

Embotelladora Andina

Gonzalo Sandoval I.

Tesis de Inversión

Actualizamos nuestra cobertura de Embotelladora Andina, estimando un precio objetivo de \$2.600 para la serie B a 12 meses, con una recomendación Neutral.

- En Chile vemos una operación estable, con volúmenes planos, en donde aguas y jugos compensarían una caída gradual de los volúmenes de gaseosas, y precios en línea con la inflación. El margen Ebitda de la operación se recuperaría hasta estabilizarse sobre el 21% en el largo plazo, tras la contracción de 100 pb que esperamos para este 2019 (2019: 20,8% vs 2018: 21,8%), producto de la depreciación del CLP.

- En Brasil, la puesta en marcha de su nueva planta en Duque de Caxias (+30% capacidad instalada) le permitiría crecer en aguas y retornables. En cuanto al margen Ebitda, este 2019 se mantendría en 19,7% (plano respecto al 2018), y alcanzaría un 21% en el largo plazo, a medida que el mix de producto cambie hacia formatos más rentables. Agregamos una nota de cautela ante la posible no renovación del acuerdo de distribución de Heineken en el 2022, que actualmente representa cerca de 12% de los ingresos de la operación. Esto no fue incorporado en la valorización y constituye un riesgo a la baja.

- Argentina seguiría sufriendo los embates de la recesión. Para el 2019 esperamos una caída en los ingresos en CLP de un 10% (45% depreciación esperada ARS vs CLP). La depreciación del ARS también afectaría los márgenes de la operación, reduciendo en 140 pb su margen Ebitda (2019E: 13,2% vs 2018: 14,6%), el cual seguiría presionado en el mediano plazo.

- A nivel consolidado, este 2019 el Ebitda de la compañía caería un 1,5% respecto al 2018, con una contracción de 60 pb en el margen Ebitda (18,8% vs 19,4% 2018). A partir del 2020 proyectamos un crecimiento del Ebitda de 5% en línea con los ingresos de la compañía, mientras que el margen Ebitda se recuperaría gradualmente hasta alcanzar un 20% en el largo plazo.

Riesgos

- Venta por parte de The Coca-Cola Company (TCCC) de su propiedad de la compañía podría afectar los costos del concentrado.
- No renovar el acuerdo de distribución y comercialización de Heineken en Brasil reduciría el ingreso de la operación en un 12%.
- Volatilidad en el precio internacional de sus principales materias primas.
- Empeoramiento de las condiciones económicas, en particular el consumo en Argentina y Brasil.
- Depreciación de las monedas locales.

ANDINA-B

Recomendación: Neutral

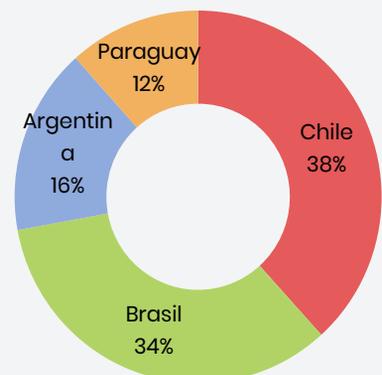
Precio Objetivo: \$2.600

Información Relevante

Ticker BCS	ANDINA-B
Riesgo	Medio
Conversión ADR	6
Precio Objetivo (\$/US\$)	2.600
Precio Actual (\$/US\$)	2.209
Precio Min/Max 12M (\$)	2.180 / 2.710
Market Cap (MMUS\$)	2.297
Volumen Diario (MMS)	117
Nº Acciones (millones)	947
Free Float	47%
Peso SPCLXIPSA	1,2%
Dividend Yield 12M	3,2%

Ebitda por operación

12 meses a Junio 2019



Fuente: Compañía y Estudios Security

Sector: Consumo

Recomendación: Neutral

Precio Actual: \$2.209

Precio Objetivo: \$2.600

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	1.850.806	1.674.597	1.700.713	1.728.172	1.750.679
Variación (%)	4,0	-9,5	1,6	1,6	1,3
Resultado Operacional	238.695	225.369	218.343	225.104	235.220
Variación (%)	5,4	-5,6	-3,1	3,1	4,5
Margen Operacional (%)	12,9	13,5	12,8	13,0	13,4
EBITDA	337.859	324.965	320.037	328.292	338.856
Variación (%)	4,4	-3,8	-1,5	2,6	3,2
Margen EBITDA (%)	18,3	19,4	18,8	19,0	19,4
Utilidad Neta	117.804	96.604	109.017	112.212	118.804
Variación (%)	14,1	-18,0	12,8	2,9	5,9
Margen Neto (%)	6,4	5,8	6,4	6,5	6,8

INDICADORES DE CRÉDITO

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	61,5	61,0	55,5	55,1	54,6
EBITDA / Gastos Financieros Netos (x)	5,9	6,4	6,0	6,3	6,4
Liquidez Corriente (x)	1,1	1,1	1,4	1,4	1,5
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,8	2,0	1,4	1,4	1,4
Deuda Financiera (MM US\$)	1.146	1.203	981	999	1.042

VALORIZACIONES

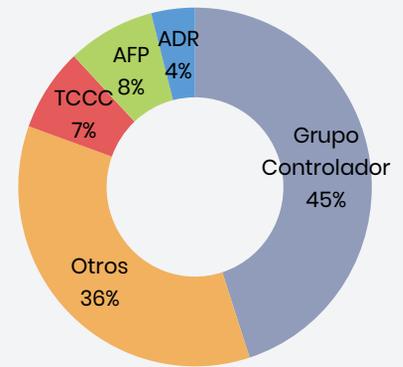
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	3.099	2.595	2.209	2.209	2.209
Precio Utilidad (x)	24,9	25,4	19,2	18,6	17,6
EV / Ebitda (x)	11,3	10,0	8,8	9,1	8,8
Bolsa Libro (x)	3,6	2,8	2,1	2,1	2,0
Precio Ventas (x)	1,6	1,5	1,2	1,2	1,19
ROA (%)	5,6	4,4	5,0	5,0	5,2
ROE (%)	14,5	11,2	11,1	11,1	11,4

Descripción de la Compañía

Embotelladora Andina está dentro de las tres mayores embotelladoras del sistema Coca-Cola en América Latina. Cuenta con operaciones en Argentina, Brasil, Chile y Paraguay. Además de bebidas gaseosas, cuenta con un portafolio diversificado en las categorías de Aguas y Jugos.

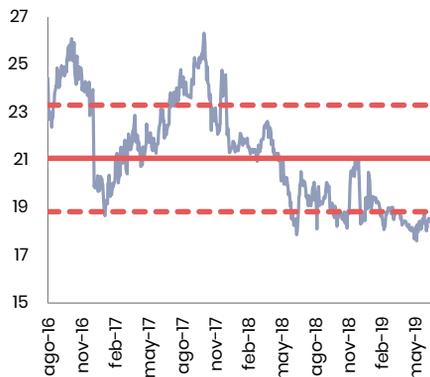
Propiedad

A Junio del 2019

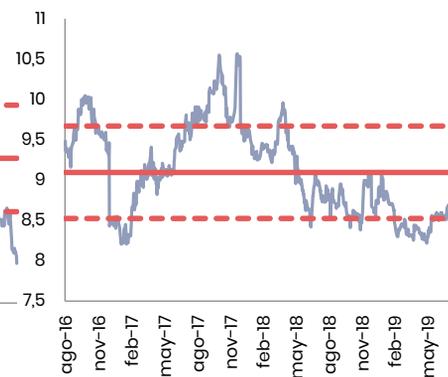


Fuente: Compañía y Estudios Security

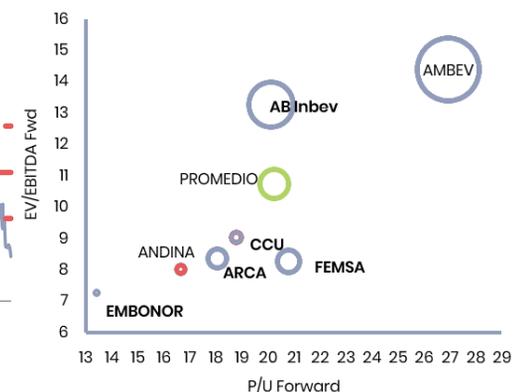
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



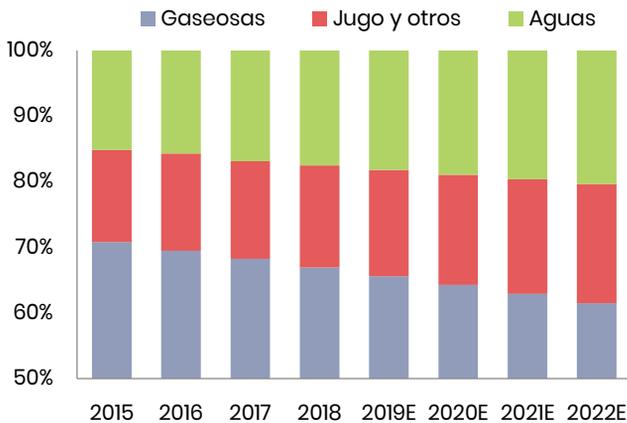
Comparables



Chile: Operación estable con crecimiento en Aguas y Jugos

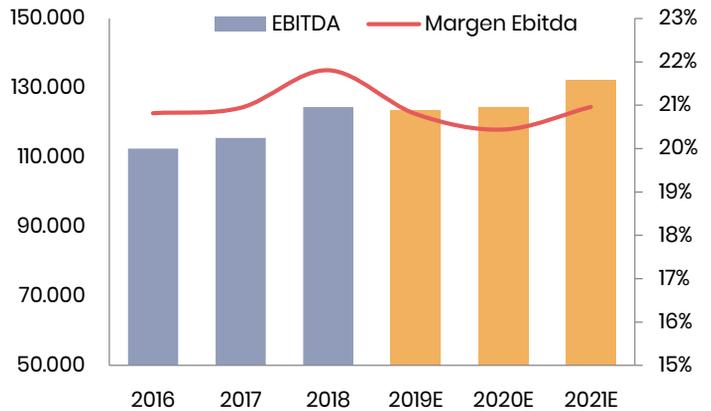
La operación en Chile se mantendría estable. Proyectamos un crecimiento de la primera línea en torno al 4%, con precios en línea con la inflación y un volumen consolidado creciendo un 1% por año. El aumento en volumen sería impulsado por las categorías de jugos y aguas, parcialmente contrarrestado por una caída en el volumen de bebidas gaseosas, en línea con la evolución del mix de producto de la operación (ver Gráfico 1). Para el margen Ebitda proyectamos un deterioro de 100 pb respecto al 2018, principalmente por efectos cambiarios. Desde el 2020 en adelante esperamos una recuperación en el margen, el cual se estabilizaría en torno a un 21% en el largo plazo. Por su parte el Ebitda crecería en el mediano plazo entre un 4% y 5% en línea con los ingresos de la operación (ver Gráfico 2).

GRÁFICO 1: Mix de Producto Chile



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

GRÁFICO 2: EBITDA vs Margen Ebitda Chile



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

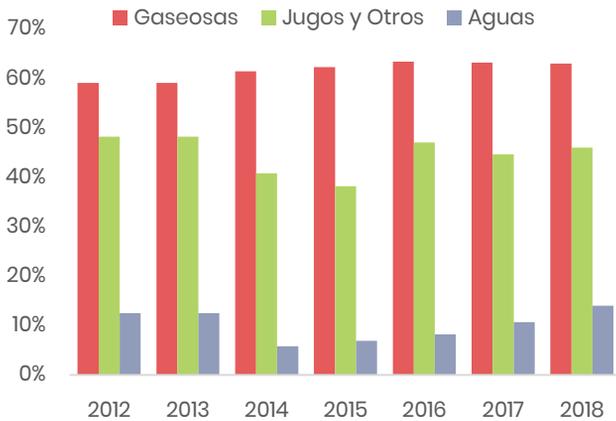
Brasil: Nueva planta impulsaría ingresos

Desde el 2015 a la fecha, el volumen comercializado ha caído 5% en promedio por año, mientras que los ingresos en CLP han caído un 6% en el mismo periodo. El mal desempeño se debe en gran medida a la situación económica del país, y en particular de Rio de Janeiro, región en donde Andina opera. Creemos que el 2019 podría ser un año de inflexión en la operación. La aprobación de la reforma al sistema de pensiones disminuiría la incertidumbre, lo que destrabaría la inversión, y le daría un impulso al consumo privado.

Por otro lado, desde mediados del 2018 se encuentra en operación la nueva planta de Duque de Caxias, la cual cuenta con tres líneas de producción: (i) Retornables, (ii) No-Retornables, y (iii) Agua Mineral. Esta planta aumentó en un 30% la capacidad instalada de la operación, con un importante avance en retornables, formato que solo representa el 23% del mix de formato de la operación, muy por debajo del 45% de las otras operaciones de la compañía. Cabe mencionar que las bebidas retornables tiene un menor costo de producción, por lo que pueden ser comercializadas a un menor precio. Además, esta planta le otorga a la operación una fuente de agua mineral propia, anteriormente estos productos se compraban a terceros según la disponibilidad de las embotelladoras, lo que limitaba la oferta de esta categoría. En el 2018 Aguas tuvo un crecimiento anual de 28% en su volumen de venta y para este 2019 esperamos un crecimiento de 20%. La participación de mercado de sus categorías Gaseosas y Jugos (ver Gráfico 3) da cuenta de un desarrollado canal de distribución que le permitiría a la categoría Aguas aumentar sus ventas y participación de mercado sustancialmente.

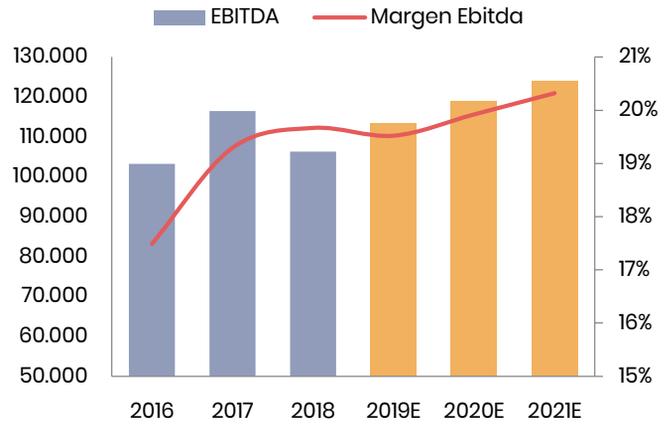
En cuanto a los costos, las mejoras en eficiencias y el cambio de mix de producto, compensarían el aumento en el precio de las materias primas que ha provocado la depreciación del real en lo que va del año. Para el 2019 esperamos un margen Ebitda de 19,5%, plano con respecto al 2018, que mejoraría paulatinamente hasta alcanzar 21% en 2022, con una Ebitda que crecería a una tasa de 5% anual, en línea con los ingresos de la operación.

GRÁFICO 3: Participación de Mercado por Categoría Operación Brasil



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

GRÁFICO 4: Ebitda vs Margen Ebitda Brasil

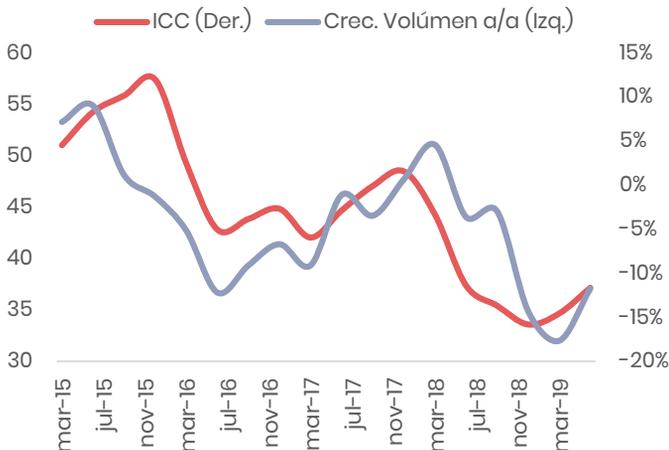


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

Argentina: Incertidumbre y volatilidad continuarían

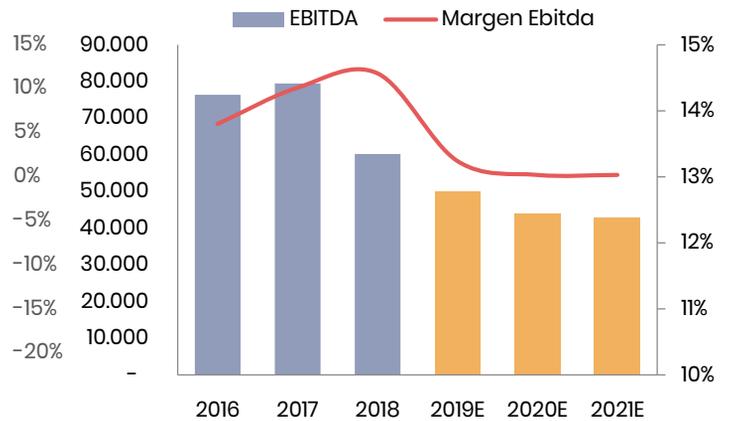
El contexto económico de la operación en Argentina se mantendría desafiante. Si bien la compañía durante el 2018 pudo aumentar sus precios en moneda local en línea con la inflación, el deterioro del poder adquisitivo y de la confianza de los consumidores ha repercutido en los volúmenes (ver Gráfico 5). A nivel consolidado, el 2018 el volumen de la operación cayó un 5%, esto sumado a la depreciación de 80% del ARS respecto al CLP provocó una caída de 25% en los ingresos. Para el 2019 proyectamos una caída de 10% de los ingresos de la operación, explicado principalmente por una contracción del 10% a/a en los volúmenes y una depreciación esperada de 45% del ARS respecto al CLP, de acuerdo con nuestro escenario base y parcialmente contrarrestado por el alza en precios locales en línea con la inflación. La incertidumbre se mantendría durante el 2020, en donde el consumo seguiría presionado y esperamos una depreciación de 30% del ARS respecto al CLP. La recuperación de la operación se daría recién a partir del 2021, sujeto a la recuperación de la economía.

GRÁFICO 5: Confianza Consumidores vs crecimiento volumen Argentina (a/a).



Fuente: Universidad Torcuato de Tella y Reportes Compañía.

GRÁFICO 6: Ebitda vs Margen Ebitda Argentina



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

A nivel de Ebitda, la depreciación del ARS presionaría los márgenes en el mediano plazo (ver Gráfico 6), principalmente por el aumento en los costos dolarizados de la operación. Para este 2019 esperamos una caída de 17% a/a en Ebitda, con una contracción de 140 pb en el margen. A partir del 2021 el Ebitda se estabilizaría, al igual que su margen sobre ingresos, para luego comenzar a crecer nuevamente en torno al 6% en línea con los ingresos.

Supuestos Adicionales de Valorización

- La depreciación sobre el activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (a marzo 2019).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos se mantendrá en 27% en el largo plazo para el segmento Chile y para el segmento Argentina las tasas convergerían desde un 35% a un 25% en el 2021. En tanto las tasas impositivas actuales se mantendrían en 34% y 10% para Brasil y Paraguay respectivamente.
- Para el tipo de cambio de Argentina se supuso una depreciación de la moneda e inflaciones moderadas a partir del 2023, capturando a través de la tasa de descuento riesgos cambiarios e inflacionarios adicionales.
- A partir del 2028 los flujos de caja crecerían a una tasa nominal de 3%.
- Las tasas de costo de capital (WACC) ocupadas para el descuento de los flujos, así como las variables empleadas para su cálculo se presentan en el Cuadro 1.

Cuadro 1: Estimación de costo de capital de ANDINA

SUPUESTOS TASA DE DESCUENTO	Chile	Brasil	Argentina	Paraguay	Corporativo
Riesgo País (pb)	135	289	1800	225	523
Premio por riesgo (%)	6,0	6,0	7,5	6,0	6,3
Spread (pb)	59	59	59	59	59
Costo de la deuda (kd)	4,9	6,5	21,6	5,8	8,8
Beta	0,9	1,1	1,2	1,0	1,0
Costo de capital (ke)	9,8	12,5	30,0	11,3	14,8
Deuda / Activos	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tasa de Impuestos	27	34	30	10	28
Crecimiento Nominal LP (G)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Tasa de Descuento (WACC)	7,9	10,0	25,5	9,5	12,2

Fuente: Reportes Compañía, Bloomberg, RiskAmerica y Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

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

Constanza Pérez S.
Subgerente de Renta Variable
constanza.perez@security.cl

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

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

Étienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
Paulina.feliu@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.
Gerente Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
viviana.neira@security.cl

Nicolás Gallegos P.
Jefe Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
nicolas.gallegos@security.cl

Javier Calleja S.
Jefe Renta Variable Clientes Institucionales
(56-2) 2581 5607
javier.calleja@security.cl

Rodrigo Pérez Y.
Jefe Renta Variable
(56-2) 2584 3169
rodrigo.perez@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. 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.