

Sector Consumo: Mejoras En Márgenes Sostendrían Recuperación En Resultados

Resumen

Los resultados del sector mostraron una recuperación contenida en sus resultados producto de una menor presión en costos, luego de los elevados niveles de 2022, aunque manteniendo un escenario desafiante en el caso del azúcar, ante una menor producción del commodity. Se sumaron menores volúmenes como consecuencia de una demanda que continuó débil. En ese sentido, se mantuvo la dificultad para recuperar márgenes, sin aumentar la presión en volúmenes, especialmente en Chile y Argentina, como consecuencia de economías que registraron un bajo ritmo de crecimiento.

Para 2024, si bien esperamos que el crecimiento en volúmenes se mantenga contenido como consecuencia del escenario local en Chile (9,2% de desempleo promedio) y Argentina, vemos un mejor panorama en el costo de materias primas, gastos de envíos en torno a niveles históricos y una menor presión en costos dolarizados, ante expectativas de una apreciación del peso, lo que permitiría recuperaciones graduales en los márgenes.

A pesar de que el segmento de vinos se ha visto afectado por la caída en el consumo, especialmente en Europa, producto de cambios sociales y demográficos, esperamos que muestre una mayor recuperación durante el año, luego del ajuste mostrado durante 2023 en la producción en ese mercado (-8,5% a/a), llevando a una mayor normalización de inventarios, lo que junto a mejoras en costos secos permitirían recuperaciones de márgenes. El mercado asiático, en tanto, se mantendría presionado ante un menor dinamismo en China.

A más largo plazo, continuamos viendo espacios de crecimiento en el segmento no alcohólico en Chile, especialmente en aguas y productos bajos en azúcar, mientras que en el segmento de alcoholes esperamos una mayor premiumización del mercado, apoyando los márgenes de esta categoría. Por otro lado, consideramos que en Argentina, Brasil y Paraguay existen mayores espacios para continuar reduciendo la brecha en el consumo de gaseosas frente a mercados más desarrollados.

Con todo, si bien nos mantenemos atentos a la presión en volúmenes, especialmente en Chile y Argentina, ante un escenario local que se mantiene relativamente débil, destacamos una mejora gradual con relación a los márgenes de la industria, producto de menores costos de materias primas y gastos logísticos, lo que llevaría al sector a continuar mostrando una recuperación de resultados durante el año. En este contexto, vemos valorizaciones atractivas en el sector, con un P.O de \$3.200 en Andina, \$7.000 en CCU y \$1.400 en Concha y Toro.

Nicolás Libuy I.
Subgerente Renta
Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Felipe Jaque S.
Economista jefe
felipe.jaque@security.cl

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	B/L Forward	Dividend Yield
Andina	Sobreponderar	\$3.200	13,3	2,4	5,0%
CCU	Sobreponderar	\$7.000	21,3	1,7	2,9%
Concha y Toro	Sobreponderar	\$1.400	12,4	1,0	2,1%

Recuperación de márgenes en Chile impulsaría valorización

Andina obtuvo un crecimiento de 36,6% a/a en utilidad durante 2023, a pesar de una caída de 1,4% a/a en ingresos (1% a/a en volúmenes, -2,4% a/a en precios) e impulsado por menores pérdidas en el resultado no operacional (-37,1% a/a) y una mejora en los márgenes bruto y GAV (12 y 54 p.b, respectivamente), como consecuencia del efecto de conversión de Argentina y Paraguay, un menor costo de resina PET y un menor gasto de fletes, contrarrestando la mayor participación de productos de mayor costo. Con todo, el Ebitda mostró un crecimiento de 1,2% a/a, con una expansión de 47 p.b en el margen Ebitda, hasta 18%.

Para 2024, esperamos un alza de 4,2% en ingresos en Chile, producto de un bajo dinamismo local que llevaría a un crecimiento de 1,2% en volúmenes, mientras que menores presiones en costos llevarían a una expansión de 57 p.b en margen Ebitda, hasta 16%. Para el largo plazo, en tanto, esperamos un margen Ebitda de 17% en sus operaciones en el país, bajo el 20,7% histórico, explicado en parte por sus acuerdos de distribución, mayores costos laborales y una alta competencia en el segmento de cervezas y otros productos alcohólicos.

Por su lado, en Brasil, luego del fuerte crecimiento mostrado en 2023, esperamos mejoras más contenidas durante el año, alcanzando un crecimiento de 6,6% a/a en ingresos con un margen Ebitda de 19% durante 2024 (18,8% 2023) y estabilizándose en 19% en el largo plazo (18,4% de promedio histórico).

Finalmente, estimamos que a nivel consolidado la embotelladora registraría un crecimiento de 8,8% a/a en Ebitda durante el año, con una expansión de 19 puntos base en margen Ebitda, hasta 18,1% y alcanzando un margen de 18,5% en el largo plazo, levemente bajo su historia (18,6%), como consecuencia de los acuerdos de distribución en Chile.

Riesgos

- ↓ Alta exposición a Argentina
- ↓ Recuperación de volúmenes más lenta a lo esperado
- ↓ Mayor dificultad de traspaso de costos a precio
- ↑ Alto potencial de crecimiento en volúmenes en Brasil
- ↑ Alto espacio de recuperación de márgenes en Chile

Andina

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$3.200

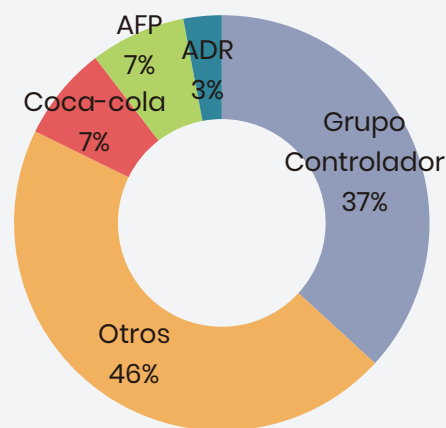
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ANDINA-B
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	6
Precio Objetivo (\$)	3.200
Precio Actual (\$)	2.649
Fecha Informe	20-mar-24
Precio Min/Max 12M (\$)	1.755 / 2.633
Market Cap (MMUS\$)	2.330
Volumen Diario (MMS)*	1.575
Nº Acciones (millones)	946,5
Free Float	63%
Peso IPSA	2,4%
Dividend Yield 12M	7%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2022.

ANDINA-B | Sector: Consumo | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 2.649 | P. Objetivo (\$): 3.200

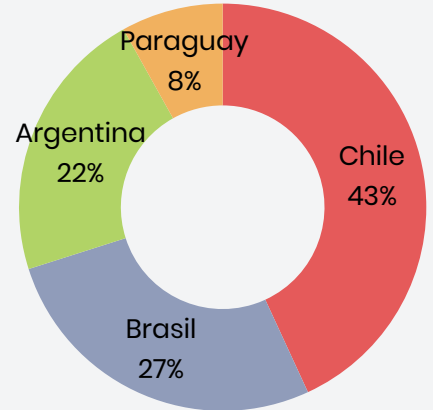
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	2656.878	2618.437	2819.444	2958.172	3.098.820
Variación (%)	23,9	-1,4	7,7	4,9	4,8
Resultado Operacional	345.144	357.337	389.003	411.062	434.730
Variación (%)	21,6	3,5	8,9	5,7	5,8
Margen Operacional (%)	13,0	13,6	13,8	13,9	14,0
EBITDA	464.510	470.108	511.644	539.584	569.310
Variación (%)	16,9	1,2	8,8	5,5	5,5
Margen EBITDA (%)	17,5	18,0	18,1	18,2	18,4
Utilidad Neta	125.498	171.441	188.428	195.901	208.323
Variación (%)	-18,9	36,6	9,9	4,0	6,3
Margen Neto (%)	4,7	6,5	6,7	6,6	6,7

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Deuda / Activos (%)	70,7	68,5	64,9	64,7	64,4
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	7,8	7,2	8,8	9,4	9,5
Liquidez Corriente (x)	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3
Deuda Neta / Ebitda (x)	21	17	17	17	17
Deuda Financiera (MM US\$)	1456	1306	1171	1247	1333

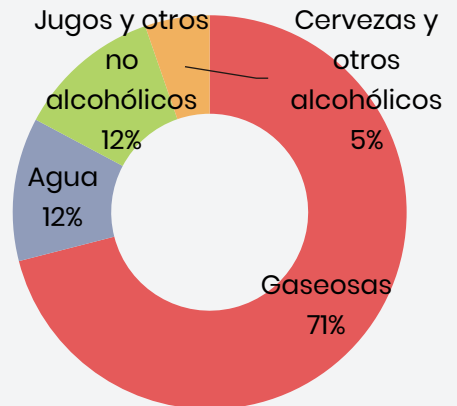
VALORIZACIONES					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Precio de cierre (\$)	2080	2190	-	-	-
Precio Utilidad (x)	15,7	12,1	13,3	12,8	12,0
EV / Ebitda (x)	7,0	6,8	7,1	6,8	6,5
Bolsa Libro (x)	2,2	2,3	2,4	2,3	2,2
Precio Ventas (x)	0,7	0,8	0,9	0,8	0,81
ROA (%)	4,2	5,9	6,4	6,4	6,4
ROE (%)	14,2	18,6	18,3	18,0	18,0

Distribución Ingresos



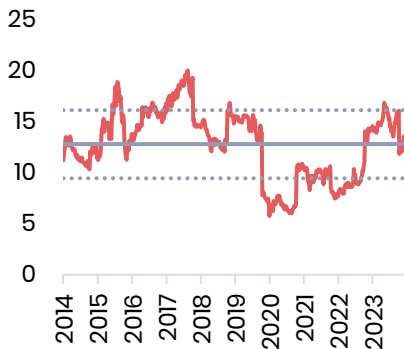
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Mix de Productos

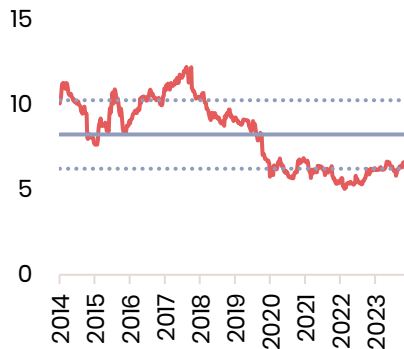


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios, 2022

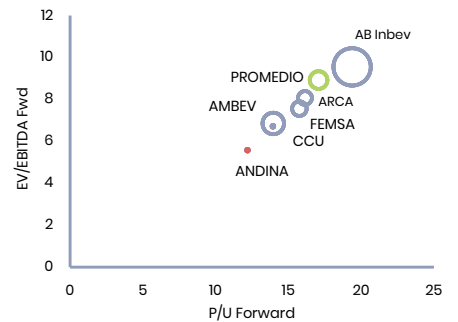
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Tipo de cambio y precio del azúcar claves para una mayor recuperación en resultados

CCU registró una utilidad de \$105.653 durante 2023 (-10,6% a/a), afectado por una caída de 5,4% en ingresos (-3,4% en volúmenes) y mayores pérdidas en el resultado no operacional (56,9% a/a), afectado por la depreciación del peso argentino frente al dólar. Por otro lado, el margen bruto mostró una expansión de 214 p.b, producto de una caída de 9% a/a en los costos de explotación (como consecuencia de una recuperación de 386 p.b en Chile). Los gav, en tanto, disminuyeron 3,3% a/a, aumentando 80 p.b con relación a sus ingresos, producto de mayores costos de marketing y a pesar del efecto de conversión en Argentina. Con todo, el Ebitda anotó un crecimiento de 6% a/a.

Para 2024, esperamos que la compañía alcance un crecimiento de 6% a/a en ingresos para sus operaciones en Chile (3% a/a en volúmenes y 3% a/a en precios), con una mejora de 9,4% a/a en Ebitda ante menores presiones de costos (producto de un tipo de cambio más favorable), llevando a una recuperación de 50 p.b en margen operacional. Las operaciones en Mercados internacionales, por su parte, mostrarían un ajuste de 6,8% a/a en Ebitda, producto de una mayor debilidad en Argentina, donde a nivel de volúmenes esperamos que estos muestren un leve ajuste, registrando una baja de -2% a/a.

Hacia el largo plazo estimamos un margen Ebitda de 19,9% en Chile (21,2% su historia), aumentando 383 p.b desde los niveles actuales, ante una mayor normalización en el mercado del azúcar, aunque manteniéndose una alta competencia en el segmento de cervezas. Mientras que, en mercados internacionales, esperamos un margen Ebitda ajustado de 14,8%, sobre el 11,3% que ha registrado en promedio.

Con todo, nuestro escenario base apunta a una caída de 4,3% a/a en utilidad para el año, producto de una mayor tasa efectiva de impuestos y a pesar de un mejor resultado operacional (9,5% a/a). El Ebitda, en tanto, registraría un alza de 6,9% a/a durante 2024 (15,5% margen Ebitda), estabilizándose en un margen Ebitda consolidado de 18% hacia el largo plazo (19,2% su historia).

Riesgos

- ↓ Alta exposición a Argentina
- ↓ Mayor presión en volúmenes ante desaceleración
- ↓ Mayor dificultad de traspaso de costos a precio
- ↑ Costos altamente expuestos a dólar

CCU

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$7.000

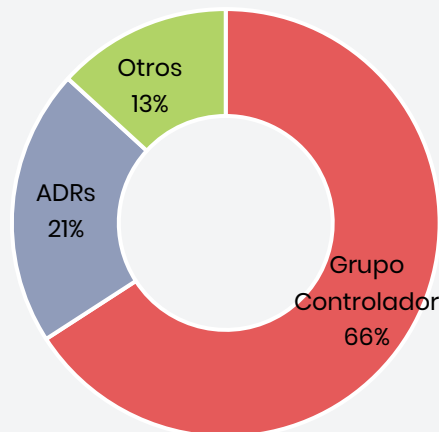
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CCU
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	2
Precio Objetivo (\$)	7.000
Precio Actual (\$)	5.817
Fecha Informe	20-mar-24
Precio Min/Max 12M (\$)	5.009 / 7.390
Market Cap (MMUS\$)	2.230
Volumen Diario (MMS)*	1.603
Nº Acciones (millones)	369,5
Free Float	34%
Peso IPSA	1,7%
Dividend Yield 12M	1,9%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2022.

CCU | Sector: Consumo | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$) : 5.817 | P. Objetivo (\$) : 7.000

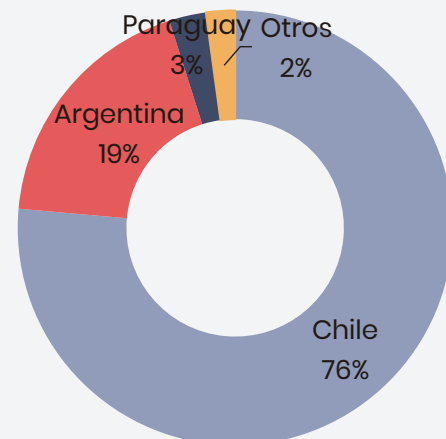
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	2.711.436	2.565.558	2.608.598	2.738.797	2.877.124
Variación (%)	9,1	-5,4	1,7	5,0	5,1
Resultado Operacional	231.430	253.285	277.409	319.948	359.710
Variación (%)	-	27,9	9,4	9,5	15,3
Margen Operacional (%)	8,5	9,9	10,6	11,7	12,5
EBITDA	357.926	379.402	405.417	454.397	501.005
Variación (%)	-19,6	6,0	6,9	12,1	10,3
Margen EBITDA (%)	13,2	14,8	15,5	16,6	17,4
Utilidad Neta	118.167	105.654	101.140	145.026	182.525
Variación (%)	-40,7	-10,6	-4,3	43,4	25,9
Margen Neto	4,4	4,1	3,9	5,3	6,3

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Deuda/Activos (%)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4
EBITDA/Gastos Fin. (x)	4,7	4,9	5,1	5,4	5,6
Liquidez Corriente (x)	2,1	2,3	2,4	1,2	1,2
Deuda Neta/EBITDA (x)	2,1	1,9	1,4	1,2	0,9
Deuda Financiera (MMUSE)	1.559	1.597	1.570	566	520

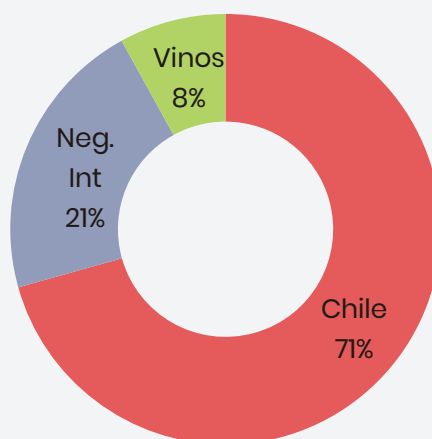
VALORIZACIONES					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Precio de cierre (\$)	5.665	5.610	-	-	-
Precio Utilidad (x)	17,7	19,6	21,3	14,8	11,8
EV/EBITDA (x)	8,3	7,7	7,0	6,2	5,4
Bolsa Libro (x)	1,6	1,7	1,7	1,6	1,4
Precio Ventas (x)	78,6	77,2	77,3	80,1	82,8
ROA (%)	3,3	3,1	2,9	5,2	6,3
ROE (%)	8,2	7,9	7,3	9,6	11,1

Distribución Ingresos



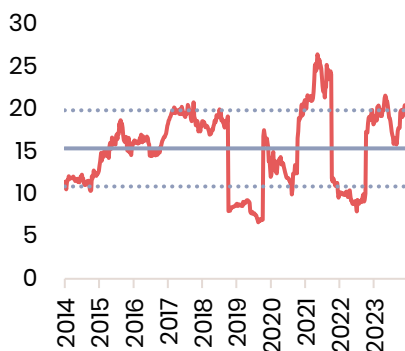
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios, 2021

Ebitda por segmentos

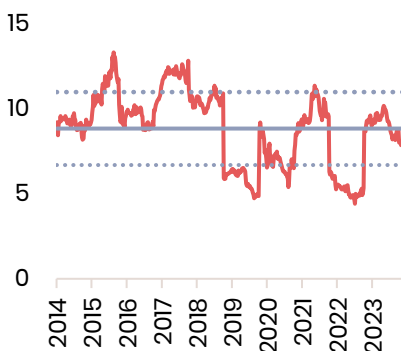


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

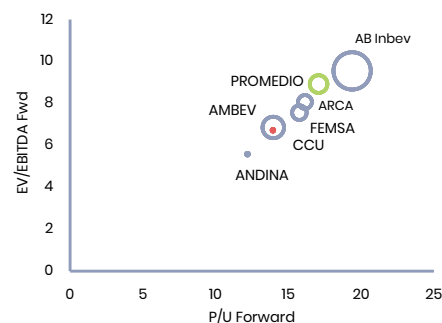
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Menor presión en costos y premiumización impulsarían recuperación en márgenes

La compañía anotó una caída de 50,6% a/a en utilidad consolidada durante 2023, alcanzando los \$43.126 millones y afectada por una baja de 3,8% a/a en ingresos (-5,7% a/a en volúmenes, 2% a/a en precios), una baja de 230 p.b en margen bruto y un aumento de 1,5% a/a en los GAV, producto de alzas en remuneraciones (5% a/a) y gastos de marketing (5% a/a). Por otro lado, las categorías Principal e Invest representaron el 51,9% de las ventas (190 pb sobre 2022), en línea con su estrategia de premiumización. El Ebitda, por su lado, registró una caída de 29,4% a/a, con una contracción de 410 p.b en margen Ebitda, hasta 11,4%.

Para 2024, producto de una recuperación en volúmenes (3% a/a), ante una menor producción en el mercado Europeo y una mejora de 9,7% a/a en precios (favorecido por una depreciación del peso), esperamos que un crecimiento de 13% a/a en ingresos, acompañado de una menor presión en costos de fletes y mayores eficiencias (mejora de 236 p.b en el margen GAV durante el año), impulsen una mejora de 43% a/a en Ebitda (14,3% margen Ebitda).

Considerando la estrategia de premiumización del mix de ventas de la compañía, con un mayor foco en las categorías Principal e Invest (segmentos de mayor valor), en línea con el avance del segmento, creemos que la compañía alcanzaría un margen Ebitda de 16,8% en el largo plazo (250 p.b sobre el margen Ebitda esperado para 2024).

En definitiva, si bien consideramos que persisten presiones en volúmenes, especialmente en Estados Unidos y Asia, producto de una desaceleración en los principales mercados de la compañía (Europa, Estados Unidos y Chile), destacamos las caídas en tarifas de fletes, mejoras en eficiencias y un favorable mix de ventas, que le permitirían una recuperación de márgenes.

Riesgos

- ↓ Recuperación de volúmenes más lenta a la esperada
- ↓ Persistencia de elevados costos de la energía en Reino Unido.
- ↓ Apreciación del peso (respecto a su canasta de monedas), una apreciación de 10% generaría un impacto de -\$8.561 mm en resultados

Concha y Toro

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.450

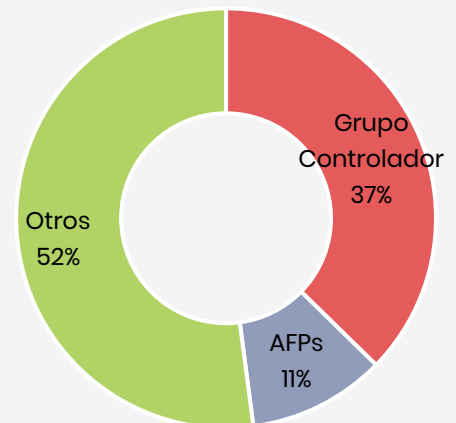
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CONCHATORO
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	20
Precio Objetivo (\$)	1.400
Precio Actual (\$)	1.084
Fecha Informe	20-mar-24
Precio Min/Max 12M (\$)	905 / 1.149
Market Cap (MMUS\$)	835
Volumen Diario (MMS)*	603
Nº Acciones (millones)	747
Free Float	63%
Peso IPSA	1,2%
Dividend Yield 12M	3,9%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2022.

CONCHATORO | Sector: Consumo | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 1.084 | P. Objetivo (\$): 1.400

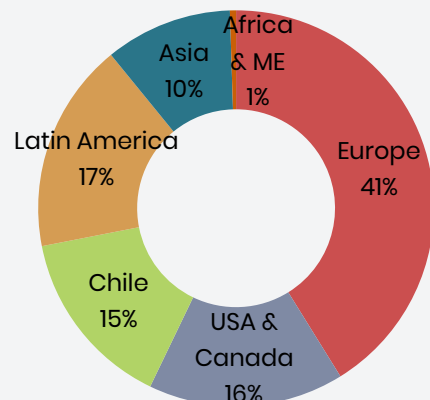
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	870.582	837.213	954.380	952.215	988.005
Variación (%)	4,0	-3,8	14,0	-0,2	3,8
Resultado Operacional	106.954	71.151	108.799	132.358	137.333
Variación (%)	-17,2	-33,5	52,9	21,7	3,8
Margen Operacional (%)	12,3	8,5	11,4	13,9	13,9
EBITDA	135.227	95.423	136.884	160.379	166.406
Variación (%)	-17,7	-29,4	43,4	17,2	3,8
Margen EBITDA (%)	15,5	11,4	14,3	16,8	16,8
Utilidad Neta	87.213	43.126	65.518	82.535	85.808
Variación (%)	-11,7	-50,6	51,9	26,0	4,0
Margen Neto (%)	10,0	5,2	6,9	8,7	8,7

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2022	2023	2024e	2023e	2024e
Deuda / Activos (%)	51,7	52,2	52,1	49,7	49,2
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	11,2	5,2	7,3	8,4	8,6
Liquidez Corriente (x)	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,0	5,0	3,3	2,6	2,6
Deuda Financiera (MM US\$)	439.647	507.706	496.277	471.347	489.062

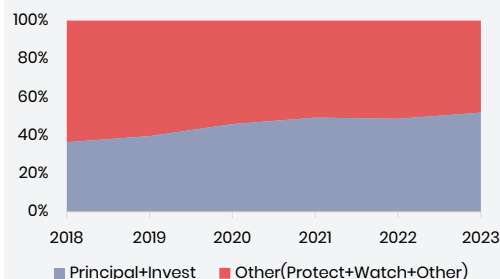
VALORIZACIONES					
	2022	2023	2024e	2023e	2024e
Precio de cierre (\$)	1.377	1.038			
Precio Utilidad (x)	11,8	18,0	12,4	9,8	9,4
EV / Ebitda (x)	10,6	13,1	9,2	7,7	7,5
Bolsa Libro (x)	1,3	1,0	1,0	0,9	0,9
Precio / Ventas (x)	1,2	0,9	0,8	0,9	0,8
ROA (%)	5,5	2,6	3,8	4,7	4,6
ROE (%)	11,4	5,5	7,9	9,3	9,1

Distribución Ingresos



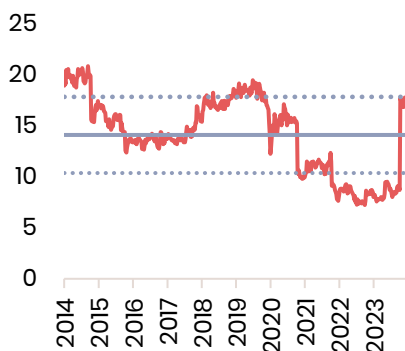
Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

Ingresos Por Categoría

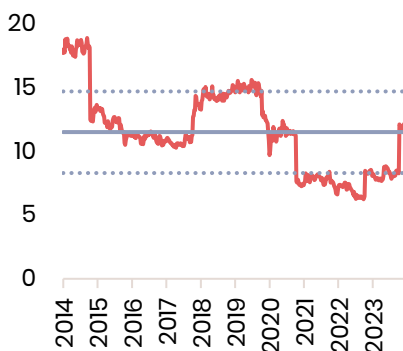


Fuente: Reportes Compañía, Departamento de Estudios

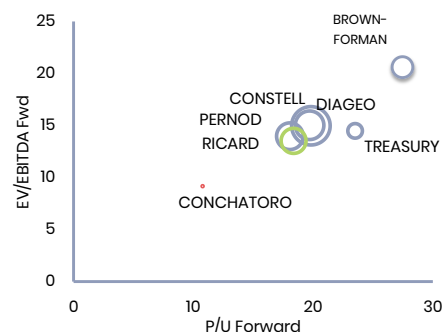
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Roberto Valladares R.
Analista Senior de Inversiones
roberto.valladares@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.
Analista de Inversiones
juan.vicencio@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Nicolás Libuy I.
Subgerente Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

Felipe Molina R.
Analista de Inversiones
felipe.molinar@security.cl

Josefina Koljatic S.
Analista de Inversiones
josefina.koljatic@security.cl

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.