5.899)	(5.247)	(6.452)	(7.220)	(1.863)
Gastos de administración	(13.140)	(12.993)	(11.382)	(11.512)	(9.757)	(11.259)	(12.233)	(3.147)
Ganancias de actividades operacionales	8.110	8.908	8.176	8.399	8.242	9.436	9.830	2.764

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-58%	-58%	-58%	-59%	-60%	-62%	-61%	-61%
Ganancia Bruta	42%	42%	42%	41%	40%	38%	39%	39%
Costos de distribución	-10%	-10%	-10%	-9%	-9%	-9%	-10%	-9%
Gastos de administración	-19%	-19%	-19%	-18%	-17%	-16%	-16%	-16%
Ganancias de actividades operacionales	12%	13%	13%	13%	14%	13%	13%	14%

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

A partir del cuadro 28 se pueden observar las cuentas correspondientes al resultado no operacional de la empresa, donde se puede observar que el resultado no operacional representa en promedio un 3,3% de los ingresos.

Cuadro 28: Resultado No Operacional Consolidado

Resultado No Operacional - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Otras ganancias (pérdidas)	(129)	(95)	(98)	0	0	-	(712)	(0)
Otros gastos, por función	(864)	(623)	(583)	(925)	(600)	(491)	(25)	(128)
Otros ingresos	67	21	95	1.446	287	43	71	5
Ingresos financieros	367	418	143	1.595	514	251	1.131	327
Costos financieros	(1.950)	(2.061)	(1.996)	(1.632)	(1.884)	(1.710)	(1.696)	(391)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	(10)	(3)	51	(121)	77	100	40	30
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	(3)	(51)	(53)	(146)	(106)	(178)	(331)	(127)
Resultados por unidades de reajuste	(242)	(140)	(184)	(266)	(407)	(895)	(1.679)	(200)
Resultado No Operacional	(2.764)	(2.535)	(2.625)	(48)	(2.119)	(2.879)	(3.200)	(484)

Resultado No Operacional como % de las ventas	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Otras ganancias (pérdidas)	-0,2%	-0,1%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,9%	0,0%
Otros gastos, por función	-1,3%	-0,9%	-1,0%	-1,5%	-1,0%	-0,7%	0,0%	-0,7%
Otros ingresos	0,1%	0,0%	0,2%	2,3%	0,5%	0,1%	0,1%	0,0%
Ingresos financieros	0,5%	0,6%	0,2%	2,5%	0,9%	0,4%	1,5%	1,7%
Costos financieros	-2,9%	-3,0%	-3,3%	-2,6%	-3,2%	-2,4%	-2,2%	-2,0%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,0%	0,0%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,4%	-0,6%
Resultados por unidades de reajuste	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,7%	-1,3%	-2,2%	-1,0%
Resultado No Operacional	-4,1%	-3,7%	-4,3%	-0,1%	-3,6%	-4,0%	-4,2%	-2,5%

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

A continuación, se detallan las principales partidas anteriormente expuestas con su respectiva clasificación de recurrencia.

○ Otras ganancias (pérdidas)

Para el caso de otras ganancias las tres cuentas involucradas se clasificaron como no recurrentes, dado que se utilizan para sucesos puntuales relacionados con la transacción de contratos de derivados.

Cuadro 29: Otras ganancias (pérdidas)

Otras Ganancias (pérdidas)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	Consideración
Utilidad (pérdida) operaciones de derivados	(0)	-	-	-	-	-	-	-	No Recurrente
Pérdida porción inefectiva de derivados de cobertura	(128)	(95)	(98)	-	-	-	-	-	No Recurrente
Otros ingresos y egresos	(0)	(0)	(0)	0	0	-	(712)	(0)	No Recurrente
Otras ganancias (pérdidas)	(129)	(95)	(98)	0	0	-	(712)	(0)	

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Otros gastos, por función**

En el caso de otros gastos, la única cuenta considerada como recurrente es la de impuesto a débitos y gastos bancarios, dado que condice con la naturaleza de las funciones de Embotelladora Andina. Por otro lado, el resto de las partidas se utilizan en oportunidades puntuales, ya sea por contingencias o por bajas de activos fijos, por lo que se clasificaron como no recurrentes.

Cuadro 30: Otros gastos, por función

Otros gastos, por función - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	Consideración
Contingencias y honorarios no operativos asociados	(378)	(453)	(370)	(625)	(37)	(257)	180	(78)	No Recurrente
Impuesto a los débitos y otros gastos bancarios	(266)	(286)	(169)	(154)	(116)	(170)	(204)	(48)	Recurrente
Utilidad (pérdida) por castigo y bajas de activo fijo	(182)	(113)	(10)	(105)	(274)	(13)	-	-	No Recurrente
Baja Purchase Price Allocation (PPA) en RP-Brasil	-	253	-	-	-	-	-	-	No Recurrente
Otros	(38)	(23)	(34)	(41)	(172)	(51)	(1)	(2)	No Recurrente
Total	(864)	(623)	(583)	(925)	(600)	(491)	(25)	(128)	

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Otros Ingresos**

Al igual que para el caso de otros gastos, las tres cuentas de otros ingresos fueron clasificadas como no recurrentes debido a que responden a hechos puntuales tales como ventas de activos fijos o recuperaciones de impuestos.

Cuadro 31: Otros Ingresos

Otros Ingresos - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	Consideración
Utilidad venta de activo fijo	12	12	72	9	1	16	2	0	No Recurrente
Recuperación impuesto PIS/CONFINS	39	-	-	1.423	232	-	-	-	No Recurrente
Otros	15	9	23	14	55	28	69	5	No Recurrente
Total	67	21	95	1.446	287	43	71	5	

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Ingresos Financieros**

Para el caso de ingresos financieros, la única partida considera como recurrente es la de ingresos por intereses, dado que esto corresponde a la inversión de la caja de la compañía principalmente en depósitos a plazos. El resto de las partidas se consideran como no recurrentes dado que como se puede apreciar en el cuadro 32 corresponden a actividades puntuales en el horizonte de tiempo de la compañía.

Cuadro 32: Ingresos financieros

Ingresos Financieros	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	Consideración
Ingresos por intereses	321	312	38	115	273	71	922	281	Recurrente
Actualización garantía compra Ipiranga	-	-	-	1	0	0	1	0	No Recurrente
Recuperación crédito PIS y COFINS	-	-	-	1.405	176	42	59	4	No Recurrente
Otros ingresos financieros	45	105	105	74	65	138	149	42	No Recurrente
Total	367	418	143	1.595	514	251	1.131	327	

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Costos Financieros**

Para el caso de los costos financieros, todos los intereses son recurrentes debido a que corresponden a pagos por el endeudamiento de la compañía y por el uso de contratos de arrendamiento por esta modalidad a partir de 2021.

Cuadro 33: Costos Financieros

Costos Financieros	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	Consideración
Intereses bonos	(1.581)	(1.574)	(1.398)	(1.348)	(1.580)	(1.569)	(1.477)	(352)	Recurrente
Intereses por préstamos bancarios	(151)	(207)	(66)	(47)	(41)	(9)	(51)	(3)	Recurrente
Intereses por arrendamiento	-	-	-	-	-	(59)	(60)	(15)	Recurrente
Otros costos financieros	(218)	(279)	(531)	(237)	(263)	(74)	(108)	(21)	No Recurrente
Total	(1.950)	(2.061)	(1.996)	(1.632)	(1.884)	(1.710)	(1.696)	(391)	

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

- **Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación**

Para este caso, se consideraron como recurrentes el valor patrimonial sobre resultado de asociadas y la utilidad no realizada por stock de productos adquiridos a asociadas y no vendidos al cierre del período principalmente porque son cuentas que se ven afectadas permanentemente por la operación de la compañía.

Cuadro 34: Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos mediante método de la participación

Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	Consideración
Valor patrimonial sobre resultado de asociadas	15	35	80	(88)	112	130	60	37	Recurrente
Utilidad no realizada por stock de productos adquiridos a asociadas y no vendidos al cierre del período, que se presenta rebajando la respectiva cuenta de activo (Envases y/o Inventarios)	(28)	(41)	(31)	(14)	(18)	(17)	(16)	(7)	Recurrente
Amortización mayor valor venta A.F. Evases CMF	3	3	3	3	1	1	-	-	No Recurrente
Amortización mayor valor acciones preferentes	-	-	-	(22)	(18)	(15)	(4)	-	No Recurrente
Total	(10)	(3)	51	(121)	77	100	40	30	

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

5.4. Análisis de los márgenes de la empresa

El cuadro 35 detalla las razones de rentabilidad de la compañía a nivel consolidado y por segmento de negocio.

La empresa promedió un margen bruto de 40,4% durante el período de estudio, siendo Argentina y Paraguay los más rentables con márgenes promedio del 46,6% y 43,1% respectivamente. Por otro lado, el margen a nivel consolidado ha disminuido aproximadamente un 2% entre diciembre 2016 y marzo 2023, explicado en mayor parte por las caídas de un 5% del segmento chileno y un 3% en el segmento brasileño, lo que se compensó con importantes alzas en Argentina y Paraguay.

Para el caso de margen operacional, a nivel consolidado la empresa promedió un 13,3% para el período en estudio, siendo Brasil y Paraguay los segmentos con mayor rentabilidad, alcanzando un 14,2% y un 22,8% promedio respectivamente. Observando las tendencias, es posible apreciar que, salvo Brasil, todos los países han mejorado sus márgenes operacionales desde 2016 a la fecha.

Por otro lado, el margen neto a nivel consolidado promedió un 6,6%, destacando los desempeños de Brasil y Paraguay, que promediaron un 7,9% y un 20,4% respectivamente para todo el horizonte en estudio. Es importante destacar que Chile presentó una fuerte baja en su resultado a partir de 2022, principalmente por un aumento importante en sus otros gastos e impuesto a la renta para ese año respecto a los que le precedieron.

Cuadro 35: Razones de Rentabilidad Históricas

Razones Rentabilidad	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	Promedio
Margen Bruto	41,8%	42,2%	42,1%	41,1%	39,8%	38,0%	38,7%	39,4%	40,4%
Chile	40,9%	40,5%	41,0%	41,0%	39,1%	35,3%	33,9%	34,6%	38,3%
Argentina	46,0%	46,8%	48,1%	45,7%	46,0%	44,9%	46,6%	48,6%	46,6%
Brasil	39,1%	39,9%	39,0%	37,9%	35,6%	33,0%	36,6%	36,3%	37,2%
Paraguay	40,6%	39,6%	40,6%	41,9%	44,8%	46,2%	44,2%	46,8%	43,1%
Margen Operacional	12,0%	12,9%	13,5%	13,4%	14,1%	13,2%	13,0%	14,0%	13,3%
Chile	9,4%	10,4%	12,1%	12,5%	12,4%	12,6%	10,8%	12,1%	11,5%
Argentina	11,6%	11,9%	10,4%	8,7%	8,8%	9,8%	12,9%	19,0%	11,6%
Brasil	13,1%	14,7%	15,4%	15,1%	15,9%	13,4%	13,3%	12,7%	14,2%
Paraguay	19,1%	18,9%	20,1%	21,0%	25,2%	26,5%	23,8%	27,9%	22,8%
Margen Neto	5,2%	6,4%	5,8%	9,9%	7,2%	7,1%	4,8%	6,4%	6,6%
Chile	0,9%	2,9%	2,4%	6,0%	3,0%	5,1%	-0,8%	-0,2%	2,4%
Argentina	6,7%	6,4%	5,1%	6,8%	4,6%	3,8%	5,5%	10,3%	6,1%
Brasil	5,0%	7,4%	6,8%	13,4%	9,1%	8,5%	8,4%	4,6%	7,9%
Paraguay	17,5%	16,4%	17,1%	18,0%	23,2%	24,1%	21,5%	25,1%	20,4%
ROA	8,6%	10,4%	9,4%	10,6%	9,4%	9,5%	10,7%		9,8%
ROE	10,9%	14,6%	11,3%	18,1%	14,8%	14,3%	14,5%		14,1%

Fuente: Elaboración Propia

5.5. Análisis de los activos de la empresa

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

A continuación, el cuadro 36 clasifica los activos en operacionales y no operacionales, entendiendo a los activos operacionales como aquellos que afectan a los flujos de caja libre. Adicionalmente en la columna composición se explicita las cuentas que componen esas líneas de activos, información que permite entender el motivo de la clasificación asignada.

Cuadro 36: Clasificación activos de la empresa

Balance - MUF	mar-23	Clasificación	Nota	Composición
Activos	79.687	-	-	-
Activos corrientes	28.876	-	-	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.288	No Operacional	4	Efectivo en caja, Saldos en bancos y Otros instrumentos de renta fija
Otros activos financieros	6.956	No Operacional	5	Depósitos a plazo en U.F. e Instrumentos Financieros de cobertura
Otros activos no financieros	687	Operacional	6	Gastos anticipados, Remanentes crédito fiscal y anticipos a proveedores
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	6.282	Operacional	7	Deudores comerciales y deudores varios
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	357	No Operacional	12	Cuentas por cobrar con embotelladoras relacionadas
Inventarios	6.855	Operacional	8	Suministros, Materias Primas y Productos terminados
Activos por impuestos corrientes	451	Operacional	9	Créditos al impuesto, Pagos provisionales mensuales y Exc. de Crédito Tributario
Activos no corrientes	50.811	-	-	-
Otros activos financieros	2.823	No Operacional	5	Depósitos a plazo en U.F. e Instrumentos Financieros de cobertura
Otros activos no financieros	1.614	Operacional	6	Gastos anticipados, Remanentes crédito fiscal y anticipos a proveedores
Cuentas por cobrar	17	Operacional	7	Deudores comerciales y deudores varios
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	3	No Operacional	12	Cuentas por cobrar con relacionadas
Inv. contabilizadas utilizando el método de la part.	2.577	No Operacional	14	Inversiones en asociadas
Activos intangibles distintos de la plusvalía	18.333	Operacional	15	Derechos de distribución, Programas informáticos y Derechos de Agua
Plusvalía	3.442	Operacional	16	Exceso del costo de adquisición por sobre el valor razonable
Propiedades, planta y equipo	21.395	Operacional	11	Terrenos, Construcciones y Equipos
Activos por derecho de uso	547	Operacional	11.1	Edificios, Planta y Equipo, Equipamiento de TI y Vehículos de motor
Activos por impuestos diferidos	60	Operacional	10.2	Diferencias temporarias de prov. de contingencias, dif. de cambio y P.,P., y Equipo

Fuente: Elaboración Propia

De esta forma, el total de activos no operacionales de la empresa a marzo 2023 asciende a MUF 19.648, de los cuales MUF 14.244 corresponden a activos corrientes y MUF 5.403 a activos no corrientes.

La cuenta de Activos Intangibles distintos de la plusvalía se compone en un 90% por los derechos de distribución, la cual hace referencia a los derechos contractuales que se tienen para distribuir y producir productos de la marca Coca – Cola. Los derechos de distribución nacen del proceso de valorización al valor razonable de los activos y pasivos de las Sociedades adquiridas en combinaciones de negocios. Los contratos de producción y distribución son renovables por periodos de 5 años con Coca-Cola. La naturaleza del negocio y la renovación permanentemente que ha hecho Coca-Cola sobre estos derechos, permiten calificar a estos contratos como indefinidos.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

El capital de trabajo operativo neto se calculó como la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, para lo que se consideraron las cuentas de deudores comerciales e inventarios, y cuentas por pagar respectivamente.

El cuadro 37 se puede apreciar que el capital de trabajo en promedio representa un 5,1% de los ingresos operacionales entre 2016 y 2022.

Cuadro 37: Capital de trabajo operativo neto

Capital de Trabajo - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Activos Operacionales (Corrientes)	12.723	12.040	11.806	11.965	11.076	14.741	14.971	13.137
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7.231	7.138	6.316	6.749	6.674	8.566	7.968	6.282
Inventarios	5.492	4.902	5.489	5.215	4.402	6.174	7.003	6.855
Pasivos Operacionales (Corrientes)	9.217	9.610	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960	8.666
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9.217	9.610	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960	8.666
CTON	3.507	2.430	3.168	3.356	3.149	4.176	4.012	4.470
Ingresos Operacionales	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671	19.729
RCTON (en %)	5,2%	3,5%	5,2%	5,3%	5,4%	5,8%	5,3%	

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

5.5.3. Inversiones

El cuadro 38 detalla las inversiones realizadas por la compañía entre 2016 y marzo 2023, promediando anualmente MUF 4.700 entre inversión en propiedad, planta y equipos, y activos intangibles.

Asimismo, las inversiones representan en promedio un 7% de los ingresos, destacándose el 2017 como el año que alcanzó una mayor inversión relativa por el 9,8% de las ventas de la compañía.

Por otro lado, la depreciación y amortización equivalen en promedio al 78,6% de las inversiones, lo que implica que en general la compañía no solo realiza inversiones de reposición, sino que también lleva a cabo inversiones de crecimiento.

Cuadro 38: Inversiones

Inversiones - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Compras de propiedad, planta y equipos	4.866	6.301	4.392	3.910	2.954	4.480	5.317	1.433
Compras de activos intangibles	-	445	-	16	7	167	-	-
Total Inversiones	4.866	6.746	4.392	3.926	2.961	4.647	5.317	1.433
Ingresos Operacionales	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671	19.729
% Inversiones sobre los ingresos	7,2%	9,8%	7,2%	6,2%	5,1%	6,5%	7,0%	7,3%
Depreciación y Amortización	3.694	3.700	3.613	3.924	3.816	3.381	3.400	719
% Dep. y Amort. Sobre inversiones	75,9%	54,9%	82,3%	100,0%	128,9%	72,7%	63,9%	50,2%

Fuente: Memoria Embotelladora Andina S.A.

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

Las tasas de crecimiento de la industria se obtuvieron desde la base de datos del portal Euromonitor, que contiene las proyecciones tanto para productos *Soft Drinks* – bebidas carbonatadas, jugos y zumos, y aguas – como para *Cervezas y Otros Alcohólicos* en cada país de la región.

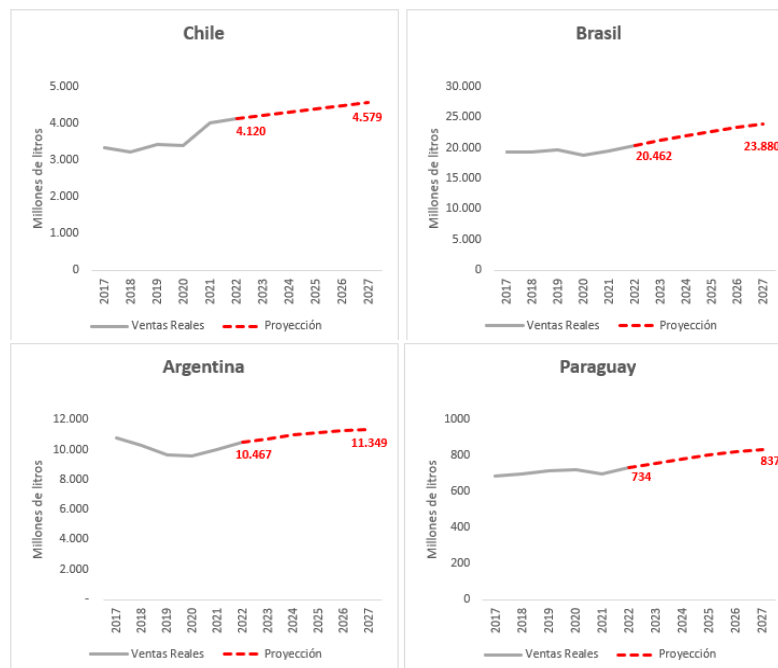
Así, utilizamos las proyecciones de *Soft Drinks* para los cuatro segmentos en estudio, mientras que *Cervezas y Otros Alcohólicos* no se considerará para Argentina ni Paraguay dado que la compañía aún no entra a esos mercados con este tipo de productos.

5.6.1. Crecimiento Producto Soft Drinks

El cuadro 39 muestra los crecimientos de Soft Drinks para cada uno de los segmentos en estudio. Cabe destacar que los mayores crecimientos se esperan para los mercados de Brasil y Paraguay, con crecimientos acumulados entre 2023 y 2027 de 15,7% y 13,2% respectivamente. La siguiente estimación proviene de los informes de proyecciones de mercado de Euromonitor Internacional (2022).

Cuadro 39: Crecimiento Producto Soft Drinks

Pais	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Promedio	Aumento 2023-2027
Chile	2,4%	2,0%	1,9%	2,1%	2,3%	2,1%	10,7%
Brasil	4,0%	3,3%	3,1%	2,8%	2,5%	3,1%	15,7%
Argentina	2,6%	2,1%	1,5%	1,1%	0,8%	1,6%	8,2%
Paraguay	3,6%	2,9%	2,6%	2,2%	1,9%	2,6%	13,2%



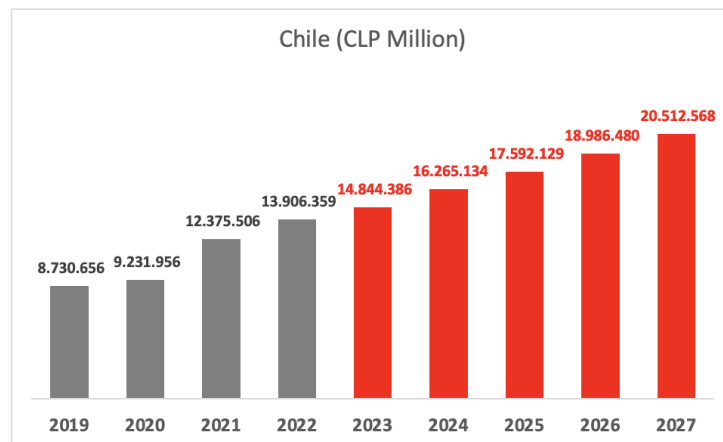
Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor internacional, Informe Soft Drinks (2022)

A continuación, detallamos los aspectos más importantes considerados para la obtención de las proyecciones en cada segmento de mercado. Las proyecciones anteriormente señaladas corresponden a la estimación de los millones de litros proyectados para la industria en cada segmento. Las siguientes proyecciones son en valor nominal en moneda de origen de acuerdo con las proyecciones para cada mercado y segmento de Euromonitor (Soft Drinks y Beer) para los próximos 5 años. Cabe señalar que Euromonitor utiliza distintas fuentes de información oficiales como estadísticas gubernamentales y estudios de asociaciones especializadas en cada mercado como referencia.

- **Chile**

Las bebidas reducidas en azúcar enfrentan el desafío de convencer a más consumidores chilenos de probarlos debido a la diferencia de sabor en comparación con las versiones regulares. Además, ofrecer beneficios más allá de la salud física, como la salud mental y espiritual, será importante para atraer a los consumidores. Por otro lado, las condiciones medioambientales, como las sequías y el empeoramiento del clima, presentan una oportunidad para los refrescos, especialmente el agua embotellada, ya que se vuelve crucial para la población local en un escenario de escasez de agua potable.

A continuación, se proyectan las ventas de este segmento (a nivel industria) de acuerdo con refinitiv en moneda local para el 2023 hasta 2027:



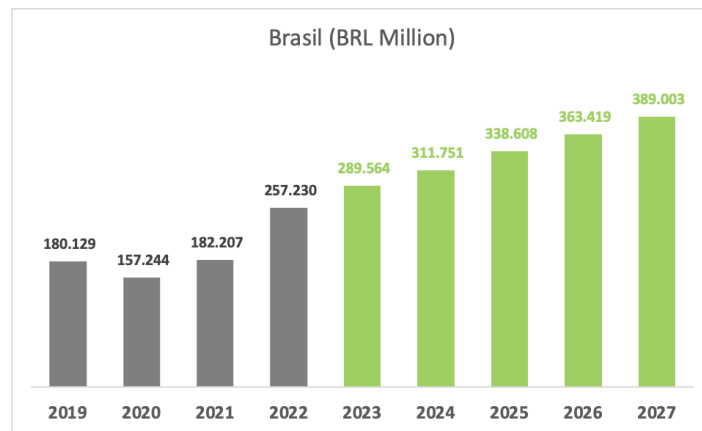
Fuente: Elaboración propia con datos de refinitiv

- **Brasil**

Para los próximos años se espera que las bebidas refrescantes experimenten un comportamiento positivo, recuperando los volúmenes perdidos durante la pandemia. La

industria ha demostrado resiliencia y fortaleza, impulsada por la innovación y estrategias como nuevos sabores y formas digitales de comunicación. Las bebidas y jugos 100% base de zumo muestran crecimiento, mientras que los néctares enfrentan declive debido a su contenido alto en azúcar. Las bebidas energéticas y para deportistas mantendrán tasas de crecimiento de dos dígitos, aprovechando nuevas ocasiones de consumo y el interés renovado en la hidratación por parte de los consumidores.

A continuación, se proyectan las ventas de este segmento (a nivel industria) de acuerdo con refinitiv en moneda local para el 2023 hasta 2027:

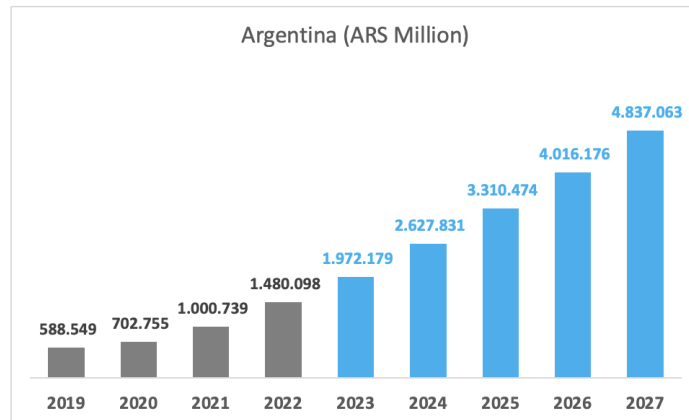


Fuente: Elaboración propia con datos de refinitiv

○ **Argentina**

Argentina enfrenta inestabilidad económica y altas tasas de inflación que afectan los hábitos de compra. Aunque se espera un crecimiento del PIB impulsado por exportaciones y turismo, el consumo privado sigue siendo bajo. El precio se vuelve crucial, las bebidas y el agua embotellada, se benefician del programa de control de precios del gobierno. Esto permite a los consumidores adquirir estos productos a precios controlados, por debajo de la inflación. En cuanto a tendencias, se espera una reducción de azúcar en todas las categorías de refrescos, con productos reformulados y nuevos desarrollos centrados en ingredientes naturales. Las bebidas energéticas, para deportistas, los zumos y el agua embotellada experimentarán un crecimiento rápido, impulsado por consumidores de rentas medias y altas y la preocupación por la salud. La ley de etiquetado frontal de alimentos también influirá en el cambio hacia alternativas reducidas en azúcar, y se espera un aumento de las bebidas funcionales que brinden beneficios específicos para la energía, la relajación y la salud digestiva.

A continuación, se proyectan las ventas de este segmento (a nivel industria) de acuerdo con refinitiv en moneda local para el 2023 hasta 2027:



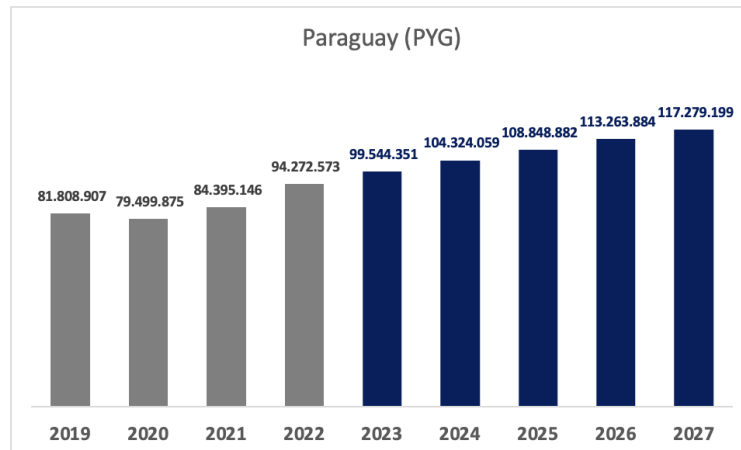
Fuente: Elaboración propia con datos de refinitiv

○ Paraguay

Las ventas de refrescos en Paraguay tuvieron un sólido crecimiento en 2022, principalmente impulsado por las bebidas carbonatadas y el agua embotellada. La reformulación de productos con menos azúcar ha sido una tendencia en la industria de los refrescos, debido a la demanda de opciones sin azúcar o reducidas en azúcar. Las opciones saludables como el agua embotellada y los zumos 100% también han experimentado un crecimiento significativo, y las bebidas energéticas e isotónicas están experimentando también un fuerte crecimiento.

Asimismo, se espera que el consumo de refrescos experimente un crecimiento sólido debido a las medidas sociales del gobierno y la mejora económica prevista. La tendencia hacia la salud y el bienestar, con enfoque en el agua embotellada y variantes reducidas en azúcar. También se espera el desarrollo de nuevos productos con ingredientes naturales y opciones como bebidas energéticas de origen vegetal, té RTD para la salud digestiva y concentrados de aromas naturales en polvo. Las bebidas energéticas, las bebidas para deportistas, los zumos y el agua embotellada serán las categorías que crecerán más rápidamente, impulsadas por consumidores de rentas medias y altas y la demanda de opciones saludables.

A continuación, se proyectan las ventas de este segmento (a nivel país) de acuerdo con refinitiv en moneda local para el 2023 hasta 2027:



Fuente: Elaboración propia con datos de refinitiv

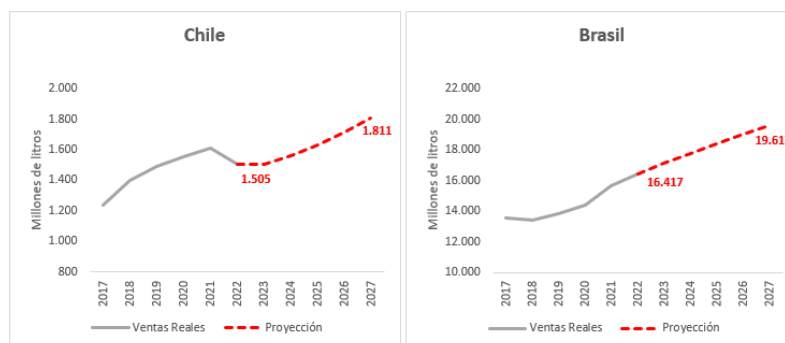
5.6.2. Crecimiento Producto Cervezas y Otros Alcohólicos

El cuadro 40 muestra los crecimientos de Cervezas y Otros Alcohólicos para Chile y Brasil, con crecimientos acumulados que superan el 18% para el período en estudio.

Cuadro 40: Crecimiento Producto Cervezas y Otros Alcohólicos

Pais	2023	2024	dic-25	dic-26	dic-27	Promedio	Aumento 2023-2027
Chile	0,0%	3,9%	4,6%	5,1%	5,4%	3,8%	18,9%
Brasil	4,4%	3,8%	3,5%	3,4%	3,1%	3,6%	18,1%

Fuente: Elaboración Propia

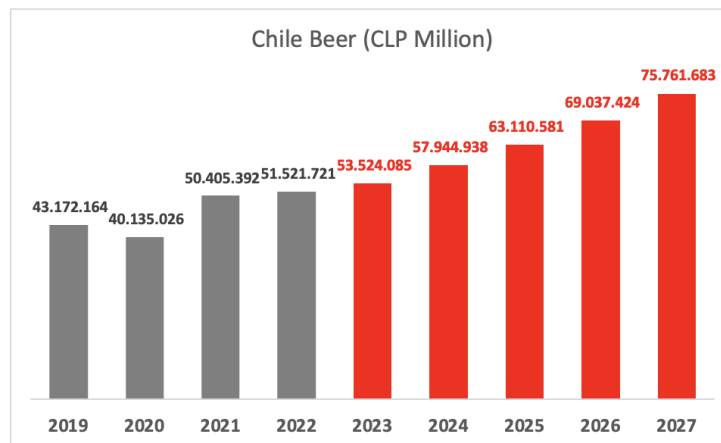


A continuación, detallamos los aspectos más importantes considerados para la obtención de las proyecciones en cada segmento de mercado.

○ Chile

Se espera que las bebidas alcohólicas experimenten un mayor impulso de crecimiento gradual durante el período de previsión en Chile. La demanda global se prevé sin

crecimiento en 2023 debido a la madurez de las categorías principales y la preocupación creciente por la salud y los efectos del consumo excesivo de alcohol. Los agentes del sector se enfrentarán al desafío de adaptarse a un consumidor más exigente en términos de calidad y con menor tolerancia a los efectos secundarios del alcohol. Sin embargo, las perspectivas generales son positivas, la búsqueda de productos premium impulsa el crecimiento del valor y la tendencia de la mixología proporcionando oportunidades en diversas categorías. Las bebidas RTD y la sidra tienen un potencial sin explotar y podrían experimentar un crecimiento significativo durante el período de previsión. A continuación, se proyectan las ventas de este segmento (a nivel país) de acuerdo con refinitiv en moneda local para el 2023 hasta 2027:



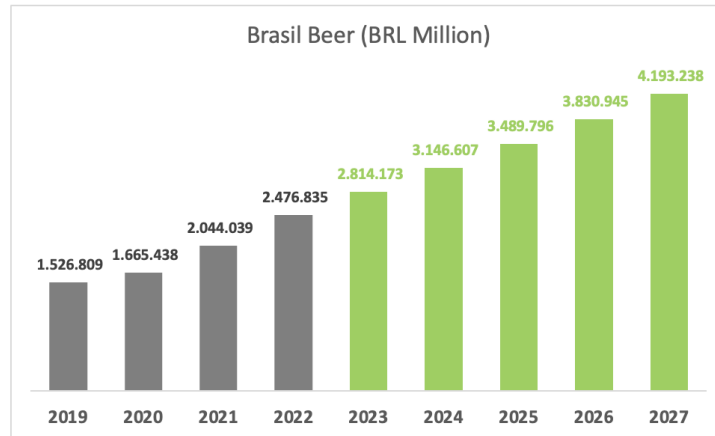
Fuente: Elaboración propia con datos de refinitiv

○ **Brasil**

El futuro de las bebidas alcohólicas en Brasil se caracteriza por la introducción de nuevos productos, SKU y marcas. Se espera un fuerte crecimiento del volumen total, y las empresas están diversificando sus carteras con bebidas premium y productos de nicho para atraer a consumidores jóvenes, especialmente la generación Z.

Por otro lado, aunque las ventas de cerveza sin alcohol han experimentado un crecimiento significativo, la expansión de la categoría se enfrentará a retos a medida que alcance la saturación. Para mantener el crecimiento, las marcas y las empresas tendrán que explorar nuevas ocasiones de consumo y dirigirse a una base de consumidores más amplia.

A continuación, se proyectan las ventas de este segmento (a nivel país) de acuerdo con refinitiv en moneda local para el 2023 hasta 2027:



Fuente: Elaboración propia con datos de refinitiv

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1. Ingresos operacionales proyectados

Una vez calculadas las proyecciones de crecimiento anual para cada uno de los segmentos y productos expuestas en el inciso 5.6 del presente informe, se proyectaron los ingresos para la compañía.

Para esto, se consideró el supuesto de que se mantienen tanto el Mix de productos que la compañía ofrece como la cuota de mercado para todo el horizonte en estudio.

De esta forma, y tal como se puede apreciar en el cuadro 41, el Mix en Chile seguirá siendo un 87% en *Soft Drink* y un 13% en *Alcohólicos*, Brasil un 98% en *Soft Drink* y 2% en *Alcohólicos*, mientras que para Argentina y Paraguay el 100% de sus ingresos corresponderán a productos de la categoría *Soft Drink*.

Cuadro 41: Proyección Mix de Productos

Categoría	Producto	Chile	Brasil	Argentina	Paraguay
SoftDrink	Gaseosas				
	Jugos y Otros	87%	98%	100%	100%
	Aguas				
Alcohólicos	Cervezas y otros alcoholicos	13%	2%	0%	0%

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, se obtienen los ingresos para cada uno de los segmentos:

Cuadro 42: Proyección Ingresos por segmento

Ventas MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Chile	32.197	33.319	34.071	34.771	35.519
Argentina	18.567	17.576	16.317	14.959	13.681
Brasil	19.350	19.712	20.265	20.578	20.837
Paraguay	6.107	6.119	6.102	6.068	6.003
Total	76.222	76.726	76.755	76.376	76.041

Fuente: Elaboración Propia

La proyección de los ingresos en los distintos segmentos se justifica principalmente para mantener una consistencia competitiva, al mantener un ritmo de crecimiento similar al mercado (considerando que Embotelladora Andina es un jugador relevante dentro del sector) y no perder market share, sobre todo en segmentos donde ha perdido relevancia como es el segmento cervezas en Brasil, por ejemplo, en el cual existe un plan de inversión de aumento de la capacidad productiva. Por otro lado, Embotelladora Andina posee una gran capacidad de financiamiento, y por tanto la oportunidad de lograr grandes inversiones en infraestructura para poder atender la demanda (en el apartado de proyección de inversiones se detalla el plan de inversiones 2023-2024). También para este análisis se consideró el efecto del tipo de cambio y la inflación proyectada de países con una tasa superior al crecimiento, que en termino reales y al convertir los ingresos a moneda local se puede apreciar un decrecimiento.

6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Para proyectar los costos y gastos operacionales se analizaron las tendencias en cada uno de los segmentos de negocio en los que opera la compañía.

Considerando la disminución en el margen bruto a partir del año 2020, se estimó que la proyección para los próximos cinco años se mantendrá en niveles similares dado el aumento estructural en los costos de la industria y corresponderá al promedio entre diciembre 2020 y diciembre 2022 (39%).

La caída del margen bruto esperamos será compensada con disminuciones en los costos de distribución y gastos de administración (expresados como porcentaje de las ventas), por lo que se definió mantener el criterio de proyección utilizado para el margen bruto, de esta forma se obtuvo en promedio costos de distribución y gastos de administración proyectados

por el 9% y 16% de los ingresos, respectivamente. Cabe mencionar que en el inciso 5.2. es posible observar que Embotelladora Andina comenzó con estas maniobras de compensación en la pandemia.

Lo anteriormente señalado permite concluir con un margen operacional proyectado promedio del 13%, similar al promedio entre los años 2016 y 2022.

Cuadro 43: Resultado Operacional Consolidado

Resultado Operacional Consolidado - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	76.222	76.726	76.755	76.376	76.041	66.514	76.424
Costos de ventas	(46.473)	(46.749)	(46.703)	(46.419)	(46.172)	(39.603)	(46.503)
Ganancia Bruta	29.749	29.977	30.053	29.957	29.868	26.911	29.921
Costos de distribución	(7.191)	(7.276)	(7.338)	(7.352)	(7.367)	(6.429)	(7.305)
Gastos de administración	(12.519)	(12.628)	(12.678)	(12.653)	(12.631)	(11.754)	(12.622)
Ganancias de actividades operacionales	10.039	10.073	10.037	9.952	9.871	8.729	9.994

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-61%	-61%	-61%	-61%	-61%	-59%	-61%
Ganancia Bruta	39%	39%	39%	39%	39%	41%	39%
Costos de distribución	-9%	-9%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Gastos de administración	-16%	-16%	-17%	-17%	-17%	-18%	-17%
Ganancias de actividades operacionales	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%

Fuente: Elaboración Propia

Es importante mencionar que el criterio de proyección utilizado fue el mismo para cada uno de los cuatro segmentos de negocio dado que presentaban comportamientos históricos similares.

A continuación, se detalla la proyección de costos y gastos operacionales para cada uno de los segmentos de negocio:

- **Chile**

Chile presenta una disminución de un 3% en su margen bruto, compensado por una leve disminución en sus costos de distribución y un 3% en gastos de administración. De esta manera, su margen operacional mejora en un 1% para el período proyectado respecto al promedio histórico entre 2016 y 2022.

Cuadro 44: Resultado Operacional Chile

Resultado Operacional Chile - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	32.197	33.319	34.071	34.771	35.519	24.140	33.975
Costos de ventas	(20.578)	(21.295)	(21.776)	(22.223)	(22.701)	(14.903)	(21.714)
Ganancia Bruta	11.619	12.024	12.296	12.548	12.818	9.237	12.261
Costos de distribución	(2.766)	(2.862)	(2.927)	(2.987)	(3.051)	(2.206)	(2.918)
Gastos de administración	(5.018)	(5.193)	(5.310)	(5.419)	(5.535)	(4.254)	(5.295)
Ganancias de actividades operacionales	3.836	3.970	4.059	4.143	4.232	2.776	4.048

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-64%	-64%	-64%	-64%	-64%	-61%	-64%
Ganancia Bruta	36%	36%	36%	36%	36%	39%	36%
Costos de distribución	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
Gastos de administración	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%	-18%	-16%
Ganancias de actividades operacionales	12%	12%	12%	12%	12%	11%	12%

Fuente: Elaboración Propia

- **Argentina**

Argentina reduce levemente su margen bruto, compensado por disminuciones en sus costos de distribución y gastos de administración que implican finalmente una caída de un 1% en su margen operacional.

Cuadro 45: Resultado Operacional Argentina

Resultado Operacional Argentina - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	19.350	19.712	20.265	20.578	20.837	16.734	20.148
Costos de ventas	(10.483)	(10.679)	(10.979)	(11.148)	(11.289)	(8.985)	(10.916)
Ganancia Bruta	8.867	9.033	9.286	9.430	9.548	7.749	9.233
Costos de distribución	(2.851)	(2.904)	(2.986)	(3.032)	(3.070)	(2.509)	(2.968)
Gastos de administración	(3.987)	(4.061)	(4.175)	(4.240)	(4.293)	(3.426)	(4.151)
Ganancias de actividades operacionales	2.029	2.067	2.125	2.158	2.185	1.813	2.113

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-54%	-54%	-54%	-54%	-54%	-53,7%	-54,2%
Ganancia Bruta	46%	46%	46%	46%	46%	46,3%	45,8%
Costos de distribución	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15,0%	-14,7%
Gastos de administración	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-20,7%	-20,6%
Ganancias de actividades operacionales	10%	10%	10%	10%	10%	10,6%	10,5%

Fuente: Elaboración Propia

- **Brasil**

Brasil reduce en un 2% su margen bruto promedio, lo que compensa con menores costos de distribución y gastos de administración, permitiéndole finalmente mantener constante su margen operacional respecto al promedio histórico.

Cuadro 46: Resultado Operacional Brasil

Resultado Operacional Brasil - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	18.567	17.576	16.317	14.959	13.681	20.273	16.220
Costos de ventas	(12.055)	(11.411)	(10.594)	(9.712)	(8.882)	(12.674)	(10.531)
Ganancia Bruta	6.513	6.165	5.723	5.247	4.799	7.599	5.689
Costos de distribución	(1.227)	(1.162)	(1.078)	(989)	(904)	(1.410)	(1.072)
Gastos de administración	(2.649)	(2.507)	(2.328)	(2.134)	(1.952)	(3.260)	(2.314)
Ganancias de actividades operacionales	2.637	2.496	2.317	2.124	1.943	2.929	2.303

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-65%	-65%	-65%	-65%	-65%	-63%	-65%
Ganancia Bruta	35%	35%	35%	35%	35%	37%	35%
Costos de distribución	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-6,9%	-6,6%
Gastos de administración	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-16,0%	-14,3%
Ganancias de actividades operacionales	14%	14%	14%	14%	14%	14,4%	14,2%

Fuente: Elaboración Propia

○ Paraguay

Paraguay aumenta en un 2% su margen bruto promedio y reduce levemente sus costos de distribución y gastos de administración, permitiéndole finalmente mejorar en un 3% su margen operacional respecto al promedio histórico.

Cuadro 46: Resultado Operacional Paraguay

Resultado Operacional Paraguay - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	6.107	6.119	6.102	6.068	6.003	5.462	6.080
Costos de ventas	(3.357)	(3.364)	(3.354)	(3.336)	(3.300)	(3.135)	(3.342)
Ganancia Bruta	2.750	2.755	2.748	2.732	2.703	2.327	2.738
Costos de distribución	(347)	(348)	(347)	(345)	(342)	(303)	(346)
Gastos de administración	(865)	(867)	(865)	(860)	(851)	(813)	(862)
Ganancias de actividades operacionales	1.537	1.540	1.536	1.527	1.511	1.210	1.530

Resultado Operacional como % de las ventas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-55%	-55%	-55%	-55%	-55%	-57%	-55%
Ganancia Bruta	45%	45%	45%	45%	45%	42,5%	45,0%
Costos de distribución	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-5,5%	-5,7%
Gastos de administración	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14,9%	-14,2%
Ganancias de actividades operacionales	25%	25%	25%	25%	25%	22,1%	25,2%

Fuente: Elaboración Propia

6.3. Resultado no operacional proyectado

En el cuadro 47 se puede observar la proyección para las cuentas correspondientes al resultado no operacional de la empresa, donde se puede observar un aumento promedio anual por MUF 554, principalmente por disminuciones de MUF 242 en *Otros ingresos* y de MUF 322 en *Ingresos financieros*.

Cuadro 47: Resultado No Operacional Consolidado

Resultado No Operacional - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	(148)	-
Otros gastos, por función	(623)	(623)	(623)	(623)	(623)	(587)	(623)
Otros ingresos	48	48	48	48	48	290	48
Ingresos financieros	309	309	309	309	309	631	309
Costos financieros	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.847)	(1.861)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	25	25	25	25	25	19	25
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	(137)	(140)	(143)	(147)	(150)	(124)	(143)
Resultados por unidades de reajuste	(591)	(605)	(619)	(633)	(646)	(545)	(619)
Resultado No Operacional	(2.829)	(2.848)	(2.865)	(2.881)	(2.898)	(2.310)	(2.864)

Resultado No Operacional como % de las ventas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Otras ganancias (pérdidas)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%
Otros gastos, por función	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-0,8%
Otros ingresos	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,5%	0,1%
Ingresos financieros	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,9%	0,4%
Costos financieros	-2,5%	-2,4%	-2,3%	-2,3%	-2,2%	-2,8%	-2,3%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Resultados por unidades de reajuste	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Resultado No Operacional	-3,7%	-3,7%	-3,6%	-3,5%	-3,5%	-3,4%	-3,6%

Fuente: Elaboración Propia

Las partidas que en el inciso 5.3 del presente informe fueron clasificadas como *recurrentes* se proyectaron individualmente utilizando criterios específicos para cada caso, mientras que las cuentas clasificadas como *no recurrentes* se proyectaron considerando la posibilidad de que en algunos casos puedan volver a ser utilizadas en un futuro. Por ejemplo, en otros gastos por función la cuenta de pérdida por castigos y bajas de activo fijo fue clasificada como no recurrente por no tener movimientos el último año y medio, pero es probable que durante los próximos cinco años proyectados vuelva a tener registros.

A continuación, se detalla la metodología de cálculo para las partidas no operacionales:

- **Otras ganancias (pérdidas)**

Las cuentas clasificadas en *otras ganancias* fueron proyectadas sin movimiento a futuro dado que son *no recurrentes* y no hay indicios de que puedan ser utilizadas nuevamente. De esta forma, en promedio anualmente el resultado no operacional mejora en MUF 148 por efecto de la cuenta *Otras Ganancias (pérdidas)*.

Cuadro 48: Otras Ganancias (pérdidas)

Otras Ganancias (pérdidas)	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Utilidad (pérdida) operaciones de derivados	-	-	-	-	-	(0)	-
Pérdida porción inefectiva de derivados de cobertura	-	-	-	-	-	(46)	-
Otros ingresos y egresos	-	-	-	-	-	(102)	-
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	(148)	-

Fuente: Elaboración Propia

- **Otros gastos, por función**

Para el caso de *Otros gastos por función*, las cuentas de *Contingencias y honorarios no operativos asociados*, *Impuesto a los débitos y otros gastos bancarios*, *utilidad (pérdida) por castigo y bajas de activo fijo* y *Otros* si bien históricamente no han sido necesariamente recurrentes, si existe la posibilidad de que sean nuevamente utilizadas en el futuro, por lo que se proyectaron constantes como el promedio histórico entre 2016 y 2022. En cambio, la cuenta *Baja Purchase Price Allocation (PPA)* fue utilizada puntualmente en el año 2017 para una operación específica, por lo que se definió proyectarla sin movimientos.

De esta forma, en promedio anualmente el resultado no operacional disminuye en MUF 36 por efecto de la cuenta *Otros gastos por función*.

Cuadro 49: Otros gastos, por función

Otros gastos, por función - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Contingencias y honorarios no operativos asociados	(277)	(277)	(277)	(277)	(277)	(277)	(277)
Impuesto a los débitos y otros gastos bancarios	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)
Utilidad (pérdida) por castigo y bajas de activo fijo	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Baja Purchase Price Allocation (PPA) en RP-Brasil	-	-	-	-	-	36	-
Otros	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)
Otros gastos, por función	(623)	(623)	(623)	(623)	(623)	(587)	(623)

Fuente: Elaboración Propia

- **Otros Ingresos**

Para el caso de *otros ingresos*, las cuentas de *utilidad por venta de activo fijo* y *otros* se proyectaron como el promedio entre 2016 y 2022, dado que pese a ser *no recurrentes* es muy probable que sean utilizadas a futuro. Caso contrario es el de la cuenta *recuperación impuesto PIS/CONFINS*, que se proyectó sin movimiento porque fue utilizada puntualmente en los años 2019 y 2020. De esta forma, en promedio anualmente el resultado no operacional disminuye en MUF 242 por efecto de la cuenta *Otros Ingresos*.

Cuadro 50: Otros Ingresos

Otros Ingresos - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Utilidad venta de activo fijo	18	18	18	18	18	18	18
Recuperación impuesto PIS/CONFINS	-	-	-	-	-	242	-
Otros	30	30	30	30	30	30	30
Otros Ingresos	48	48	48	48	48	290	48

Fuente: Elaboración Propia

○ Ingresos Financieros

Para el caso de los *ingresos financieros*, la cuenta de *ingresos por intereses* históricamente se ha comportado de manera irregular por lo que no ha sido posible establecer una relación con el saldo de efectivo de la compañía ni con la tasa de política monetaria. Lo que sí es posible señalar, es que la compañía aumentó considerablemente sus niveles de efectivo el 2020 por efecto pandemia, los que ha ido reduciendo consistentemente a diciembre 2021, diciembre 2022 y marzo 2023, esperándose vuelva pronto a sus niveles prepandemia. Similar es el caso de la tasa de política monetaria, que aumentó fuertemente en 2021 y 2022, y se esperan contracciones agresivas para el segundo semestre de 2023 y primer semestre de 2024. Por lo tanto, dado que se espera tanto que el efectivo promedio como la TPM vuelvan a niveles previos a la pandemia, los ingresos por intereses se proyectaron como el promedio histórico entre 2016 y 2019.

Por otro lado, la cuenta *otros ingresos financieros* se proyectó como el promedio entre 2016 y 2022, dado que, pese a ser *no recurrente* es muy probable que sea utilizada a futuro, y a diferencia de los ingresos financieros no se ve afectada por el efecto pandemia.

Finalmente, las cuentas *actualización garantía compra Ipiranga* y *recuperación crédito PIS* y *COFINS* se proyectaron sin movimiento porque fueron utilizadas en años particulares y no hay indicios de que puedan ser utilizadas nuevamente a futuro.

Cuadro 51: Ingresos Financieros

Ingresos Financieros	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ingresos por intereses	212	212	212	212	212	293	212
Actualización garantía compra Ipiranga	-	-	-	-	-	0	-
Recuperación crédito PIS y COFINS	-	-	-	-	-	240	-
Otros ingresos financieros	97	97	97	97	97	97	97
Ingresos Financieros	309	309	309	309	309	631	309

Fuente: Elaboración Propia

De esta forma, en promedio anualmente el resultado no operacional disminuye en MUF 322 por efecto de la cuenta *Ingresos Financieros*.

- **Costos Financieros**

Para el caso de las cuentas de *intereses bonos* e *intereses por préstamos bancarios*, se espera que la compañía en promedio mantenga sus niveles históricos.

Por otro lado, si bien la cuenta *intereses por arrendamiento* es *no recurrente*, la compañía aplica la norma IFRS16 a partir del 2021, por lo que es posible suponer que se seguirá utilizando. Por lo tanto, se proyecta como el promedio de diciembre 2021 y diciembre 2022.

Finalmente, la cuenta *otros costos financieros* si bien es *no recurrente*, está la posibilidad de que pueda ser utilizada nuevamente a futuro, por lo que se proyecta como el promedio entre 2016 y 2022.

Cuadro 52: Costos Financieros

Costos Financieros	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Intereses bonos	(1.504)	(1.504)	(1.504)	(1.504)	(1.504)	(1.504)	(1.504)
Intereses por préstamos bancarios	(82)	(82)	(82)	(82)	(82)	(82)	(82)
Intereses por arrendamiento	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(17)	(59)
Otros costos financieros	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)	(244)	(217)
Costos Financieros	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.847)	(1.861)

Fuente: Elaboración Propia

De esta forma, en promedio anualmente el resultado no operacional disminuye en MUF 14 por efecto de la cuenta *Costos Financieros*.

- **Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación**

Para este caso, las cuentas *valor patrimonial sobre resultado de asociadas y utilidad no realizada por stock de productos adquiridos a asociadas y no vendidos al cierre del período*, que se presenta rebajando la respectiva cuenta de activo, se proyectaron como el promedio entre 2016 y 2022, dado que, pese a ser *no recurrentes* es muy probable que sean utilizadas a futuro.

Por otro lado, las cuentas *amortización mayor valor venta activo fijo de envases CMF* y *amortización mayor valor acciones preferentes* se proyectaron sin movimiento porque fueron utilizadas en años particulares y no hay indicios de que puedan ser utilizadas nuevamente a futuro.

Cuadro 53: Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos por el método de la participación

Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Valor patrimonial sobre resultado de asociadas	49	49	49	49	49	49	49
Utilidad no realizada por stock de productos adquiridos a asociadas y no vendidos al cierre del período, que se presenta rebajando la respectiva cuenta de activo (Envases y/o Inventarios)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)	(24)
Amortización mayor valor venta A.F. Envases CMF	-	-	-	-	-	2	-
Amortización mayor valor acciones preferentes	-	-	-	-	-	(8)	-
Total	25	25	25	25	25	19	25

Fuente: Elaboración Propia

De esta forma, en promedio anualmente el resultado no operacional aumenta en MUF 6 por efecto de la cuenta *Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación*.

○ **Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera y Resultados por unidades de reajuste**

Se proyectaron las cuentas de *ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera y Resultados por unidades de reajuste* manteniendo la proporción histórica promedio entre 2016 y 2022 respecto a los ingresos.

Cuadro 54: Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera y resultados por unidades de reajuste

Ganancias de cambio en moneda extranjera y Resultado por unidades de reajuste	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	(137)	(140)	(143)	(147)	(150)	(124)	(143)
Resultados por unidades de reajuste	(591)	(605)	(619)	(633)	(646)	(545)	(619)

Ganancias de cambio en moneda extranjera y Resultado por unidades de reajuste (% ventas)	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Resultados por unidades de reajuste	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%

Fuente: Elaboración Propia

De esta forma, en promedio anualmente el resultado no operacional disminuye en MUF 19 por efecto de la cuenta *Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera* y en MUF 74 por efecto de la cuenta *Resultados por unidades de reajuste*.

6.4. Impuesto corporativo proyectado

Chile suscribió acuerdos de doble tributación en los tres países donde la compañía tiene filiales (Argentina, Brasil y Paraguay), lo que permite aplicar la tasa impositiva del 27%

vigente al 31 de marzo de 2023 a las utilidades para todos los segmentos. Adicionalmente, se espera que se mantenga estable para el horizonte de estudio de la presente evaluación

Cuadro 55: Impuestos Corporativos

Impuestos Corporativos - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Impuestos 27%	(1.945)	(1.953)	(1.944)	(1.922)	(1.900)

Fuente: Elaboración Propia

6.5. Estado de resultados proyectado en MUF

A continuación, se presenta el Estado de Resultados proyectado a 2027 en MUF.

Cuadro 56: EERR Consolidado

EERR Consolidado - MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	76.222	76.726	76.755	76.376	76.041	66.514	76.424
Chile	32.197	33.319	34.071	34.771	35.519	24.045	33.975
Argentina	19.350	19.712	20.265	20.578	20.837	16.734	20.148
Brasil	18.567	17.576	16.317	14.959	13.681	20.273	16.220
Paraguay	6.107	6.119	6.102	6.068	6.003	5.462	6.080
Costos de ventas	(46.473)	(46.749)	(46.703)	(46.419)	(46.172)	(39.603)	(46.503)
Chile	(20.578)	(21.295)	(21.776)	(22.223)	(22.701)	(14.808)	(21.714)
Argentina	(10.483)	(10.679)	(10.979)	(11.148)	(11.289)	(8.985)	(10.916)
Brasil	(12.055)	(11.411)	(10.594)	(9.712)	(8.882)	(12.674)	(10.531)
Paraguay	(3.357)	(3.364)	(3.354)	(3.336)	(3.300)	(3.135)	(3.342)
Ganancia Bruta	29.749	29.977	30.053	29.957	29.868	26.911	29.921
Costos de distribución	(7.191)	(7.276)	(7.338)	(7.352)	(7.367)	(6.429)	(7.305)
Chile	(2.766)	(2.862)	(2.927)	(2.987)	(3.051)	(2.206)	(2.918)
Argentina	(2.851)	(2.904)	(2.986)	(3.032)	(3.070)	(2.509)	(2.968)
Brasil	(1.227)	(1.162)	(1.078)	(989)	(904)	(1.410)	(1.072)
Paraguay	(347)	(348)	(347)	(345)	(342)	(303)	(346)
Gastos de administración	(12.519)	(12.628)	(12.678)	(12.653)	(12.631)	(11.754)	(12.622)
Chile	(5.018)	(5.193)	(5.310)	(5.419)	(5.535)	(4.254)	(5.295)
Argentina	(3.987)	(4.061)	(4.175)	(4.240)	(4.293)	(3.426)	(4.151)
Brasil	(2.649)	(2.507)	(2.328)	(2.134)	(1.952)	(3.260)	(2.314)
Paraguay	(865)	(867)	(865)	(860)	(851)	(813)	(862)
Resultado Operacional	10.039	10.073	10.037	9.952	9.871	8.729	9.994
Ingresos financieros	309	309	309	309	309	631	309
Costos financieros	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.861)	(1.847)	(1.861)
Participación de la entidad en el resultado de asociadas contabilizadas bajo el método de participación	25	25	25	25	25	19	25
Otros gastos, por función	(623)	(623)	(623)	(623)	(623)	(587)	(623)
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-	(148)	-
Otros ingresos	48	48	48	48	48	290	48
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	(138)	(139)	(139)	(138)	(137)	(124)	(138)
Resultados por unidades de reajuste	(594)	(598)	(598)	(595)	(593)	(545)	(596)
Utilidad Antes de Impuestos	7.205	7.234	7.199	7.117	7.039	6.419	7.159
Impuestos	(1.945)	(1.953)	(1.944)	(1.922)	(1.900)	(2.045)	(1.933)
Utilidad Neta	5.260	5.281	5.255	5.195	5.138	4.374	5.226

Fuente: Elaboración Propia

A partir del cuadro 56 es posible observar un aumento continuo en las utilidades de la compañía, explicado principalmente por los mayores ingresos esperados hasta el año 2027.

6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, se presenta el Estado de Resultados proyectado a 2027 como porcentaje de las ventas.

Cuadro 57: EERR Consolidado como % de las ventas

EERR Consolidado como % de las ventas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	Prom. 2016-2022	Prom. 2023-2027
Ventas netas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Chile	42,2%	43,4%	44,4%	45,5%	46,7%	36,0%	44,5%
Argentina	25,4%	25,7%	26,4%	26,9%	27,4%	25,0%	26,4%
Brasil	24,4%	22,9%	21,3%	19,6%	18,0%	30,8%	21,2%
Paraguay	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	8,3%	8,0%
Costos de ventas	-61,0%	-60,9%	-60,8%	-60,8%	-60,7%	-59,5%	-60,8%
Chile	-27,0%	-27,8%	-28,4%	-29,1%	-29,9%	-22,1%	-28,4%
Argentina	-13,8%	-13,9%	-14,3%	-14,6%	-14,8%	-13,4%	-14,3%
Brasil	-15,8%	-14,9%	-13,8%	-12,7%	-11,7%	-19,2%	-13,8%
Paraguay	-4,4%	-4,4%	-4,4%	-4,4%	-4,3%	-4,7%	-4,4%
Margen Bruto	39,0%	39,1%	39,2%	39,2%	39,3%	40,5%	39,2%
Costos de distribución	-9,4%	-9,5%	-9,6%	-9,6%	-9,7%	-9,7%	-9,6%
Chile	-3,6%	-3,7%	-3,8%	-3,9%	-4,0%	-3,3%	-3,8%
Argentina	-3,7%	-3,8%	-3,9%	-4,0%	-4,0%	-3,8%	-3,9%
Brasil	-1,6%	-1,5%	-1,4%	-1,3%	-1,2%	-2,1%	-1,4%
Paraguay	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,5%
Gastos de administración	-16,4%	-16,5%	-16,5%	-16,6%	-16,6%	-17,7%	-16,5%
Chile	-6,6%	-6,8%	-6,9%	-7,1%	-7,3%	-6,4%	-6,9%
Argentina	-5,2%	-5,3%	-5,4%	-5,6%	-5,6%	-5,1%	-5,4%
Brasil	-3,5%	-3,3%	-3,0%	-2,8%	-2,6%	-4,9%	-3,0%
Paraguay	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,1%
Margen Operacional	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%	13,2%	13,1%
Ingresos financieros	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,9%	0,4%
Costos financieros	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,8%	-2,4%
Participación de la entidad en el resultado de asociadas contabilizadas bajo el método de participación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros gastos, por función	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-0,8%
Otras ganancias (pérdidas)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%
Otros ingresos	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,5%	0,1%
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Resultados por unidades de reajuste	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Utilidad Antes de Impuestos	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%	9,7%	9,4%
Impuestos	-2,6%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-3,1%	-2,5%
Margen Neto	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,6%	6,8%

Fuente: Elaboración Propia

De lo anterior es posible observar que se espera que el margen bruto y el margen operacional de la compañía se mantengan estables para los próximos años. Por otra parte, la disminución de los costos no operacionales permitiría una leve mejoría en el resultado neto.

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1. Inversión en reposición

La compañía no revela información respecto a la inversión por reposición en sus estados financieros, por lo que se estableció el supuesto de que la inversión destinada a reposición de activos corresponderá al 100% del monto en depreciación y amortización, proyectado en los apartados anteriores. Para el cálculo se excluyen partidas relacionadas con Propiedad, Planta y Equipos (PPE), que no se imputan montos por depreciación como edificaciones en curso y terrenos.

A partir del análisis de compras en PPE es posible observar que las compras exceden al monto de depreciación y amortización, por lo tanto, se concluye que efectivamente existen inversiones en reposición.

Cuadro 58: Análisis históricos Inversiones en PPE e Intangibles

Analisis historico - Inversiones en PPE e Intangibles	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Compras propiedades, planta y equipo (MUF)	4.866	6.301	4.392	3.910	2.954	4.480	5.317
Compras de activos intangibles (MUF)	-	445	-	16	7	167	-
Depreciación y amortización (MUF)	3.694	3.700	3.613	3.924	3.816	3.381	3.400
Compras totales / Depreciación y Amortización (%)	132%	182%	122%	100%	78%	137%	156%

Fuente: Elaboración Propia

Para determinar el monto proyectado de la depreciación y amortización se realizó un análisis histórico de los activos totales, activos no corrientes y la cuenta de PPE entre los años 2016 y 2022, obteniendo proporciones y un promedio histórico para ser utilizado en la proyección.

Las proporciones obtenidas se detallan a continuación en el siguiente cuadro:

Cuadro 59: Ingresos, Activos y PPE

Ingresos, Activos y PEE	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	Promedio
Ingresos	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671	66.514
Total de Activos	83.464	78.918	80.335	84.456	84.212	95.061	85.748	84.599
% de Activos sobre ingresos	123,72%	114,39%	132,37%	134,40%	144,15%	132,90%	113,32%	127,19%
Total Activos No Corrientes	62.486	60.857	62.865	65.612	56.785	63.085	52.661	60.621
% Sobre Activos totales	74,87%	77,11%	78,25%	77,69%	67,43%	66,36%	61,41%	71,88%
Propiedad, Planta y Equipo Bruto	44.744	43.145	56.356	52.591	43.671	49.054	49.394	48.422
% de los Activos Corrientes	71,61%	70,90%	89,65%	80,15%	76,91%	77,76%	93,80%	80,11%

Fuente: Elaboración Propia

A partir del cuadro 59, se obtiene que el valor de los ingresos corresponde en promedio al 127,19% del valor de activos histórico, luego, el 71,88% de los activos totales en promedio

corresponde a activos no corrientes y, por último, el 80,11% de los activos no corrientes en promedio corresponden a PPE.

A continuación, el cuadro 60 detalla la proyección de Depreciación y Amortización. Las cuentas de activos totales, activos no corrientes y PPE se proyectaron en función de la relación promedio histórica de estas cuentas respecto a los ingresos, detallado en tabla 59. Adicionalmente, se asume que el plan de inversión por MMUS\$500 destinado para el período 2023-2024 aumentará el valor de PPE a través de las subcuentas edificaciones en construcción y terrenos. Sin embargo, para este caso no se considera una depreciación adicional dado que se asume que las inversiones en plantas de fabricación estarán operativas después del período de valorización (2023-2027).

Cuadro 60: Proyección Activos, Ingresos y Depreciación

Proyección Activos, Ingresos y Depreciación	Factor	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Ingresos (MUF)	-	76.222	76.726	76.755	76.376	76.041
Total de Activos (MUF)	1,27	96.946	97.587	97.625	97.142	96.716
Total de Activos No Corrientes (MUF)	0,72	69.680	70.141	70.168	69.821	69.515
Propiedad, Planta y Equipo Bruto (MUF)	0,80	66.820	67.189	67.215	66.883	66.590
Depreciación y Amortización (MUF)	0,08	3.460	4.284	4.382	4.478	4.573

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, el cuadro 61 detalla la inversión en reposición proyectada desde 2023 al 2027.

Cuadro 61: Inversión en Reposición

En MUF	T9-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Inversión reposición	3.460	4.284	4.382	4.478	4.573

Fuente: Elaboración Propia

7.2. Nuevas inversiones de capital

De acuerdo con el plan de inversiones presentado por la compañía en su memoria anual del 2022, esta espera desembolsar alrededor de 250 millones de dólares para el año 2023. También, por medios periodísticos se dio a conocer que en total el plan de inversiones considera otra inversión de 250 millones de dólares para el 2024.

La inversión será destinada a tres proyectos:

- Ampliación de la infraestructura en Brasil para almacenamiento y producción, además la adquisición de una línea de producción mixta para elaboración de cerveza y bebidas sin alcohol
- Nueva línea de producción de envases retornables en Argentina

- Planta de reciclaje de resina PET en Chile en conjunto con Coca-Cola Embonor

Cuadro 62: Nuevas Inversiones de Capital

En MUF	T9-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Botellas y envases retornables	910	910	0	0	0
Equipos	799	799	0	0	0
Capacidad productiva	3.306	3.306	0	0	0
Otras inversiones	555	555	0	0	0
Variación PPE	0	0	1.292	1.278	1.261
Total nuevas inversiones	5.569	5.569	1.292	1.278	1.261

Fuente: Elaboración Propia

El cuadro 62 detalla las inversiones entre 2023 y 2024, luego desde 2025 se utilizó la variación histórica de PPE como proxy de posibles inversiones de capital (cálculo realizado en la proyección de la Depreciación y Amortización).

El tipo de cambio utilizado a marzo de 2023 fue de 789,32. El FX Close de 2023 fue de 829 y FX Close 2024 fue de 820, de acuerdo con refinitiv en su forecast de CLP/USD¹

7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto (CTON)

Para la proyección del capital de trabajo operativo se consideró la proyección de los ingresos entre 2023 y 2027, y el promedio de RCTON proyectado en apartados anteriores (5,12% como promedio histórico entre 2016 y 2022). Finalmente se obtiene la variación del CTON proyectado como inversión en capital de trabajo a partir del producto del promedio histórico de CTON y los ingresos proyectados.

Cuadro 63: Inversión o liberación de CTON proyectado

CTON Proyectado En MUF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Ingresos (MUF)	76.222	76.726	76.755	76.376	76.041
RCTON Proyectado (%)	5,12%	5,12%	5,12%	5,12%	5,12%
CTON Proyectado (MUF)	3.877	3.974	4.064	4.154	4.242
Variación CTON	-97	-90	-90	-88	-

Fuente: Elaboración Propia

¹ <https://workspace.refinitiv.com/web/Apps/fx-polls/?RIC=CLP%3D#/>

7.4. Valor Terminal

El valor terminal para Embotelladora Andina se estimó bajo el supuesto de que la empresa no tiene crecimiento a partir del 2028 y, por lo tanto, los flujos que percibe son idénticos a los del último año de la proyección (2027). El supuesto utilizado es que gran parte del crecimiento e inversión será para mejorar la eficiencia de la producción actual por medio de implementación de nuevas tecnologías y mejoras en la capacidad productiva. Por lo tanto, en este escenario, la inversión requerida para el reemplazo de activos equivale al total de Depreciación y Amortización, y no se considera inversión adicional en activos fijos ni en capital de trabajo.

De esta forma, descontando el flujo del año 2027 a la tasa de costo de capital (4,91%), se obtuvo un valor terminal de 40.846 MUF.

7.5. Flujos de caja libre proyectados

A continuación, el cuadro 64 detalla los flujos de caja libre entre 2023 y 2027, para el periodo de flujo de caja perpetuo se realiza bajo el supuesto de no crecimiento, por tanto, es el mismo flujo proyectado que en 2027 (no existen nuevas inversiones a partir de ese periodo).

Cuadro 64: Flujos de Caja Libre proyectados

FC Proyectado En MUF	T9 - 23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28
EBIT (después de impuestos)	4.310	4.278	3.091	2.264	2.008	2.008
+ Depreciación y Amortización	3.460	4.284	4.382	4.478	4.573	4.573
- Inversión en reposición	-3.460	-4.284	-4.382	-4.478	-4.573	-4.573
- Nuevas inversiones	-5.569	-5.569	-26	332	-	-
- Inversión de CTON	-97	-90	-90	-88	-	-
Flujos de Caja libre	-1.356	-1.381	2.975	2.508	2.008	2.008

Fuente: Elaboración Propia

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Cuadro 65: Valor Presente de los Flujos de Caja Libre proyectados

En MUF	T9-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Flujo de caja libre	-1.356	-1.381	2.975	2.008	2.008
Valor terminal 2027					40.846
Valor presente FCL	-1.308	-1.269	2.607	1.677	34.120
Valor presente total	35.828				
WACC	4,91%				

Fuente: Elaboración Propia

El valor presente de la compañía al 31 de marzo de 2023 se calcula como el valor presente de los flujos en el periodo 2023-2027 descontados a la tasa de costo de capital del 4,91%. El valor resultante es de 35.828 MUF.

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Cuadro 66: Exceso o déficit de CTON

En MUF	
CTON Real al 31 de Marzo de 2023	4.470
CTON Proyectado al 31 de Diciembre de 2023	3.877
Exceso de CTON	593

Fuente: Elaboración Propia

El exceso de capital de trabajo para el 31 de marzo de 2023 se calcula utilizando el CTON proyectado en el punto 7.3 para calcular el capital de trabajo proyectado de la compañía. La diferencia entre el capital de trabajo proyectado y el CTON real a la fecha de cálculo se obtiene un exceso de capital de trabajo de 593 MUF.

8.3. Activos prescindibles y otros activos

Cuadro 67: Activos prescindibles y otros activos

En MUF	mar-23
Activos prescindibles	20.005
Otros Activos	6.248
Total	26.253

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 68: Detalle Otros Activos

En MUF	mar-23
PPE e Intangibles al 31.12.2023	61.765
PPE e Intangibles al 31.03.2023	52.167
Total	9.598

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 69: Detalle Activos Prescindibles

En MUF	mar-23
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.288
Otros activos financieros	6.956
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	357
Otros activos financieros	2.823
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	3
Inv. contabilizadas utilizando el método de la part.	2.577
Total	20.005

Fuente: Elaboración Propia

Los activos prescindibles corresponden a los presentados en los apartados anteriores en los cuales se pueden encontrar activos corrientes y no corrientes tales como “Efectivo y equivalente al efectivo”, “Otros activos financieros, corrientes”, “Otros activos financieros”, no corrientes”, entre otros. Estos activos corresponden a un monto de 20.005 MUF al 31 de marzo del 2023.

8.4. Valorización económica de la empresa

Cuadro 70: Valoración Económica Embotelladora Andina

Al 31 de Marzo de 2023	
Valor presente FCL (en MUF)	35.828
Exceso (deficit) CTON (en MUF)	-593
Activos prescindibles y otros activos (en MUF)	29.603
Valor Total de los Activos (en MUF)	64.838
Deuda financiera (en MUF)	-32.864
Patrimonio económico (en MUF)	31.974
Numero de acciones	473.281.303
Precio acción estimado (en MUF)	0,00007
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	2.403
Precio acción real en CLP	2.050,00
Diferencia de precios (en %)	17%

Fuente: Elaboración Propia

El valor del patrimonio económico de la empresa (30.525 MUF) se obtuvo sumando el valor presente de los flujos de caja libre (35.828 MUF), el déficit de CTON (593 MUF) y el valor de los activos prescindibles (29.603 MUF), a lo que se le descuenta la deuda financiera (32.864 MUF), que a su vez contempla la deuda financiera corriente y no corriente, incorporando cuentas como “Obligaciones bancarias”, “Obligaciones con el público”, “Depósitos en garantía por envases” y “Obligaciones por contratos de derivados”.

El número de acciones que se utiliza para calcular el precio de la acción es el que corresponde al de la serie B de Andina por un total de 473.281.303. Por último, el precio de la acción proyectado es \$2.403, que resulta ser un 17% mayor al precio real del 31 de marzo de 2023.

8.5. Análisis de sensibilidad

El análisis de sensibilidad contempla la modificación de dos de las principales variables como son el WACC y la tasa de crecimiento promedio del segmento Chile (debido a que es el de mayor relevancia dentro de las ventas) en 50 puntos base tanto de forma creciente como decreciente.

El mayor precio se obtiene con un crecimiento promedio del 5,7% anual y una tasa WACC de 2,41% (una variación del +39,1% respecto al precio original), por otro lado, el menor

precio se consigue con una tasa WACC de 7,41% y un crecimiento de 1,2% anual, resultando en una variación del -26,2% respecto al precio original calculado.

A continuación, el cuadro 71 detalla los precios de la acción cuando se modifican ambas variables y el cuadro 72 muestra la variación porcentual respecto al precio originalmente calculado.

Cuadro 71: Sensibilidad en el precio WACC vs tasa de crecimiento ventas promedio Chile

WACC - Ventas Chile	1,20%	1,70%	2,20%	2,70%	3,20%	3,70%	4,20%	4,70%	5,20%	5,70%
2,41%	2.359	2.462	2.565	2.671	2.759	2.888	2.999	3.112	3.226	3.342
2,91%	2.293	2.394	2.495	2.599	2.684	2.812	2.919	3.030	3.141	3.256
3,41%	2.228	2.328	2.427	2.529	2.611	2.736	2.843	2.951	3.060	3.171
3,91%	2.166	2.263	2.361	2.461	2.540	2.664	2.768	2.873	2.980	3.089
4,41%	2.106	2.200	2.296	2.394	2.471	2.593	2.694	2.798	2.903	3.010
4,91%	2.047	2.139	2.233	2.329	2.403	2.523	2.624	2.725	2.827	2.932
5,41%	1.989	2.079	2.171	2.266	2.339	2.456	2.555	2.653	2.754	2.857
5,91%	1.933	2.022	2.112	2.204	2.275	2.391	2.487	2.584	2.683	2.783
6,41%	1.878	1.965	2.054	2.144	2.213	2.328	2.422	2.517	2.614	2.711
6,91%	1.825	1.911	1.998	2.086	2.153	2.266	2.358	2.451	2.545	2.673
7,41%	1.773	1.857	1.942	2.029	2.094	2.205	2.295	2.387	2.479	2.574

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 72: Sensibilidad porcentual respecto a precio original

WACC - Ventas Chile	1,20%	1,70%	2,20%	2,70%	3,20%	3,70%	4,20%	4,70%	5,20%	5,70%
2,41%	-1,8%	2,4%	6,8%	11,2%	14,8%	20,2%	24,8%	29,5%	34,3%	39,1%
2,91%	-4,6%	-0,4%	3,8%	8,2%	11,7%	17,0%	21,5%	26,1%	30,7%	35,5%
3,41%	-7,3%	-3,1%	1,0%	5,2%	8,7%	13,9%	18,3%	22,8%	27,3%	32,0%
3,91%	-9,9%	-5,8%	-1,7%	2,4%	5,7%	10,9%	15,2%	19,6%	24,0%	28,6%
4,41%	-12,4%	-8,5%	-4,4%	-0,4%	2,8%	7,9%	12,1%	16,4%	20,8%	25,2%
4,91%	-14,8%	-11,0%	-7,1%	-3,1%	0,0%	5,0%	9,2%	13,4%	17,7%	22,0%
5,41%	-17,2%	-13,5%	-9,6%	-5,7%	-2,7%	2,2%	6,3%	10,4%	14,6%	18,9%
5,91%	-19,6%	-15,9%	-12,1%	-8,3%	-5,3%	-0,5%	3,5%	7,5%	11,6%	15,8%
6,41%	-21,8%	-18,2%	-14,5%	-10,8%	-7,9%	-3,1%	0,8%	4,8%	8,8%	12,8%
6,91%	-24,1%	-20,5%	-16,9%	-13,2%	-10,4%	-5,7%	-1,9%	2,0%	5,9%	11,2%
7,41%	-26,2%	-22,7%	-19,2%	-15,6%	-12,9%	-8,2%	-4,5%	-0,7%	3,2%	7,1%

Fuente: Elaboración Propia

9. BIBLIOGRAFÍA

- BCI (2023). Equity Research, Sector bebidas. Disponible en <https://shorturl.at/ekopl>
- CMF (2023). Información Financiera Embotelladora Andina S.A. Disponible en <https://shorturl.at/rsxC7>
- CMF (2023). Memorias Anuales Embotelladora Andina S.A. Disponible en <https://shorturl.at/sJKYZ>
- Investing (2023). Embotelladora Andina S.A. B Stock Price. Disponible en <https://shorturl.at/begK6>
- Investing (2023). Embotelladora Andina S.A. A Stock Price. Disponible en <https://shorturl.at/bcdU5>
- Aswath D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. *Gestión* 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Damodaran (2013). Premium risk. Disponible en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Tapia, M. J. (02 de Febrero de 2023). Invertir US\$500 millones y producir cerveza: los agresivos planes de Embotelladora Andina para 2023-2024. *La Tercera*.
- Ayus, A. L., Arrieta, I. E., & Ensuncho, A. M. (2017). Metodología de Cálculo del Beta: Beta de los Activos, Beta Apalancado y Beta Corregido por Cash. *Revista Espacios*, 15.
- Internacional, E. (November 2022). Soft Drinks in Chile, Brazil, Paraguay y Argentina.

10. ANEXO

Anexo 1: Estado de Situación Financiera diciembre 2016 – marzo 2023

Balance - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Activos	83.464	78.918	80.335	84.456	84.212	95.061	85.748	79.687
Activos corrientes	20.979	18.061	17.470	18.844	27.427	31.976	33.087	28.876
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.361	5.084	4.989	5.566	10.648	9.819	8.307	7.288
Otros activos financieros corrientes	2.283	528	25	12	4.826	6.307	7.492	6.956
Otros activos no financieros corrientes	326	209	216	572	460	475	768	687
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	7.231	7.138	6.316	6.749	6.674	8.566	7.968	6.282
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	220	200	343	383	409	304	429	357
Inventarios corrientes	5.492	4.902	5.489	5.215	4.402	6.174	7.003	6.855
Activos biológicos corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes, corrientes	65	-	92	347	8	330	1.120	451
Activos no corrientes	62.486	60.857	62.865	65.612	56.785	63.085	52.661	50.811
Otros activos financieros no corrientes	3.043	2.771	3.532	3.913	5.573	9.571	2.702	2.823
Otros activos no financieros no corrientes	1.338	1.769	1.269	4.438	3.104	2.286	1.700	1.614
Cuentas por cobrar no corrientes	134	89	46	19	3	4	15	17
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	6	6	3	10	5	3	3	3
Inventarios, no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.930	3.239	3.715	3.528	3.026	2.952	2.630	2.577
Activos intangibles distintos de la plusvalía	25.846	24.751	24.263	23.846	20.795	21.284	19.133	18.333
Plusvalía	3.906	3.493	4.253	4.282	3.382	3.809	3.675	3.442
Propiedades, planta y equipo	25.283	24.619	25.785	24.390	20.097	22.352	22.148	21.395
Activos biológicos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Propiedad de inversión	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos por derecho de uso	-	-	-	1.139	734	763	587	547
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	-	120	-	-	-	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	48	66	60	69	60
Pasivos	51.501	48.572	49.002	50.231	55.607	59.522	60.588	53.428
Pasivos corrientes	15.923	15.982	15.231	14.541	13.005	17.087	27.036	22.381
Otros pasivos financieros corrientes	2.459	2.537	2.036	1.221	1.130	1.277	10.259	9.174
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	-	212	197	264	202	155
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9.217	9.610	8.638	8.608	7.927	10.564	10.960	8.666
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	1.675	1.267	1.662	1.895	1.360	1.810	2.570	2.431
Otras provisiones a corto plazo	26	100	126	73	46	49	45	37
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	411	119	339	239	304	985	416	728
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.353	1.342	1.205	1.356	1.069	1.130	1.378	812
Otros pasivos no financieros corrientes	782	1.008	1.225	936	972	1.008	1.205	378
Pasivos no corrientes	35.578	32.590	33.771	35.690	42.602	42.435	33.552	31.047
Otros pasivos financieros no corrientes	27.386	25.217	25.995	25.428	33.522	33.062	25.317	23.135
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	-	828	528	529	453	400
Cuentas por pagar no corrientes	361	42	27	22	10	8	86	71
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	-	-	-	699	371	373	295	276
Otras provisiones a largo plazo	2.748	2.349	2.139	2.368	1.676	1.803	1.342	1.271
Pasivo por impuestos diferidos	4.767	4.672	5.269	5.986	5.286	5.435	4.722	4.686
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	-	-	1	-	-	-
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	310	309	342	359	469	456	496	461
Otros pasivos no financieros no corrientes	6	-	-	-	739	767	843	747
Patrimonio	31.963	30.347	31.333	34.225	28.605	35.539	25.160	26.259
Capital emitido	10.275	10.103	9.822	9.563	9.313	8.736	7.711	7.610
Ganancias (pérdidas) acumuladas	11.223	12.520	16.768	21.226	22.503	24.785	20.420	22.391
Prima de emisión	-	-	-	-	-	-	-	-
Acciones propias en cartera	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras participaciones en el patrimonio	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras reservas	9.646	6.905	4.021	2.720	-3.912	1.203	-3.772	-4.575
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	31.145	29.529	30.611	33.509	27.904	34.724	24.359	25.426
Participaciones no controladoras	818	818	722	715	701	815	802	832
Patrimonio y pasivos	83.464	78.918	80.335	84.456	84.212	95.061	85.748	79.687

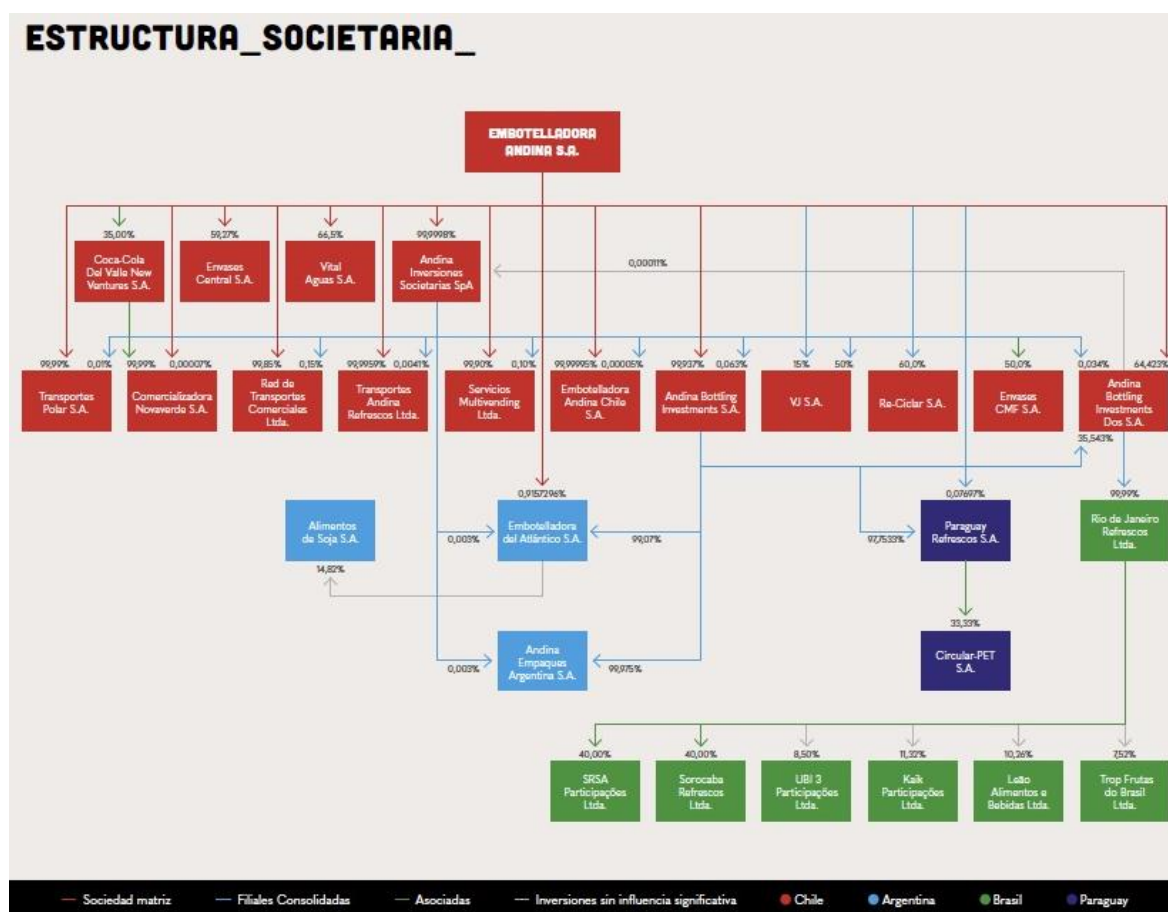
Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Anexo 2: Estado Resultados Embotelladora Andina S.A. diciembre 2016 – marzo 2023

EERR - MUF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23
Ingresos de actividades ordinarias	67.461	68.993	60.688	62.841	58.420	71.527	75.671	19.729
Costo de ventas	(39.241)	(39.892)	(35.117)	(37.031)	(35.173)	(44.379)	(46.387)	(11.954)
Ganancia bruta	28.220	29.101	25.571	25.810	23.246	27.147	29.284	7.775
Otros ingresos	67	21	95	1.446	287	43	71	5
Costos de distribución	(6.971)	(7.199)	(6.014)	(5.899)	(5.247)	(6.452)	(7.220)	(1.863)
Gastos de administración	(13.140)	(12.993)	(11.382)	(11.512)	(9.757)	(11.259)	(12.233)	(3.147)
Otros gastos, por función	(864)	(623)	(583)	(925)	(600)	(491)	(25)	(128)
Otras ganancias (pérdidas)	(129)	(95)	(98)	0	0	-	(712)	(0)
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	7.184	8.211	7.590	8.921	7.930	8.988	9.164	2.641
Ingresos financieros	367	418	143	1.595	514	251	1.131	327
Costos financieros	(1.950)	(2.061)	(1.996)	(1.632)	(1.884)	(1.710)	(1.696)	(391)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la	(10)	(3)	51	(121)	77	100	40	30
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	(3)	(51)	(53)	(146)	(106)	(178)	(331)	(127)
Resultados por unidades de reajuste	(242)	(140)	(184)	(266)	(407)	(895)	(1.679)	(200)
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	5.346	6.374	5.551	8.351	6.124	6.557	6.631	2.280
Gasto por impuestos a las ganancias	(1.852)	(1.933)	(2.016)	(2.161)	(1.889)	(1.490)	(2.972)	(1.012)
Ganancia (pérdida)	3.494	4.441	3.535	6.190	4.235	5.067	3.659	1.268

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Anexo 3: Estructura Societaria Embotelladora Andina S.A.



Fuente: Memoria 2022