



Universidad de
San Andrés

**Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas**

Valuación The Coca-Cola Company

**Autora: Dapas Maria Victoria
DNI: 37.561.063
Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein**

Buenos Aires, 30/6/2020

Índice

Glosario	4
Abstract.....	6
Historia.....	7
La Compañía y el Mercado.....	9
La Industria de Bebidas Sin Alcohol	22
Posicionamiento Competitivo.....	32
Análisis Financiero	39
Evolución del Negocio.....	39
Análisis de Ratios	56
Comparación: Coca-Cola vs. Pares del Mercado	59
Valuación por Flujo de Fondos Descontados.....	62
Ventas	63
Costo de Bienes y Servicios vendidos	67
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	68
Inversiones de Capital, Depreciaciones y Amortizaciones.....	69
Capital de Trabajo	73
Valor Terminal.....	74
Tasa de crecimiento de Largo Plazo.....	75
Tasa de Descuento.....	76
Costo de la Deuda	77
Costo del Capital Propio.....	78
Tasa libre de riesgo	79
Prima por riesgo de mercado.....	80
Beta	80
Costo promedio de Capital (WACC).....	82
Valuación por Flujo de Fondos Descontados.....	83
Análisis de Sensibilidad	84
Valuación por múltiplos	85
Anexo	88
Escenario Base	88
Escenario Optimista	88

Escenario Pesimista.....	89
Referencias Bibliográficas	90



Universidad de
San Andrés

Glosario

BIG (Bottler Investment Group): Segmento operativo de Coca-Cola que consolida las operaciones en embotelladores que posee la compañía.

Blue Chip: Término bursátil para referirse a firmas estables que poseen altos niveles de liquidez.

CAGR (Compound Annual Growth Rate): Tasa Anual Compuesta de Crecimiento.

CAPEX (Capital Expenditures): Inversión en bienes de capital o activo inmovilizado fijo que realiza la firma para adquirir, mantener o expandir su activo no corriente.

CAPM (Capital Asset Pricing Model): Modelo de Valoración de Activos Financieros.

Core Business: Actividades principales de la firma que son su razón de ser y la diferencian de la competencia.

DCF (Discounted Cash Flow): Flujo de Fondos Descontados

EBIT (Earnings before Interest and Taxes): Resultado Antes de Intereses e Impuestos

FCFF (Free Cash Flow to the Firm): Flujo de Fondos Disponibles para la Firma

Foodservice: Mercado de alimentación fuera del hogar que comprende la preparación de comidas, tentempiés y bebidas fuera del hogar, independientemente del local de consumo, e incluyendo el delivery y takeout.

Goodwill: Valor Llave inmaterial de la firma derivado de factores como la clientela, la eficiencia, la organización, el crédito, el prestigio y la experiencia.

Last Milers: Empresas de comercio electrónico enfocadas en la entrega del paquete al usuario tras la compra online.

MRP (Market Risk Premium): Prima de Riesgo Mercado.

NARTD (Non-Alcoholic-Ready-to-Drink): Segmento de la Industria de Bebidas que incluye a bebidas sin alcohol listas para consumir.

Plant-based beverages: Bebidas de origen vegetal.

Refranchising: Desconsolidación de una operación por la venta de un negocio que anteriormente era propiedad de la firma.

RGM (Revenue Growth Management): Conjunto de estrategias de precio adecuada a segmentos para llegar a los márgenes óptimos de manera ordenada y adecuada a la situación del mercado.

SKU (Stock Keeping Unit): Término utilizado para identificar un producto, su tamaño y tipo y su fabricante.

Unit cases: Unidad de medida del volumen de ventas que hacen los embotelladores en el mercado.

WACC (Weighted Average Cost of Capital): Costo Promedio Ponderado del Capital.

YTM (Yield to Maturity): Tasa Interna de Retorno.



Universidad de
SanAndrés

Abstract

El objeto del presente documento es determinar el valor intrínseco del capital accionario de The Coca-Cola Company a través del método de flujos de fondos descontados al 31 de diciembre de 2018. The Coca-Cola Company es una corporación multinacional de origen estadounidense dedicada a la producción, licenciamiento y distribución de bebidas sin alcohol y es la mayor en tamaño de dicha industria.

Para ello, se llevó a cabo un estudio exhaustivo de la compañía abarcando su historia, su industria, su posicionamiento competitivo y un análisis financiero integral teniendo como punto de partida los estados financieros e información disponible al cierre del periodo 2018.

El trabajo concluye con la estimación del precio de la acción que se construye en base a la metodología de Flujos de Fondos Descontados y luego se contrasta con el resultado arrojado por la metodología de valuación relativa por múltiplos de empresas comparables de la industria, a fin de cotejar su razonabilidad.

En concreto, se obtuvo un rango de precios estimado de la acción de la empresa en cuestión al 31 de diciembre de 2018 comprendido entre US\$41,57 y US\$54,50 con un valor medio de US\$48,40 por la metodología de Discounted Cash Flows (DCF) y de US\$41,41 por Valuación por Comparables (con un límite inferior de US\$39,14 y un límite superior de US\$43,67). Ambos resultados se sensibilizaron de manera de incorporar el potencial margen de error de las estimaciones y estimar la magnitud del impacto que puede tener en la valuación de la compañía, introduciendo cambios en algunas de las variables fundamentales de la valuación que presentaron un escenario optimista y pesimista, o un rango de valores entre los cuales se ubica el precio de la acción.

Para el cálculo de Flujos de Fondos Descontados, se optó por proyectar los Flujos de Fondos Libres a la Firma y como tasa de descuento, se seleccionó el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC), cuyo costo de capital propio fue computado a través del modelo CAPM, mientras que la Metodología de Valuación relativa se centró en el múltiplo EV/EBITDA.

Historia

La historia de The Coca-Cola Company se originó en una farmacia de barrio de la ciudad de Atlanta, donde las primeras porciones de la bebida homónima eran vendidas por solamente 5 centavos de dólar por vaso. Patentada por el farmacéutico John Stith Pemberton el 8 de mayo de 1886, la bebida experimentó rápidamente un crecimiento vertiginoso en Norte América gracias a una fuerte iniciativa publicitaria y a la venta de jarabe a fabricantes independientes. Disfrutó de un ascenso vertiginoso y acelerado en sus inicios, pero también logrando estabilidad y manteniéndose vigente desde sus comienzos hasta la actualidad.

El Dr. Pemberton fue el creador del nombre “Coca-Cola” y junto a su socio Frank Robinson registraron aquella marca destinada a ser mundialmente conocida. Sin embargo, el inventor de la fórmula no vislumbró que aquella bebida estaba destinada a ocupar un lugar dominante en el mercado mundial, por lo que fue vendiendo sus partes del negocio a Asa G. Candler. El mismo comenzó a construir las bases para lo que fue después una empresa de alcance global. Su consolidación en Atlanta ayuda a crear una red de embotelladores dentro de los Estados Unidos, teniendo ya en 1899 una cobertura total de aquel mercado. La red de embotelladores creada bajo el liderazgo de Candler fue decisiva para capturar aquel mercado como también lo fue la profundización de las campañas publicitarias ya iniciadas por el Dr. Pemberton.

Otro salto cualitativo de la estructura de negocios de la compañía objeto del presente informe se da en 1919, cuando un consorcio de empresarios liderados por Ernest Woodruff, el padre de Robert W. Woodruff, compró The Coca-Cola Company por US\$ 25 millones. Desde este momento la firma comenzaría a cotizar en Wall Street y comenzaría una expansión global que la llevaría a ser una de las marcas más reconocidas del mundo. Desde la década de los veinte, la compañía empezó a abrir y a asociarse con embotelladores alrededor del mundo, en una primera etapa, en países situados en Centroamérica y el Caribe para luego adentrarse en la siguiente década en el continente Europeo, finalmente observando en los cuarenta una fuerte expansión en América del Sur.

Hacia 1955, la firma expande su portafolio hacia nuevos productos, especialmente aquellos destinados a captar al mercado europeo e introduce Fanta en Italia: el primer producto que la compañía crea desde que el Dr. Pemberton ideó el jarabe original en 1886. En este mismo sentido, en 1960 la compañía adquiere “Minute Maid” e incursiona por primera vez por fuera del mundo de las bebidas

carbonatadas y por fuera de su zona de confort, reinventándose de acuerdo con las preferencias del consumidor. Un año más tarde, se lanza Sprite y en 1963 Tab, la primera bebida dietética de la compañía.

A partir de 1960, la compañía observa un renovado interés por ampliar sus operaciones en Asia, especialmente en el mercado japonés, donde observamos una ampliación de la gama de productos que ofrece en aquel mercado. En la década del ochenta, la compañía lanza “Diet Coke” que será su ventaja competitiva frente a su principal competidor Pepsi a partir de aquellos años y hasta la actualidad. En 1995, continúa ampliando su gama de productos, incursionando en el segmento de las bebidas deportivas con la presentación de Powerade.

A partir del 2005 con la presentación de la Coca Zero resurge el espíritu de diversificación que caracterizó a la compañía durante los 50 y 60, pues en 2007 adquiere Energy brands Inc., Vitaminwater y Smartwater y en 2012 se conforma Fairlife. Asimismo, vemos como la compañía se reinventa al reacondicionar a partir del 2009 las clásicas fountains en nuevas máquinas de alto grado tecnológico en búsqueda del sector más joven de la población.

En conclusión, podemos observar que, a lo largo de sus 132 años, la compañía se caracterizó por la fuerte y continua expansión, no solo en términos geográficos, sino que también respecto de la gama de productos que ofrece en el mercado.

La Compañía y el Mercado

The Coca-Cola Company

The Coca-Cola Company, (en adelante “Coca-Cola”) es la compañía líder mundialmente en producción y comercialización de bebidas sin alcohol. Sus principales productos incluyen bebidas sin gas como carbonatadas además de concentrados y jarabes que vende a sus socios comerciales embotelladores con quienes integran el denominado “Sistema Coca-Cola” empleando en conjunto a más de setecientas mil personas.

En 2019 la compañía superó los US\$ 13,1 mil millones en EBITDA y los US\$ 31,8 mil millones en ventas, de las cuales más de US\$ 11,3 provienen de su país de origen, Estados Unidos, mientras que el restante se origina en el resto del mundo.

Al momento de la valuación de este reporte, KO (ticker bursátil con el que cotiza en NYSE) atraviesa una transformación organizacional en diversas aristas relacionadas con su estrategia de negocio despegándose de su modelo tradicional volumen céntrico a un modelo valor céntrico (orientado a mejorar márgenes operativos) con foco en su negocio principal de crecimiento de marcas, Revenue Growth Management, innovación y ejecución en el punto de venta, desprendiéndose progresivamente de sus inversiones en embotelladores y en otros activos no relacionados al core business para convertirse en una organización menos capital intensiva.

Esto explica la caída en el topline que puede observarse en el Gráfico I, debido a la consistente venta de embotelladores (y a impactos negativos en el tipo de cambio de monedas extranjeras ya que Coca-Cola es una compañía con presencia global con exposición a variaciones de moneda), proceso conocido como refranchising. El desprendimiento de una creciente porción de esta parte del negocio provocó la desconsolidación de parte de las ventas pertenecientes al segmento Bottler Investment Group y por tanto la inminente reducción de las Ventas Totales en los últimos cinco años bajo análisis, resultando en una tasa anual compuesta de crecimiento CAGR de -8,8%.

Gráfico I - Evolución de Ventas en US\$ Millones



Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales 2014-2018.

No obstante, en términos de EBITDA (Ingresos antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones), el CAGR en el mismo periodo fue menos negativo, equivalente a -3,6%, como ilustra el Gráfico II a continuación.

Gráfico II - Evolución de EBITDA en US\$ Millones



Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales 2014-2018.

Coca-Cola comercializa más de 4300 productos bajo más de 500 marcas en más de 200 países y territorios y posee un amplio portafolio de marcas icónicas y mundialmente reconocidas entre las cuales se encuentran Coca-Cola, Diet Coke, Coke Zero (TradeMark Coca-Cola), Sprite, Fanta, Minute Maid, Glacéau Vitaminwater, Fresca y Powerade.

Posee un alcance global con escala local, potenciado por una red de 225 socios embotelladores situados en distintos países y territorios alrededor del mundo que a través de más de 20 canales de venta suministran numerosos puntos de venta con un ritmo de cobertura diaria de aproximadamente 1,9 mil millones de porciones demandadas por el consumidor final. Su red de distribución colosal es una de las más grandes del mundo y representa su principal ventaja competitiva frente a otros pares de la industria de menor tamaño, ya que puede fácilmente extrapolar productos de un mercado a otro y adaptarse fácilmente a las preferencias del consumidor a medida que surgen nuevas oportunidades de negocios en nuevas categorías y en los diferentes mercados en los que opera.

Su moderna y sofisticada red de distribución juega un rol clave en la expansión de nuevos productos en categorías pujantes desarrollados a través de la innovación propia o a partir de la adquisición disciplinada de compañías de bebidas no gaseosas, como parte de su nueva estrategia organizacional y su visión de negocios de convertirse en una compañía total de bebidas ofreciéndole al consumidor una gama de productos más amplia con opciones de consumo relevantes durante todo el día. Compañías de bebidas exitosas de menor tamaño como Monster o Innocent que se asociaron a la compañía en el pasado reciente reconocen la gigante escala y la capacidad de penetración que Coca-Cola les otorga en mercados internacionales, que difícilmente conseguirían con igual velocidad.

Su principal fuente de ingresos proviene de la fabricación y posterior venta de concentrados y jarabes a embotelladores autorizados, quienes producen (al combinar dicha materia prima con agua con o sin gas y/o endulzantes), empaquetan, promocionan y distribuyen el producto final a clientes y socios comerciales que colocan el producto final en el punto de venta al alcance del consumidor.

Típicamente, los embotelladores desarrollan iniciativas de mercadotecnia y ejecución en el punto de venta trabajando en estrecha colaboración con sus más de 28 millones de clientes, incluyendo almacenes, restaurantes, vendedores ambulantes, tiendas multiservicio, teatros, cines y parques de diversiones mientras que Coca-Cola promueve la elaboración y crecimiento de marcas y a la innovación.

Otro aspecto que diferencia a la compañía de sus pares de la Industria y en particular de PepsiCo, es que los embotelladores y Coca-Cola se enfocan en las actividades en la que poseen mayor expertise y grado de especialización pero adicionalmente se encuentran alineados en un propósito común que es

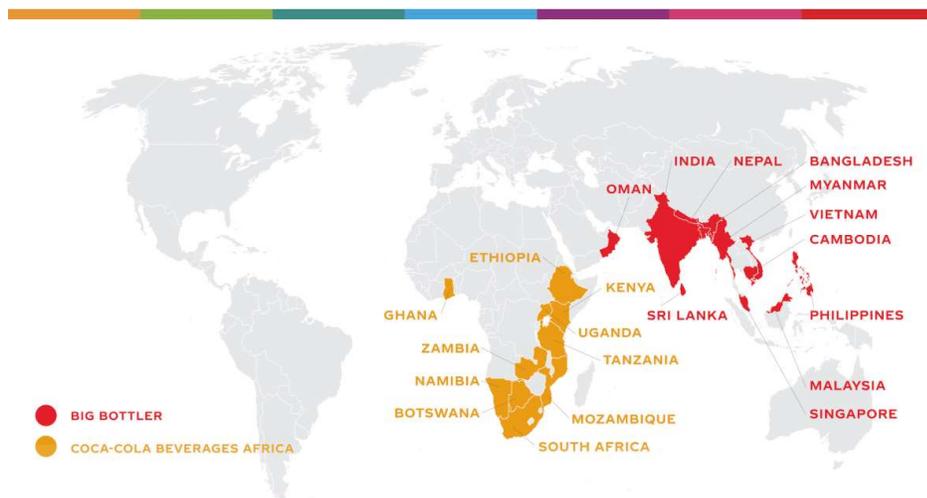
maximizar los beneficios totales de toda la economía del sistema. La compañía posee una estrecha relación con sus embotelladores y comparte con ellos los conocimientos y las oportunidades de negocio que identifica, según estudios de mercado que encargan a importantes consultoras del sector del consumo masivo que forman parte del presupuesto de marketing.

Anualmente, se determinan objetivos de inversión en publicidad para expandir el crecimiento y posicionamiento de las marcas icónicas de la compañía en el largo plazo dentro de su categoría más importante de gaseosas para que mantengan su relevancia y su involucramiento con los consumidores en un el segmento NARTD que se caracteriza por ser altamente competitivo. Además, existe un compromiso anual para incursionar en categorías de bebidas en las que la compañía no posee liderazgo, ya sea porque es aún un explorador de la categoría o aspirante al liderazgo en la misma. De igual manera, los embotelladores se comprometen a realizar las inversiones de capital necesarias para mantener la capacidad productiva y expandirla en base al crecimiento de la demanda. En este sentido, Coca-Cola suele apoyar económicamente a sus socios embotelladores en mercados críticos en los que identifique una oportunidad de crecimiento que se deba acompañar con mayor capacidad instalada o con nuevas líneas de producción por lanzamientos de productos a medida que incursiona en nuevas categorías.

Una porción menor de las ventas de la compañía (36% según el Reporte Anual 2018) proviene de la operación de negocio relacionada con la comercialización de productos terminados, en categorías como gaseosas; aguas y bebidas deportivas; lácteos y alimentos a base de semillas además de té y café por cuenta de operaciones de venta y distribución de propiedad de Coca-Cola o por su participación controlante en embotelladores, consolidado en el segmento BIG.

En contraste a lo que sucedía históricamente, la compañía adquiere excepcionalmente embotelladores seleccionados cuando evalúa que existe una oportunidad estratégica de crecimiento o un desafío operacional que requiera de recursos económicos y de conocimiento a fin de garantizar la exitosa expansión y consolidación del negocio en mercados críticos en el largo plazo. No obstante, se trata de inversiones temporarias y una vez que el negocio se encuentra reestructurado y sólido, se dispone a la venta a embotelladores seleccionados que puedan seguir creciendo la operación, siendo éste su negocio principal.

Gráfico III – Países donde Coca-Cola posee un embotellador consolidado en BIG



Fuente: The Coca-Cola Company, sitio Web oficial.

Su misión consiste en “refrescar al mundo en cuerpo, mente y espíritu” y en “hacer lo correcto para nuestro negocio, nuestra gente y nuestras comunidades”. Se define a sí misma como una Compañía total de Bebidas como parte de su rediseño organizacional y transformación estratégica en la búsqueda de ingresos más diversificados. Es así como la compañía hoy tiene presencia en casi todas las categorías del segmento de bebidas sin alcohol, incluyendo gaseosas, aguas, aguas saborizadas, bebidas deportivas, jugos, lácteos y bebidas plant-based, café y té y bebidas energizantes.

Para ello, KO torció significativamente el criterio de asignación de su capital, destinando fondos además de al pago de dividendos (históricamente inversionistas eligen a KO por ser una acción blue chip “defensiva” con una sólida trayectoria en el pago de dividendos) y a la recompra de acciones a actividades de Fusiones y Adquisiciones en el marco de una ampliación disciplinada de su portafolio de bebidas en pos de duplicar los niveles de crecimiento orgánico en ventas del 3% en los periodos 2016 y 2017 al orden del 5% en el periodo 2018 (en línea con las metas de crecimiento de largo plazo del rango 5 a 7%).

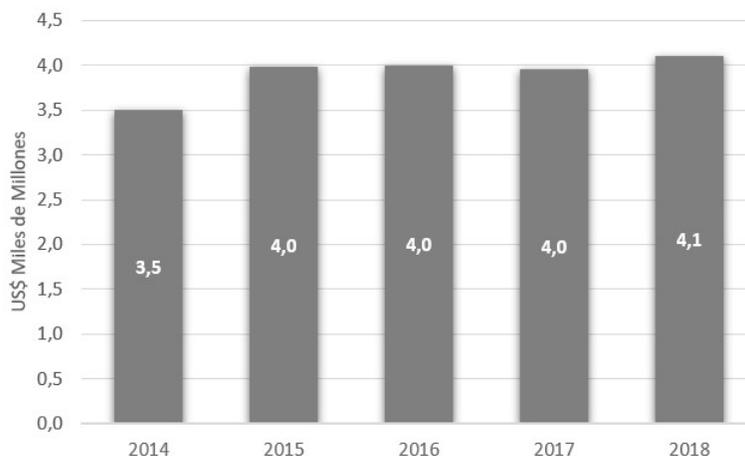
En este sentido, la compañía anunció que establecerá en 2019 un nuevo segmento operativo llamado Global Ventures que consolidará los resultados de la adquisición de Costa Limited, efectivizada a principios de enero del 2019, de Innocent y Doğadan, además de los ingresos por comisiones resultantes del acuerdo de distribución entre KO y Monster.

Costa Limited es una compañía de café líder de origen británico con presencia en más de treinta países de Europa y Asia y representa para Coca-Cola la oportunidad de adentrarse en la categoría de café que experimenta un crecimiento del orden del 6% anual. Costa posee una plataforma muy versátil que aglomera diversos formatos y canales de venta, como por ejemplo, las máquinas expendedoras Espresso de Café . La administración de Coca-Cola, según anunció su CEO James Quincey, tiene la visión de escalar dicha plataforma en el mercado asiático, principalmente en China y en mercados críticos como el mejicano, en los cuales tuvo un muy buen desempeño en los últimos años.

La compañía posee un amplio expertise en términos de construcción y posicionamiento de marcas. Su producto estrella, Coca-Cola, es la quinta marca más valiosa según Interbrand luego de Apple, Google, Amazon y Microsoft y es un símbolo global que transmite determinados valores y una cultura que traspassa los productos bajo Coca-Cola Marca Registrada en sí.

Sus fuertes competencias en materia de Marketing se ven reflejadas en el sólido involucramiento de sus consumidores con la marca gracias a la inversión perpetuada en campañas exitosas de publicidad, a través de todo tipo de canales de publicidad incluyendo medios, prensa, TV, cine, radio y digital. A su vez, tanto el embotellador como la compañía destinan una importante porción del presupuesto de marketing a eventos deportivos, como copas mundiales y juegos olímpicos de los cuales es históricamente patrocinador oficial. Conjuntamente, el presupuesto de Marketing está compuesto por descuentos, cargos de exclusividad a restaurantes y equipos de refrigeración otorgados a clientes que aunque representen un menor ingreso por ventas, fortalecen la relación con los miles de clientes del canal tradicional y Foodservice y cuentas claves, como Mc. Donalds y Subway. El gráfico a continuación ilustra la porción del Gasto Operativo destinado a Marketing.

Gráfico IV – Gasto en Marketing 2014-2018



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

Más allá de que cada marca dentro del amplio portafolio tiene su propia personalidad, la compañía se apalanca sobre el intercambio de conocimientos para posicionar nuevas marcas que surgen del laboratorio por innovación propia o bien por adquisición y esto es una fortaleza clave para lograr la escala y el crecimiento de los targets que eligen para crecer en cada categoría.

Este modelo de crecimiento por alianzas estratégicas o adquisiciones e incursión en nuevas categorías se sustenta también en el capital humano local con conocimientos específicos sobre tendencias, oportunidades y riesgos locales de cada unidad de negocio regional. Además, la presencia de sus socios embotelladores en casi todos los territorios o bien la capacidad de realizar operaciones de comercio exterior (exportación e importación entre países) permiten que un producto originario de un mercado logre penetrar en otro, sin afrontar muchos de los costos fijos inherentes y con una rapidez que permita capturar el crecimiento, bajo el modelo de “lift and shift”.

Así como la compañía tiene una demostrada trayectoria en el crecimiento de marcas, tiene a su vez una extensa experiencia en el aumento de la primera línea del Estado de Resultados a través de iniciativas de RGM. Esta metodología tiene como finalidad identificar oportunidades en el crecimiento de los ingresos por cuenta de distintas combinaciones de precios y de packaging en base a variables como el canal de distribución, la categoría, la ocasión de consumo y las preferencias del consumidor. A modo de ejemplo, en Estados Unidos, en el último trimestre de 2018, el volumen de unit cases cayó un 1%, aunque

el cociente precio/producto se incrementó en un 2%, indicando que se persigue una estrategia de menor volumen pero de mayor valor mediante el aumento del número de transacciones incluso a través de Stock Keeping Units de menor tamaño.

Finalmente, otro pilar que ha mantenido a la compañía como líder indiscutible del segmento NARTD es su capacidad de adaptación a las evoluciones en las preferencias del consumidor a través de una significativa inversión en investigación y desarrollo que permite lanzar al mercado nuevas bebidas además de fórmulas con menor contenido de azúcares y calórico. La compañía continuamente desafía sus recetas e innova con nuevos ingredientes y endulzantes para lanzar al mercado productos más atractivos para el consumidor.

Al cierre de los Estados Financieros de 2018, posee según su estado de Evolución de Patrimonio Neto un total de 4.275.340.031 acciones. Del total de acciones ordinarias en circulación que se encuentran flotando en el mercado bursátil, la gran mayoría es propiedad de Instituciones de Inversión (incluyendo a Berkshire Hathaway Inc., cuyo mayor accionista y presidente es el inversor Estadounidense Warren Buffet) y de Fondos de Inversión. Cabe destacar que ninguno posee un porcentaje de propiedad superior al 10%, como puede observarse en la Tabla I a continuación.

Tabla I - Principales Propietarios de Acciones en Circulación al 31 de diciembre de 2018

	Cantidad de Acciones	% de Acciones sobre Acciones en Circulación
<i>Fondos</i>		
Vanguard Total Stock Market Index Fund	113.070.386	2,64%
Vanguard 500 Index Fund	79.356.233	1,86%
<i>Instituciones</i>		
Berkshire Hathaway Inc	400.000.000	9,35%
Vanguard Group Inc	317.271.500	7,42%
BlackRock Inc	274.136.686	6,41%
State Street Corporation	181.520.485	4,25%
Vanguard Investments Australia Ltd	114.892.426	2,69%
Capital Research and Management Company	110.054.748	2,57%
Geode Capital Management, LLC	105.850.708	2,48%
BlackRock Fund Advisors	97.187.778	2,27%
Wellington Management Company LLP	92.384.340	2,16%
Fidelity Management & Research Company	83.348.463	1,95%

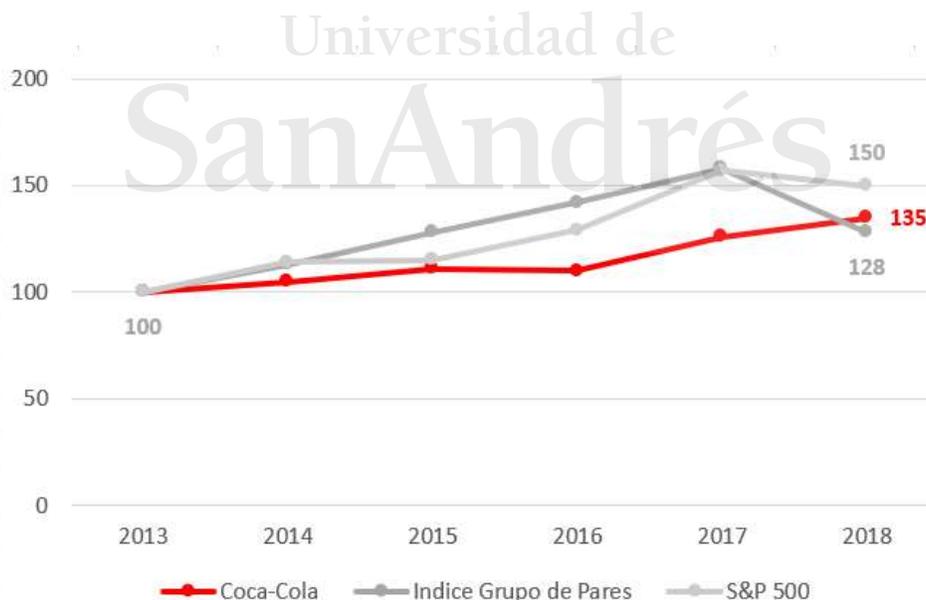
Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar-Tenencia Accionaria KO

El precio de la acción de KO tuvo una tendencia positiva en el lapso de los últimos 5 años bajo análisis en el Reporte Anual de 2018, como se puede observar en el siguiente gráfico que ilustra la evolución del precio total de las acciones (en rojo), según el retorno total obtenido asumiendo una

inversión inicial de US\$100 con fecha 31 de diciembre de 2013 y que los dividendos devengados fueron reinvertidos diariamente. A pesar de haber acompañado la tendencia alcista del S&P 500 en todos los periodos excepto en 2015, (índice que reúne a las quinientas empresas estadounidenses de mayor tamaño que cotizan en bolsa y por ende puede ser utilizado como punto de referencia ya que es una buena representación de la economía de dicho país), el precio de la acción de KO creció en menor ritmo en comparación con dicho índice. Sin embargo, cabe destacar que, en el último periodo bajo análisis, el S&P 500 experimentó una tendencia bajista que la compañía pudo revertir, a diferencia de sus pares de mercado, que sufrieron una caída proporcionalmente mayor.

Por otro lado, el Índice de Grupos de Pares, (el cual aglutina diversas empresas que la administración de KO considera comparables ya que forman parte de los índices Dow Jones de Alimentos y Bebidas y de Tabaco), experimentó un alza más que proporcional a la evolución positiva del índice S&P 500 hasta 2017, pero en cuanto este último decreció en 2018, su caída fue también relativamente superior, y como resultado, su rendimiento final medido en términos del precio de la acción al cierre de 2018 fue superado por el precio de la acción de KO.

Gráfico V - Evolución de Retorno total de la Acción vs. S&P 500 y Pares del Mercado



Fuente: Elaboración Propia en base a Reporte Anual 2018.

Basada en la Capital del Estado de Georgia en Estados Unidos, Atlanta, donde se encuentra el principal complejo de oficinas, la compañía posee o tiene bajo contrato de arrendamiento múltiples instalaciones (ver Tabla II) situadas estratégicamente alrededor del mundo, activos inmobiliarios y oficinas para garantizar el correcto funcionamiento de sus operaciones de administración, fabricación, empaquetado, procesamiento, almacenamiento, distribución y comercialización. La administración de la compañía advierte que KO cuenta con la capacidad instalada para poder afrontar variaciones estacionales de la demanda y que incluso tiene la posibilidad de expandir la producción incrementando las Horas Hombre o incorporando nuevas tecnologías y maquinarias.

Tabla II – Instalaciones por Segmento Geográfico y Tipo de Tenencia-2018

	Plantas de Concentrado	Plantas Productoras de Bebidas/Embotelladores	Centros de Distribución y Almacenamiento
EMEA	6	0	1
LATAM	5	0	8
NA	11	10	41
APAC	6	0	11
BI	0	50	133
Corporate	3	0	7
Total	31	60	201
<i>Propias</i>	31	54	68
<i>Arrendadas</i>	0	6	133
Total	31	60	201

Fuente: Elaboración Propia en base a Reporte Anual 2018.

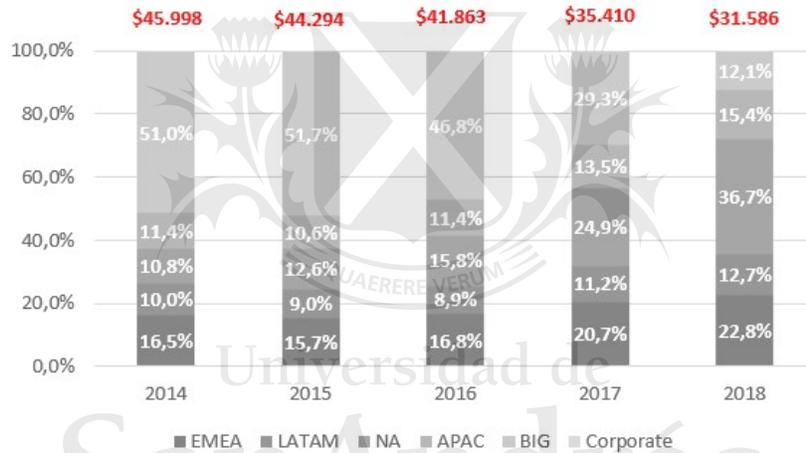
Visto que Coca-Cola tiene presencia global, administra sus operaciones por región con el fin de gestionar los distintos contextos de negocio y tendencias en la industria de bebidas sin alcohol de las diferentes regiones, perseguir oportunidades en mercados críticos y medir la performance por segmento. La segmentación geográfica es también el criterio para reportar los resultados financieros y al cierre de 2018 se componía de los siguientes:

- Norteamérica (NA) – Estados Unidos y Canadá
- Asia Pacífico (APAC) -
- Latinoamérica (LATAM) – Cono Sur, Centroamérica y Caribe, México y Brasil
- Europa, Medio Oriente y África (EMEA)
- Grupo de Inversiones en embotelladores (BIG)

- Oficinas Centrales (Corporate) – Centro de servicios con funciones de gobierno corporativo, políticas corporativas, iniciativas estratégicas y soporte a las Unidades de Negocio.

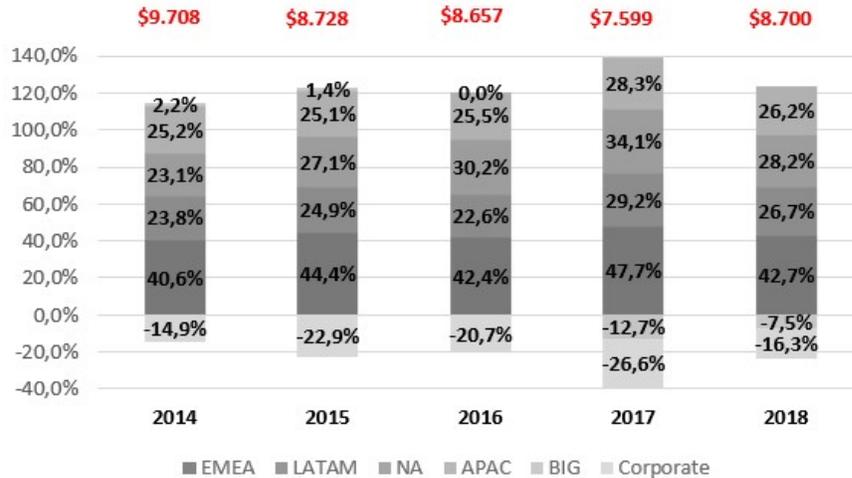
A principio de cada año, las unidades de negocio regionales presentan un plan de negocios anual teniendo en cuenta el contexto económico en los mercados en los que opera y un plan de inversión en Activo Fijo que la Casa Matriz debe aprobar. Dichas unidades de negocio se comprometen a alcanzar metas en dimensiones críticas tales como volúmenes de venta, Ventas Netas y resultado operativo y son responsables por la operación, las categorías de productos y los resultados financieros de las regiones.

Gráfico VI - Participación de Segmentos Geográficos en Ventas Netas Totales (% y US\$ Millones)



Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales 2014-2018.

Gráfico VII - Participación de Segmentos Geográficos en Resultado Operativo (% y US\$ Millones)

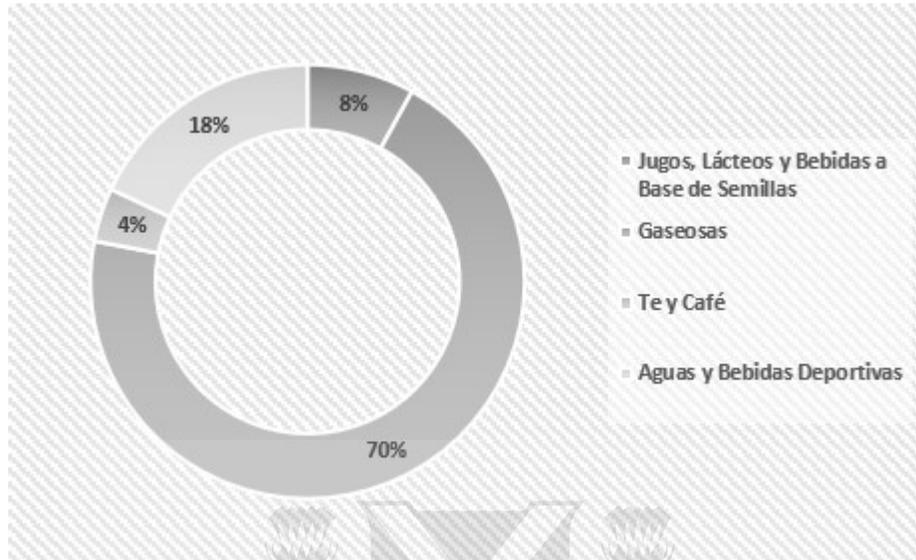


Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales 2014 - 2018.

Los Gráficos VI y VII ilustran que el segmento que solía tener mayor participación en términos de ventas totales era el de Inversión en Embotelladores en los primeros años bajo análisis, sin embargo, a nivel margen operativo su contribución era casi nula, o negativa (en 2017 y 2018). Se puede observar que la contribución del segmento BIG tiende a decrecer en las Ventas Totales a medida que la compañía se desprende de embotelladores (refranchising). Cabe destacar que el segmento que tiene la mayor contribución en términos de Ventas Totales es Norteamérica mientras que en términos de Margen Operativo es EMEA.

Coca-Cola mantiene una sólida posición competitiva en los cinco grupos de categorías que componen el sector de Bebidas Sin Alcohol, en las que posee la mayor porción de mercado (exceptuando la categoría de Energizantes donde posee la segunda mayor). Al cierre de 2018, la categoría de bebidas carbonatadas compone un 70% el total de Volumen vendido al consumidor seguida por aguas y bebidas deportivas (18%), como ilustra el gráfico VIII debajo. La compañía continúa diversificando sus ingresos, reinvertiendo los flujos de fondos derivados de la operación de gaseosas donde lidera históricamente hacia nuevas categorías consolidándose como una compañía total de bebidas.

Gráfico VIII – Participación de Grupos de Categorías en Volumen Total de Caja Unidades vendidas por la compañía en 2018 (excluyendo Energizantes)



Fuente: Elaboración Propia en base a Reporte Anual de Negocio y Sustentabilidad 2018.

Dentro del portafolio que posee compuesto por más de 500 marcas, las más relevantes de las categorías anteriormente mencionadas son las siguientes:



Fuente: Reporte Anual de Negocio y Sustentabilidad 2018.

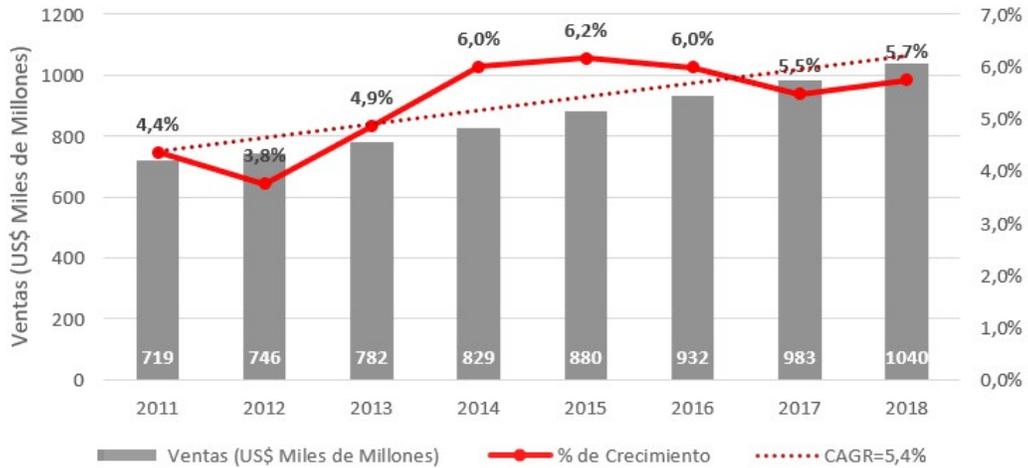
Además de poseer un amplio portafolio de marcas valiosas, proveen asesoramiento y soporte de marketing y distribución a algunas marcas de bebidas del sector a través de licencias, Joint Ventures y Alianzas estratégicas. Por ejemplo, en el caso de Monster Energy, compañía en la que KO posee una participación accionaria de aproximadamente 17%, las marcas son propiedad de Monster Beverage Corporation, pero KO es su socio global preferido en lo que refiere a la distribución de sus productos por lo que percibe ingresos por comisiones.

La Industria de Bebidas Sin Alcohol

La compañía opera dentro de la industria de bebidas comerciales, en el segmento NARTD que es altamente competitivo y se encuentra expuesto a diversos riesgos, entre ellos: nivel de consumo, acceso al agua, aspectos climáticos, costos de producción, factores económicos, preferencias del consumidor, inflación, fluctuaciones del tipo de cambio, regulaciones y leyes locales y nacionales, clima político y precio del petróleo.

Al cierre de 2018, dicha industria alcanzó un valor de mercado total de uS\$1.039.744 millones, mientras que, en los últimos tres años de los ocho años bajo estudio, experimentó una tasa de crecimiento dentro del rango del 5-6%, superando a los primeros tres años (3-5%), como ilustra el Gráfico IX debajo. En el lapso de tiempo comprendido entre 2011 y 2018, la industria se mantuvo en constante crecimiento y su CAGR fue del 5,4%.

Gráfico IX – Evolución de Ventas del Segmento de Bebidas sin Alcohol (US\$ Miles de Millones) y porcentaje de crecimiento (%)

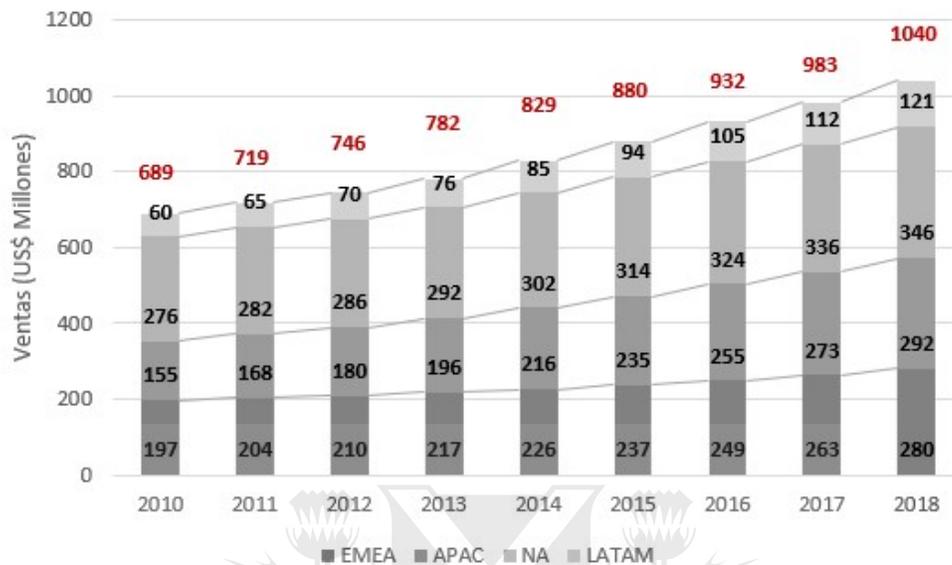


Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

Analizando la industria por región, de acuerdo con la segmentación geográfica en cuatro grupos (EMEA, APAC, LATAM y NA), se puede observar que, al cierre de 2018, las regiones más relevantes en función de las ventas son en primer lugar Norte América (US\$346.359 Millones) y en segundo lugar Asia Pacífico (US\$ 292.360 Millones) las cuales concentran en conjunto más del 60% de las ventas globales.

San Andrés

Gráfico X – Evolución de Ventas del Segmento de Bebidas sin Alcohol (US\$ Miles de Millones) por Región



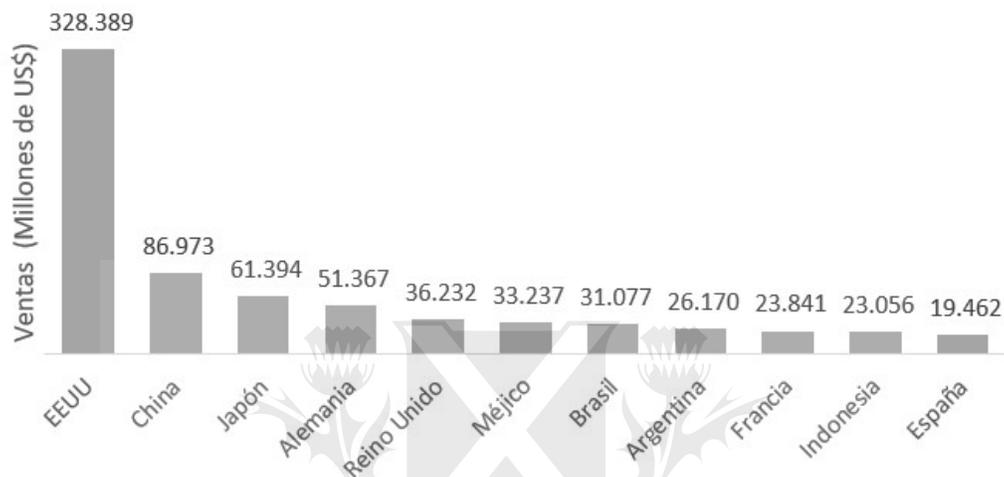
Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

Cabe destacar que, en el periodo analizado de acuerdo con la base de datos extraída de Statista, todas las regiones tienen una evolución positiva de la variable ventas, sin embargo, algunas regiones observan una tasa de crecimiento superior a otras. Específicamente, en regiones cuya facturación consolida países desarrollados tales como EMEA y NA, las Tasas Anuales Compuestas de Crecimiento (CAGR) fueron de 4,7% y 3,0% respectivamente, mientras que en regiones que suman mayormente las ventas de países en vías de desarrollo como APAC y LATAM las tasas CAGR fueron de 8,2% y 9,3% respectivamente. El crecimiento de la Industria de Bebidas Comerciales depende en fuerte medida del crecimiento que pueda experimentar en los mercados emergentes y en vías de desarrollo que concentran el 80% de la población mundial. A su vez, es en estos últimos países donde la industria de bebidas está menos desarrollada y el segmento de bebidas no comerciales representa el 72% del total del volumen, en comparación al 29% del mismo segmento en países desarrollados, por lo que es crítico para las compañías del sector expandir sus operaciones en estos países y consolidar sus marcas para expandir su Cuota de Mercado.¹

¹ Véase Presentación CAGNY Coca-Cola- febrero de 2019.

En cuanto al periodo 2018, los países que lideran las ventas en el segmento bajo análisis son Estados Unidos, China, Japón, Alemania y el Reino Unido con US\$328.389 millones, US\$86.973 millones y US\$61.394 millones, como ilustra el Gráfico XI debajo.

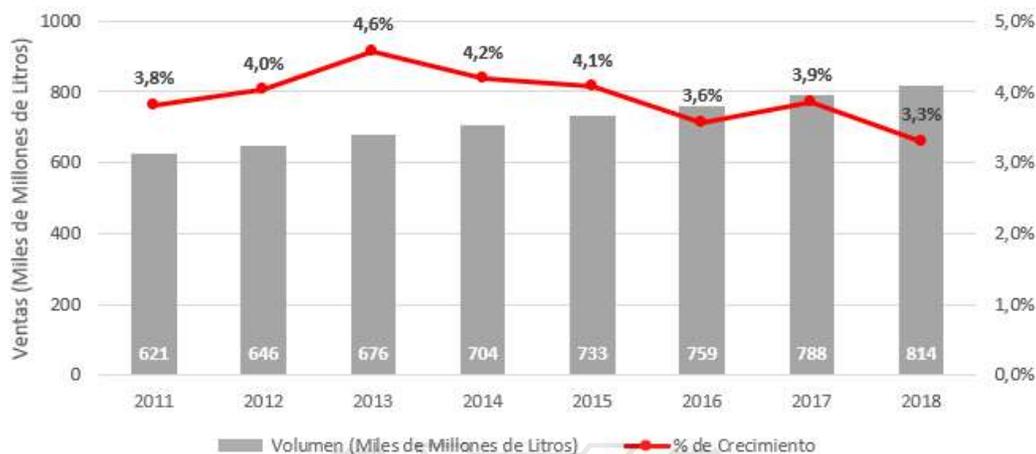
Gráfico XI – Ranking de Ventas en Segmento de Bebidas sin Alcohol (US\$ Millones) por País en 2018



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

En 2018, el segmento de bebidas sin alcohol tuvo un tamaño de 813.993 millones de Litros globalmente y se espera que en 2019 alcance los 836.871 millones de Litros. Entre el año 2011 y 2018, los volúmenes de venta aumentaron en forma sostenida al igual que las Ventas, aunque con una tasa de crecimiento anual compuesta menor del orden del 3,9%

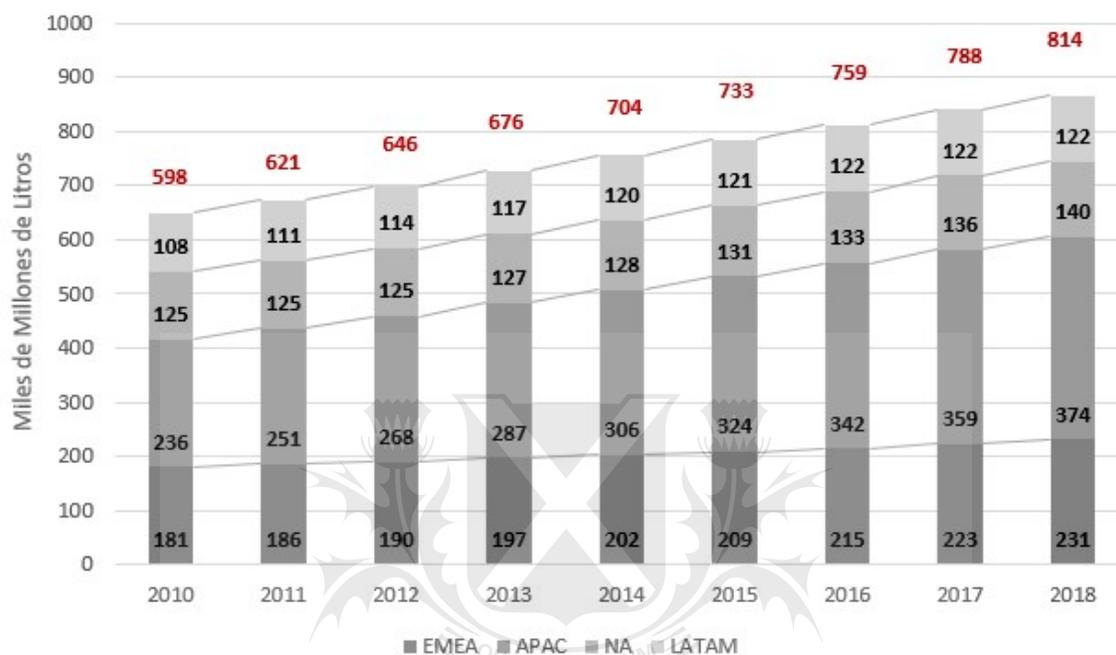
Gráfico XII – Evolución de Volumen de Ventas de Bebidas sin alcohol (Miles de Millones de Litros) del Segmento de Bebidas sin Alcohol



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

Las regiones con mayor volumen de ventas son Asia Pacífico y EMEA, seguidas por Norteamérica y Latinoamérica, en orden. Las regiones que tuvieron mayor crecimiento en lo que respecta al volumen de ventas fueron APAC y EMEA, potenciados por Asia y África que tuvieron tasas CAGR del orden del 7,3% y 9%, respectivamente. En tanto, el resto de las regiones obedecen Tasas compuestas anuales de crecimiento en volumen inferiores al 2%, puntualmente 1,6% en Norteamérica, 1,3% en Latinoamérica, 1,2% Europa y 0,1% Oceanía (ver Gráfico XII a continuación).

Gráfico XIII – Evolución de Volumen de Ventas de Bebidas sin alcohol (Miles de Millones de Litros) en Segmento de Bebidas sin Alcohol



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

El segmento de Bebidas sin Alcohol y la Industria de Consumo Masivo en general atraviesa diversos cambios en cuatro dimensiones principales. En primer lugar, los consumidores tienen estándares más exigentes al momento de tomar decisiones de consumo y contemplan factores tales como la comodidad, la relación precio calidad y la reputación de la marca en materia de Sustentabilidad, incluyendo cuestiones como el packaging y el origen de las materias primas: son consumidores con un creciente grado de responsabilidad e informados en lo que refiere al impacto que tiene la compañía en las comunidades en las que opera y en el medio ambiente.

Otro patrón para destacar es que el consumidor exige un mayor espectro de productos con un creciente grado de personalización. A su vez, en vista de la mayor preocupación por la salud y el bienestar, los consumidores tienden cada vez más a optar por productos naturales u orgánicos y saludables, pero, contradictoriamente, existe una tendencia positiva en el consumo de productos en forma ocasional que, aunque sean calóricos o no saludables otorgan satisfacción en búsqueda de autoindulgencia.

El gráfico a continuación ilustra la caída en consumo de bebidas gaseosas per cápita en Estados Unidos dejando en evidencia su declive producto de los cambios en las preferencias de los consumidores que optan por productos con menor contenido de azúcares y con ingredientes más naturales. El incremento en afecciones crónicas como la diabetes y la obesidad y la creciente desconfianza de la sociedad respecto de ingredientes sintéticos como endulzantes tradicionalmente utilizados en las bebidas gaseosas han también impulsado a algunos gobiernos a incrementar los impuestos y las tarifas de importación a bebidas gaseosas. Esta misma suerte experimentó el segmento de bebidas alcohólicas el cual mermó debido al mayor grado de consciencia de las personas por los efectos adversos del consumo de alcohol para la salud, afectando positivamente al consumo del segmento NARTD. En contraposición, incrementó el volumen de consumo de bebidas más saludables y con menor contenido calórico como aguas, jugos naturales, deportivas y el café (por sus propiedades antioxidantes y el aumento en la cultura del café).

Gráfico XIV – Evolución del Consumo per cápita de Gaseosas en EEUU 2010-2018



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Beverage Digest.

Indudablemente, la transformación digital que atraviesa el mundo está modificando al consumidor, al cliente y a la industria en general. Surgen jugadores nuevos, tales como las plataformas especializadas en trasladar los pedidos online desde los puntos de distribución a los hogares de los usuarios denominados Last Milers, que tienen un impacto negativo en el negocio. No obstante, el

segmento Food Service referente al consumo fuera del hogar que distingue a la industria de bebidas del resto de las Industrias de Consumo Masivo cuyos productos se destinan mayormente al consumo en hogares, permanece sólido y consolidado, ya que el consumidor continúa disfrutando de reunirse fuera del hogar. A su vez, la competencia en términos de la participación en el presupuesto personal del consumidor ha evolucionado, de manera que se ha incrementado la cantidad proporcional de dinero que los consumidores destinan de su presupuesto personal a la compra de productos tecnológicos, como por ejemplo, datos móviles para el uso de internet en teléfonos.

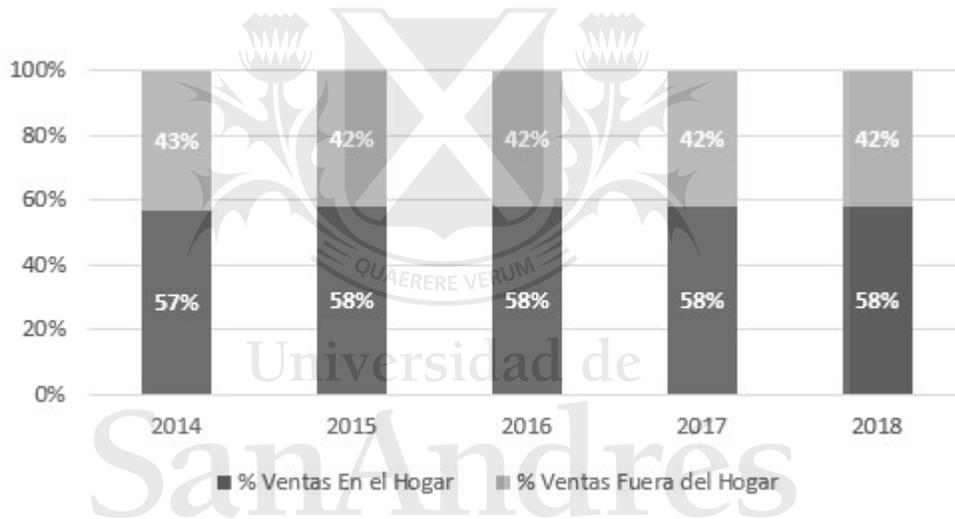
La creciente sofisticación de la industria de bebidas trajo consigo una mayor competencia, a medida que crecen en mayor ritmo categorías como lácteos con valor agregado y bebidas a bases de semillas, aguas embotelladas y saborizadas, energizantes y la categoría té y café y en menor ritmo categorías como gaseosas y bebidas deportivas. Esto se debe a que la competencia en estas categorías tiende a ser más fragmentada que en el caso de gaseosas y bebidas deportivas donde la cuota de mercado de los cinco principales jugadores globales supera el 75% (por ejemplo, en gaseosas se resume a Coca-Cola, su principal competidor PepsiCo y algunas compañías que son fuertes en determinadas regiones, como Keurig Dr. Pepper en Norteamérica). En este sentido, la compañía compite con jugadores globales tales como Pepsico, Danone o Nestlé, pero progresivamente en mayor proporción con jugadores locales a medida que incursiona en categorías nuevas en pos de convertirse en una compañía total de bebidas.

Por último, la industria en cuestión se encuentra sujeta a un entorno macroeconómico impredecible y volátil, debido a fenómenos como el Brexit, la guerra comercial entre China y Estados Unidos con impacto sobre el comercio internacional y el nivel de impuestos locales. A su vez, la preocupación por el medio ambiente y por los niveles de obesidad de la población incrementa el riesgo de empresas de consumo masivo a ser sujetos imponibles de gravámenes relacionados con el azúcar y con la generación de plásticos. Cabe destacar que las compañías de consumo masivo son los mayores generadores de residuos plásticos y, en particular, las gaseosas tienen un alto contenido de azúcar, por lo que las compañías de refrescos comerciales tienen una alta exposición a ser pasibles de impuestos vinculados con el contenido de endulzantes calóricos en sus bebidas a pesar de incrementar la oferta de una mayor variedad de productos con porciones reducidas en azúcar o sin azúcar en el mercado.

La industria de bebidas se caracteriza por vender sus productos a través de más de 20 canales, y a diferencia de muchos jugadores principales en la industria del consumo masivo que utilizan los canales tradicional, moderno y (en forma creciente) online, también comercializa un importante caudal de sus

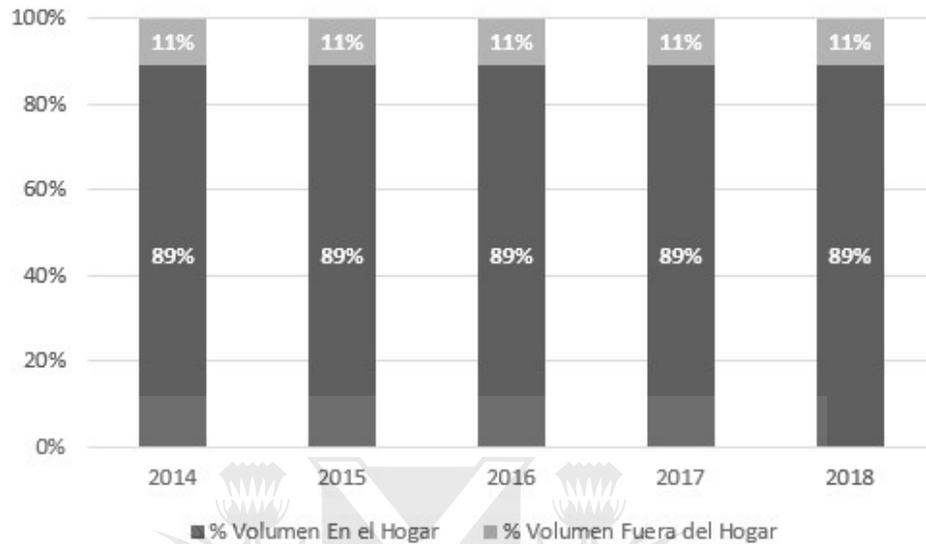
productos a través del mercado Foodservice que incluye restaurantes, hoteles, bares y otros establecimientos similares para el consumo fuera del hogar. El canal en el cual se comercialice el producto final es uno de los factores determinantes al momento de optimizar el mix precio/producto y maximizar las ventas. Los gráficos a continuación reflejan que el porcentaje de ventas originado en el mercado Foodservice se mantiene estable en un 58% en los últimos 5 años mientras que en términos de volumen solo representa un 11% en promedio. Esto sugiere que las ventas fuera del hogar tienen mayores márgenes de rentabilidad en comparación a las destinadas dentro del hogar con mayor incidencia del factor precio.

Gráfico XV – Evolución Ventas Totales del Segmento de Bebidas sin Alcohol Fuera y Dentro del Hogar



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

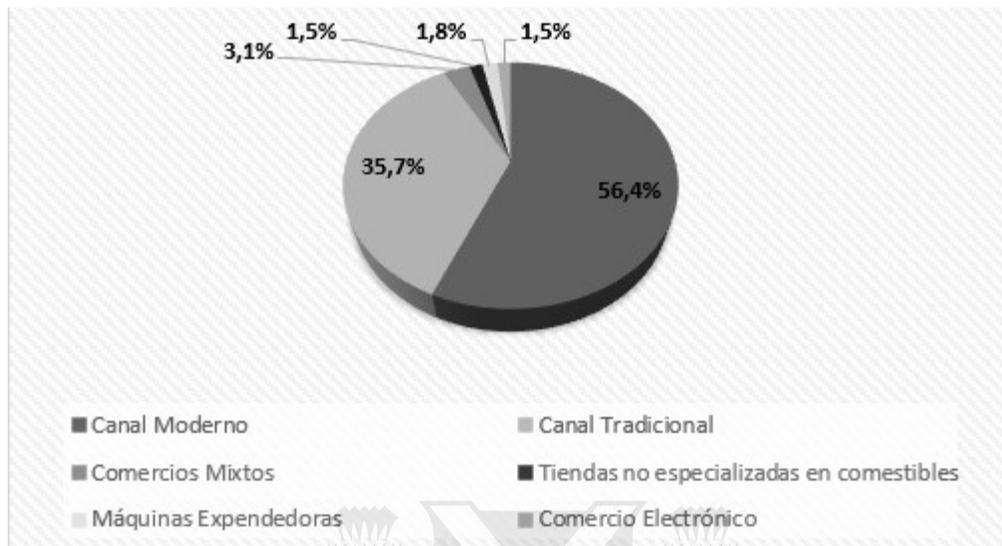
Gráfico XVI – Evolución Volumen Total del Segmento de Bebidas sin Alcohol Fuera y Dentro del Hogar



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de Statista.

De acuerdo con la base de EuroMonitor, en 2018 un 96,7% del volumen de ventas se canalizó a través de la venta minorista en tiendas y la venta minorista no efectuada en comercios representó solo un 3,3% de los cuales el 1,5% refiere al comercio electrónico y el restante a máquinas expendedoras. Un 56,4% de la venta minorista en tiendas pertenece al Canal Moderno con puntos de ventas como hipermercados, supermercados, distribuidores mayoristas, tiendas de conveniencia y farmacias de cadena, mientras que el 35,7% se distribuye a través del Canal Tradicional, tales como kioscos, tiendas barriales y mercados. Este último canal cobra mucha relevancia para la compañía ya que la rentabilidad es muy superior a la del canal moderno que tiene márgenes de comercialización mucho menores.

Gráfico XVII – Participación de Canales de Distribución (% sobre Volumen Total 2018)

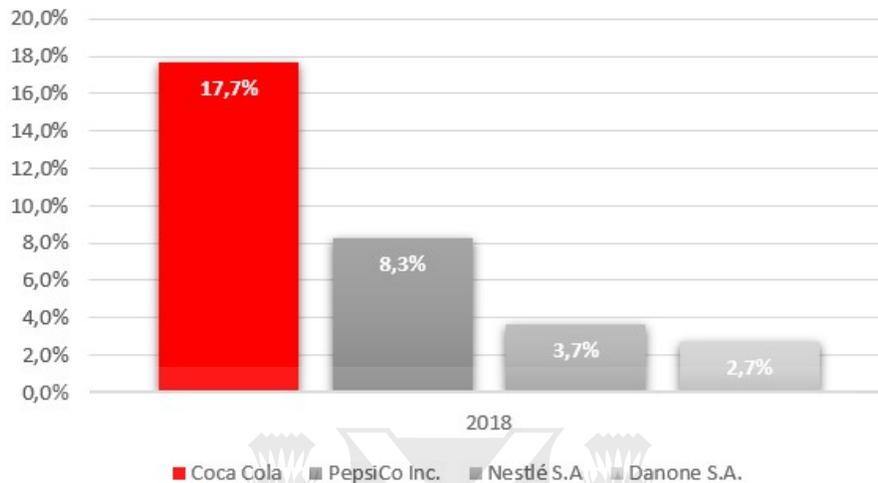


Fuente: Elaboración Propia en base a Base de Datos EuroMonitor.

Posicionamiento Competitivo

Coca-Cola lidera el segmento de la Industria de Bebidas sin Alcohol, con una participación de mercado del 17,7% del volumen total de la industria global en 2018, seguido por PepsiCo Inc. con un 8,3%, Nestlé SA con un 3,6% y Danone S.A. con un 2,7% en base a información de mercado histórica extraída de la base de datos EuroMonitor.

Gráfico XVIII – Cuota de Mercado respecto del volumen vendido de la industria de Bebidas sin Alcohol en 2018 (en %)



Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de EuroMonitor.

El mercado posee la particularidad de estar fragmentado debido a que existe un gran número de jugadores compitiendo en el mercado de bebidas comerciales. Sus principales competidores son empresas globales de similares características: son corporaciones multinacionales con alcance mundial pero presencia local que poseen una amplia gama de marcas en su portafolio, tales como PepsiCo Inc., Danone S.A. y Nestlé S.A., quienes lideran el mercado en términos de volumen.

Sin embargo, a diferencia de KO, que es una compañía total de bebidas, poseen en su portafolio otros segmentos operativos: PepsiCo genero sólo el 46% de sus ventas en 2018 por su negocio de bebidas, mientras que el restante es producto de la venta de snacks. Por su lado, Grupo Danone es una compañía aún más diversificada, ya que además de productos lácteos y aguas, desarrolla las actividades de nutrición infantil y médica. Por último, adicional a las categorías de lácteos, agua embotellada y café y té, Nestlé S.A. comercializa alimentos para bebés, comida médica, cereales para el desayuno, confitería, helados, alimentos congelados, alimentos para mascotas y aperitivos.

No obstante, medido en términos de valor de la industria, la compañía lidera con 21,4% un ranking en el que los principales jugadores son, además de los mencionados anteriormente, dos compañías productoras de energizantes, Red Bull GmbH y Monster Beverage Company y un jugador con presencia

sólida en la región de Norteamérica, Keurig Dr. Pepper Inc, cuyo portafolio está compuesto por bebidas frías y calientes al igual que Coca-Cola.

Gráfico XIX – Cuota de Mercado respecto del valor de la industria de Bebidas sin Alcohol 2018 (en %)

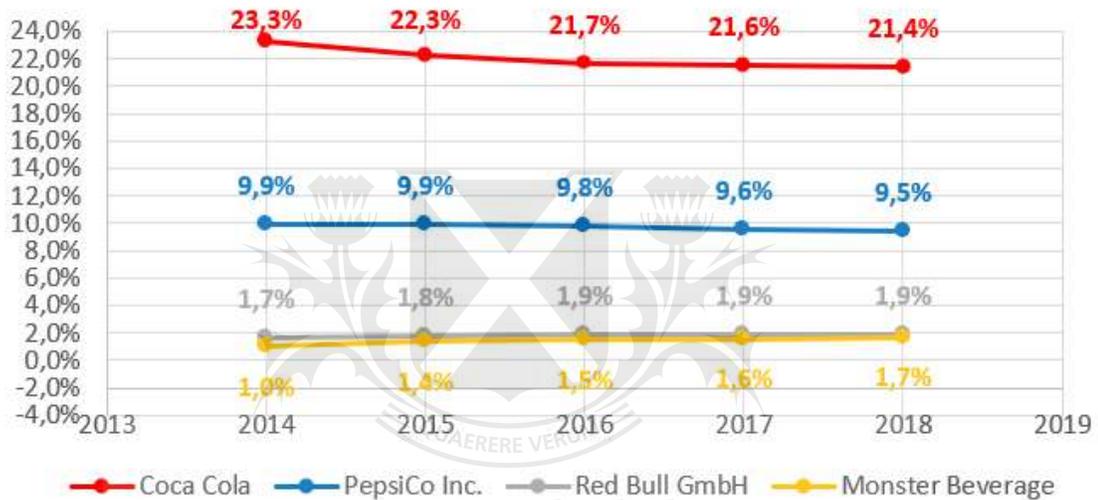


Fuente: Elaboración propia en base a información de mercado de EuroMonitor.

La competencia con la que se enfrenta se transforma a medida que también lo hace la industria: compañías cuyo negocio principal es la producción y venta de energizantes, (categoría experimentando el mayor ritmo de crecimiento en los últimos años), aumentaron su porción de mercado en términos de valor de la industria, superando en cuota de mercado a jugadores globales e históricos como Danone S.A., en términos de valor de mercado. El gráfico debajo ilustra la evolución de la cuota de mercado en términos del valor total del mercado desde 2014 hasta 2018 para Coca-Cola, PepsiCo y las dos compañías de bebidas energizantes. Mientras que la cuota de mercado se mantiene estable durante este periodo de tiempo en el caso de Nestlé y de Danone en 2,4-2,5% y 1,7-1,8% respectivamente, las dos compañías líderes en la industria pierden cuota de mercado desde un 23,3% y 9,9% en 2014 a un 21,4% y 9,5% en 2018. En contraposición, las compañías de bebidas energizantes aumentaron su cuota de mercado: Monster Beverage Company incrementó un 70% su cuota de mercado de 1% a 1,7% en 2018.

Esto indica que, a medida que la industria se vuelve más sofisticada, Coca-Cola y PepsiCo pierden paralelamente cuota de mercado a costa de, por ejemplo, compañías de bebidas energizantes, a medida que el consumidor cambia sus preferencias hacia bebidas más saludables y crecen las bebidas funcionales.

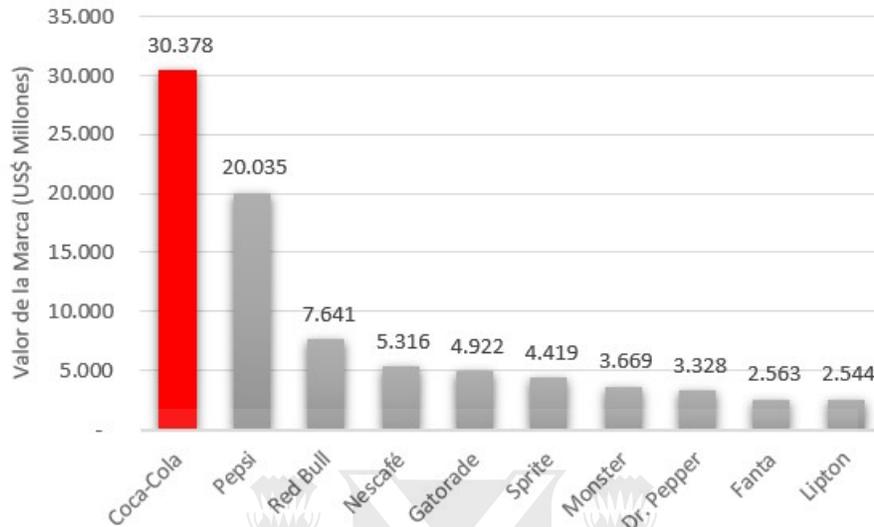
Gráfico XX – Evolución de Cuota de Mercado respecto del valor de la industria de Bebidas sin Alcohol
(en %)



Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de EuroMonitor.

Si el análisis de cuota de mercado se realiza en función de marcas en lugar de compañías, Coca-Cola lidera la cuota de mercado con la bebida que le dio origen a la compañía: es la bebida más consumida del mundo y su marca tiene un valor de mercado de US\$30.378 Millones, seguida por Pepsi, su histórica competencia, con un valor de US\$20.035 Millones. El gráfico debajo ilustra las diez marcas de bebidas comerciales sin alcohol más valiosas según Brand Finance al 2018, de las cuales tres pertenecen al portafolio de marcas de la compañía: Coca-Cola, Sprite (US\$4.419 Millones) y Fanta (US\$2.563 Millones).

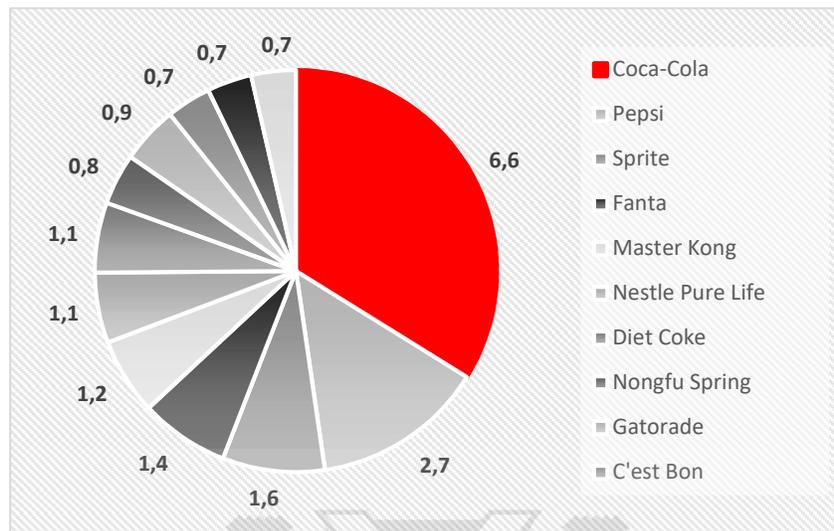
Gráfico XXI – Valor de Principales Marcas de Bebidas sin Alcohol (en US\$ Millones)



Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de Brand Finance.

De acuerdo con información histórica de mercado extraída de la base de datos EuroMonitor, en 2018 Coca-Cola fue la marca mejor posicionada en el mercado global de bebidas sin alcohol con una Cuota de Mercado de 6,6%, concentrando más del doble de cuota de mercado que la segunda marca más relevante: Pepsi (2,7%). Sus versiones sin azúcares (Coca-Cola Zero Sugar) y reducidas en calorías (Diet Coke) cosecharon en 2018 una participación de mercado de 0,7% y 1,1% respectivamente, como se observa en el Gráfico circular a continuación.

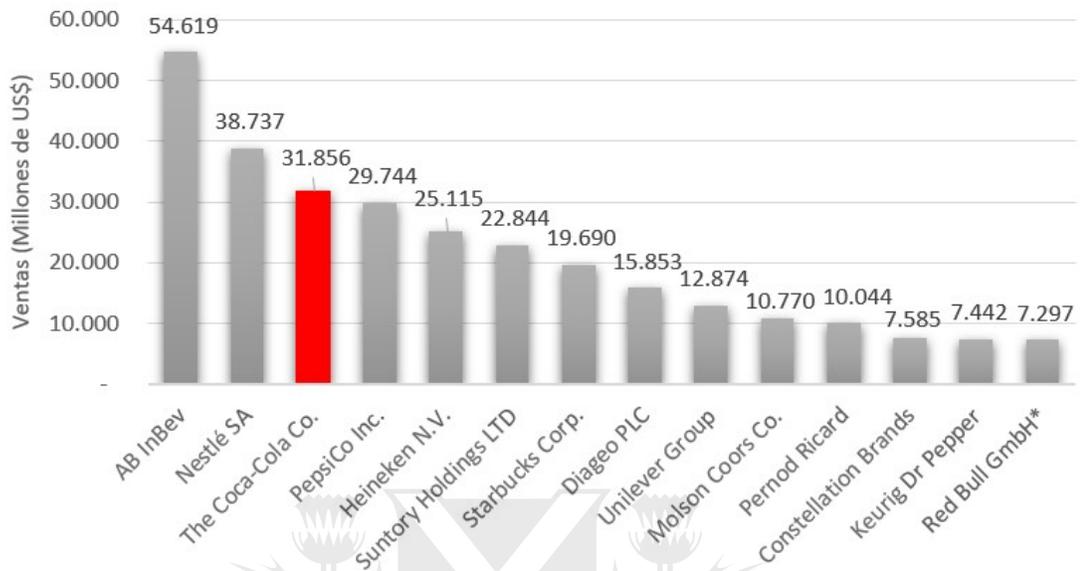
Gráfico XXII – Ranking de Cuota de Mercado de Marcas de Bebidas sin Alcohol en 2018 (en %)



Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de EuroMonitor.

Por último, en términos de facturación, Coca-Cola es la tercera empresa de mayor tamaño de la industria de bebidas, incluyendo al segmento de bebidas alcohólicas, con ventas del orden de US\$31.856 Millones, por debajo del gigante cervecero Anheuser-Busch InBev con US\$ 54.619 Millones y de la multi diversificada Nestlé S.A. con US\$ 38.737 Millones.

Gráfico XXIII – Empresas de bebidas líderes según ventas en 2018 (en US\$ Millones)



Fuente: Elaboración propia en base a Dossier Statista.

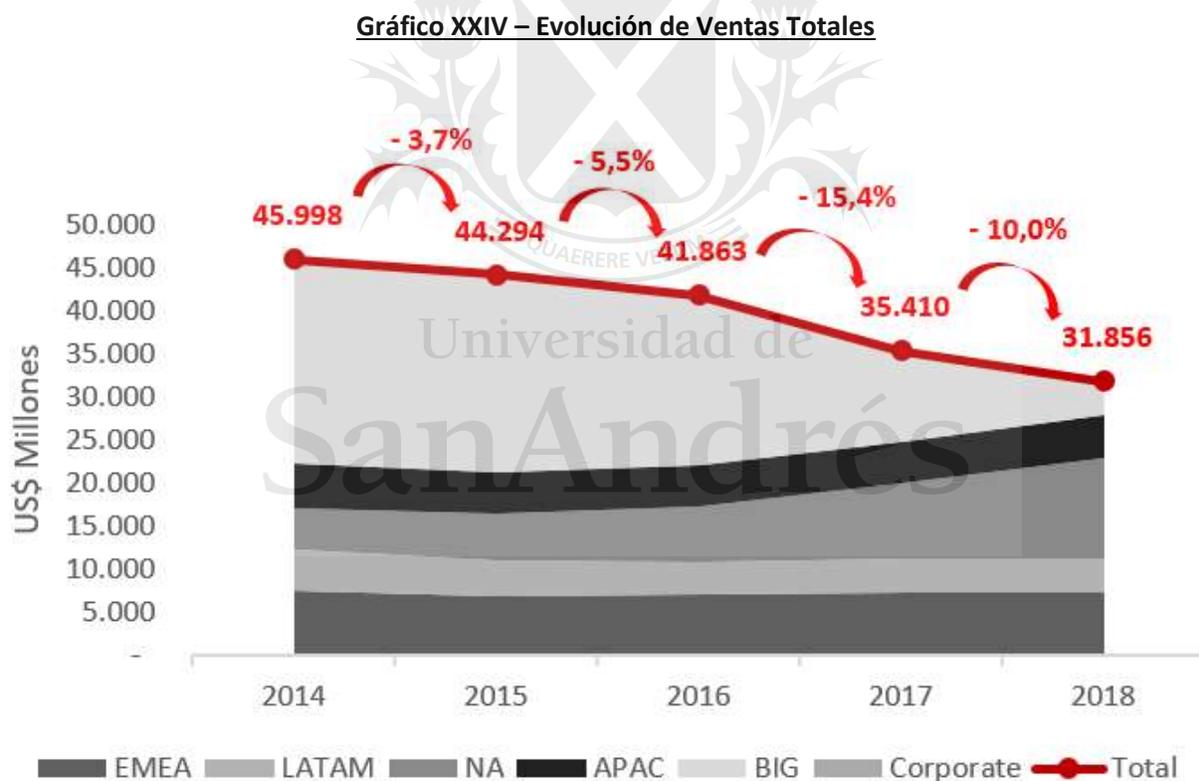
Al igual que Coca-Cola, su principal competidor PepsiCo ha adoptado la misma estrategia de transformación de su portafolio para hacer frente a los cambios en las preferencias del consumidor anteriormente mencionados. PepsiCo contrarrestó la caída en volumen de las bebidas carbonatadas mediante el crecimiento de otras categorías como aguas, bebidas deportivas, jugos de frutas y te listo para beber: posee un sólido liderazgo en estas categorías con marcas como Aquafina, Gatorade, Tropicana, Naked Juice y Lipton.

En este mismo sentido, PepsiCo destinó importantes sumas de inversión a la innovación y desarrollo de nuevos productos más saludables tanto en el segmento de bebidas como en el de snacks, introduciendo bebidas funcionales, como Tropicana Essentials Probiotics y ampliando la gama de productos “Guilt-Free” y “Everyday Nutrition Products”.

Análisis Financiero

Evolución del Negocio

El gráfico a continuación ilustra una evolución negativa de las ventas netas totales de la compañía desde el año 2014 hasta 2018. En 2015 y 2016, la tasa con la que cayeron las ventas totales fue menor (-3,7% y -5,5%) a la observada en los años posteriores (-15,4% y -10,0% respectivamente). Es así como las ventas totales disminuyeron a una tasa anual compuesta de decrecimiento del orden del 8,8%, desde US\$45.998 millones en 2014 hasta US\$31.856 millones en 2018, es decir, un 30% en términos del valor inicial.



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Aun así, la caída en ventas desde 2014 no necesariamente indica un desmejoramiento de las operaciones de la compañía. A continuación, se explicarán los factores que impactaron cada año en esta variable de acuerdo con lo que explica la administración en sus Reportes Anuales de 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018.

Durante el primer ejercicio anual bajo análisis, las ventas disminuyeron en un 3,7% de US\$45.998 millones a US\$44.294 millones debido a impactos negativos por fluctuaciones en el tipo de cambio y a impactos estructurales, relacionados con el refranchising de operaciones del embotellador Coca-Cola Refreshments en Norteamérica y de la operación de jugos en Rusia a socios embotelladores no consolidados. Por dicho motivo, las ventas reportadas bajo el segmento operativo BIG se redujeron notablemente a medida que se desconsolidaron las ventas reportadas por los embotelladores a sus clientes. La imposición del gobierno venezolano de una política gubernamental limitando el margen de ganancia obtenido en el país llevo también a esta variación negativa interanual, pues se redujeron las ventas netas provenientes del segmento operativo de Latinoamérica en un 5%. A su vez, el fortalecimiento (apreciación) del dólar americano, moneda en la cual la compañía consolida y reporta sus estados financieros, respecto de la mayor parte de las monedas en las que opera la compañía fueron la causante de una caída de las ventas netas totales en 2014 de casi el 2%.

La disminución de las ventas en 2015 en un 3,7% de US\$45.998 millones a US\$44.294 millones son adjudicables al fortalecimiento del dólar americano frente a monedas extranjeras tales como el Euro, la Libra, el Peso Mejicano, el dólar australiano y el Yen, que redujo las ventas netas consolidadas en un 7%. En contraposición, la adquisición de un embotellador en Sudáfrica y la finalización del acuerdo de distribución preferencial con Monster Beverage compensaron parcialmente el impacto negativo por diferencia de cambio.

En 2016, la caída en las ventas fue porcentualmente del 5,5% de US\$ 44.294 millones a US\$41.863 millones: el proceso de refranchising de embotelladores se aceleró y la compañía desconsolidó operaciones en embotelladores en Sudáfrica y Alemania, además de continuar con el proceso en Norteamérica que había comenzado en 2015. A su vez, en este mismo ejercicio, modificó el acuerdo de financiamiento con sus socios embotelladores en China, resultando en una caída de las ventas. Adicionalmente, la caída en ventas se propulsó por un impacto desfavorable del orden del 3% vinculado con fluctuaciones de tipo de cambio.

En 2017, la caída en las ventas fue la más pronunciada del periodo bajo estudio de US\$41.863 millones a US\$35.410 millones, lo cual representa una caída del 15,4%. En particular, el interés controlante que poseía Anheuser-Busch InBev en Coca-Cola Beverages Africa se transfirió a la compañía, por lo que sus resultados comenzaron a consolidarse en sus estados financieros, dentro del resultado extraordinario por actividades discontinuadas. En contraste, se desprendió de sus operaciones en embotelladores en China, que quedaron en manos de dos embotelladores locales.

Finalmente, en 2018 la facturación total disminuyó de US\$35.410 millones a US\$31.856 millones, continuando con la tendencia negativa, aunque disminuyendo a una tasa de decrecimiento menor del orden del 10%, debido a la desconsolidación de las operaciones de embotelladores en Latinoamérica y Canadá, parcialmente compensado por la adquisición de un interés mayoritario en embotelladores en Omán y Filipinas a Femsa. A su vez, al igual que en los ejercicios anteriores, las ventas netas consolidadas disminuyeron un 1% producto de las fluctuaciones en monedas extranjeras originarias de países en los que opera.

En pos de desafectar los estados financieros del impacto de factores que no están directamente relacionadas al negocio tales como adquisiciones o desconsolidaciones de operaciones y marcas (cambios estructurales), así como de fluctuaciones en los tipos de cambio (condiciones macroeconómicas circundantes), en el cuadro a continuación se distinguirá el porcentaje de crecimiento o decrecimiento “orgánico” del “inorgánico”. El crecimiento orgánico tiene que ver con la expansión del negocio a partir de las operaciones existentes de la firma, por un aumento del volumen de ventas o por la evolución positiva en el precio de ventas. Utilizando este criterio, se puede lograr la comparabilidad de los estados financieros a través de los años y evaluar la evolución del negocio principal de la compañía desafectado de los factores anteriormente mencionados.

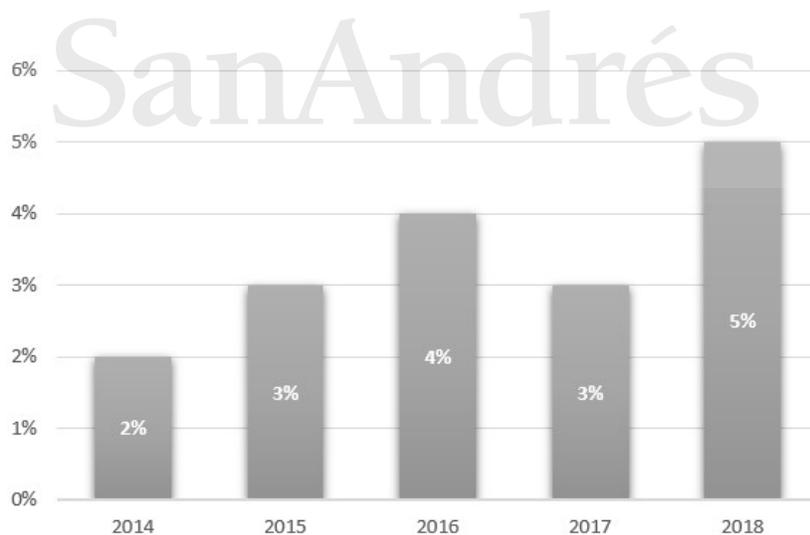
Tabla III - Crecimiento Orgánico vs. Crecimiento Inorgánico (en %)

Cambio en Ingresos Netos (%)	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Mix Precio Producto y Geografía</i>	1%	2%	3%	3%	2%
<i>Mayor Volumen</i>	1%	1%	1%	0%	3%
Crecimiento Orgánico en Ventas Totales	2%	3%	4%	3%	5%
Crecimiento Inorgánico en Ventas Totales (afectan comparabilidad)					
<i>Impacto adquisiciones/desconsolidaciones</i>	-2%	0%	-6%	-17%	-16%
<i>Tipo de cambio desfavorable</i>	-2%	-7%	-3%	-1%	-1%
<i>Cambios en Normativas Contables</i>	0%	0%	0%	0%	2%
Crecimiento Inorgánico	-4%	-7%	-9%	-18%	-15%
Crecimiento Total en Ventas Totales	-2%	-4%	-5%	-15%	-10%

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Como se puede observar en el Gráfico XXV debajo, el crecimiento orgánico en ventas totales tuvo una evolución positiva en los últimos 5 años sin excepción, alcanzando el pico en el ejercicio 2018. En contraste, el crecimiento inorgánico tuvo tasas anuales negativas en los 5 años bajo análisis, afectando el crecimiento total en ventas (Orgánico + Inorgánico) que siguió esta misma tendencia negativa en dicho periodo.

Gráfico XXV - Evolución de Ingresos Orgánicos

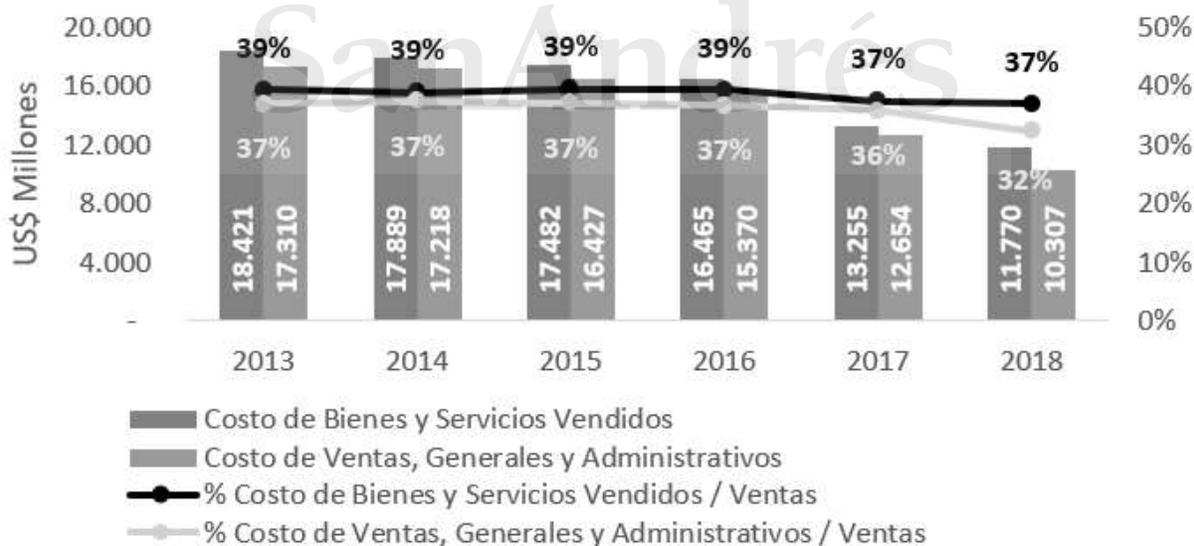


Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales 2014-2018.

La segunda línea en el estado de resultados que nos permite tener un entendimiento de la evolución del negocio es el “Costo de Bienes y Servicios vendidos”, es decir, todos aquellos costos directos atribuibles a la producción de bienes y servicios. La administración de la compañía menciona en sus estados financieros que dicho concepto está vinculado principalmente a materias primas como endulzantes, metales, jugos y PET (tipo de plástico muy usado en envases de bebidas). A su vez, los gastos relacionados con operaciones de cobertura mediante el uso de instrumentos derivados financieros para mitigar el riesgo asociado con la exposición al precio de estos commodities está contemplado en esta línea del Estado de Resultados.

Por otro lado, los “Gastos de Ventas, Generales y Administrativos” son la suma de todos los costos directos e indirectos que son costos fijos y no dependen de la cantidad producida, tales como gastos de marketing, gastos de comercialización y distribución, gastos de compensación basada en acciones, y gastos administrativos. El gráfico a continuación ilustra la evolución de los Costos de Bienes y Servicios vendidos (Costos Variables) y de los Gastos de Ventas, Generales y Administrativos (Costos Fijos).

Gráfico XXVI – Evolución de Costos Variables y Fijos (en % de Ventas y US\$ Millones)



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2013-2018.

Según se observa en el gráfico encima, tanto los Costos de Ventas como los Gastos de Comercialización, Generales y Administrativos tuvieron una evolución negativa en los últimos seis años. Los cocientes de estas variables respecto de las ventas se mantuvieron estables entre 2013 y 2016 aunque disminuyeron en 2017 y 2018, debido al impacto de la desconsolidación de las operaciones en embotelladores y a ahorros en gastos operativos por iniciativas de productividad.

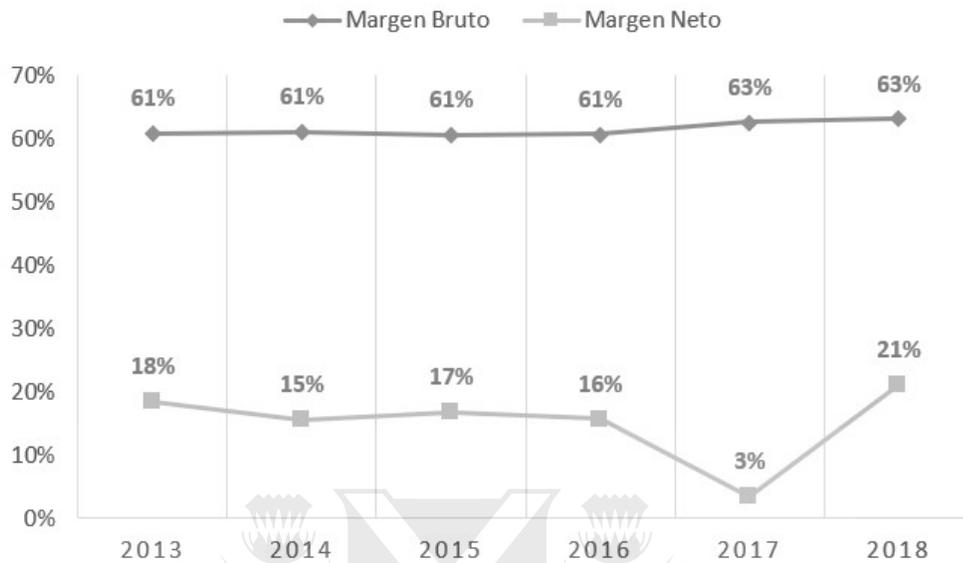
El Margen Bruto es un ratio financiero de rentabilidad que hace referencia a la diferencia entre el precio de venta y su costo de producción y representa el beneficio que reporta a actividad de la empresa antes de descontar otros gastos, gastos e ingresos financieros y tributos. Se calcula como un porcentaje sobre las ventas y cuanto mayor es su valor, en mejor posición esta la empresa para hacer frente al resto de los gastos mencionados.

El Margen Neto por otro lado permite medir la rentabilidad de la empresa computando cuanto beneficio neto obtiene la compañía por cada peso de ventas. A diferencia del margen bruto, toma en cuenta también otros desembolsos en comercialización, marketing, distribución, intereses e impuestos.

El gráfico XIX denota que el margen bruto se mantuvo relativamente estable desde 2012 hasta 2016 en un valor promedio de 60,5% y que posteriormente tuvo una leve mejoría en 2017 y 2018 alcanzando 63%.

Por el contrario, el margen neto se mantuvo menos estable durante los últimos 7 años, registrando una importante reducción en 2017 debido al impacto de US\$4,6 miles de millones en concepto de un pago extraordinario al agente recaudador de impuestos estadounidense (IRS) destinado a la repatriación de impuestos para así beneficiarse de la disminución de la alícuota impositiva del Impuesto a las Ganancias (Corporate Tax) del 35% al 21%.

Gráfico XXVII – Evolución de Margen Bruto y Margen Neto



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2013-2018.

Según ilustra el Gráfico XXVII, en 2018 el margen neto superó los niveles alcanzados hasta 2016 y alcanzó su valor máximo en 21% como resultado de la disminución observada en gastos operativos y costos de producción que están directamente vinculados a las reformas en la operación y estructura de la compañía por lo que en el largo plazo se podrían estabilizar en estos niveles de mayor rentabilidad.

A continuación, se analizará la evolución del Margen Operativo, que es un indicador financiero de rentabilidad que representa la capacidad que tiene la empresa de ser rentable por su operación, depurando efectos de factores exógenos al negocio tales como el nivel de impuestos o el apalancamiento financiero, por lo que es de utilidad para poder comparar empresas de distintas industrias.

Gráfico XXVIII – Evolución de EBIT (US\$ millones) y EBIT/Ventas (en%)

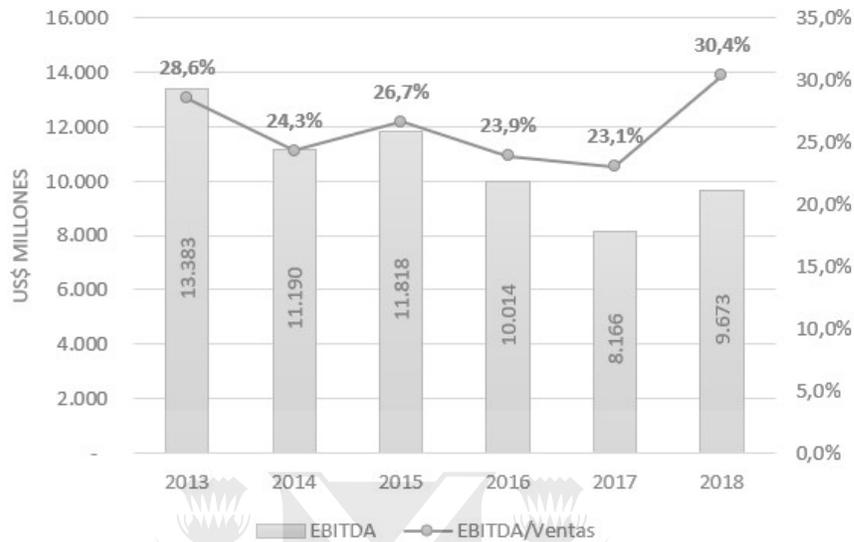


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2013-2018.

Según refleja el Gráfico encima, dicho indicador tuvo una evolución negativa desde 2013 hasta 2017, con excepción de 2015 cuando se incrementó levemente. No obstante, en el último ejercicio esta tendencia se revirtió: el EBIT pasó de US\$6.906 millones a US\$8.587 millones mientras que el cociente EBIT/Ventas paso de ser 19,5% a 27%. A pesar de que las ventas en 2018 se redujeron en un 10% en comparación al año anterior, el EBIT se redujo en menor proporción como resultante de que los Costos de Producción y Gastos Operativos cayeron proporcionalmente más que lo que lo hicieron las Ventas, en consecuencia, el cociente EBIT/Ventas aumentó significativamente.

El indicador EBITDA y su cociente EBITDA/Ventas observan un comportamiento similar durante los últimos 6 años, como ilustra el gráfico a continuación. Esto se debe a que, durante dicho periodo, la relación Depreciaciones y Amortizaciones sobre Ventas no tuvo grandes variaciones. El EBITDA, a diferencia del EBIT, depura el efecto de distintos sistemas de depreciación y amortización contable y no tiene en cuenta las inversiones productivas realizadas ni en el pasado ni en el periodo corriente.

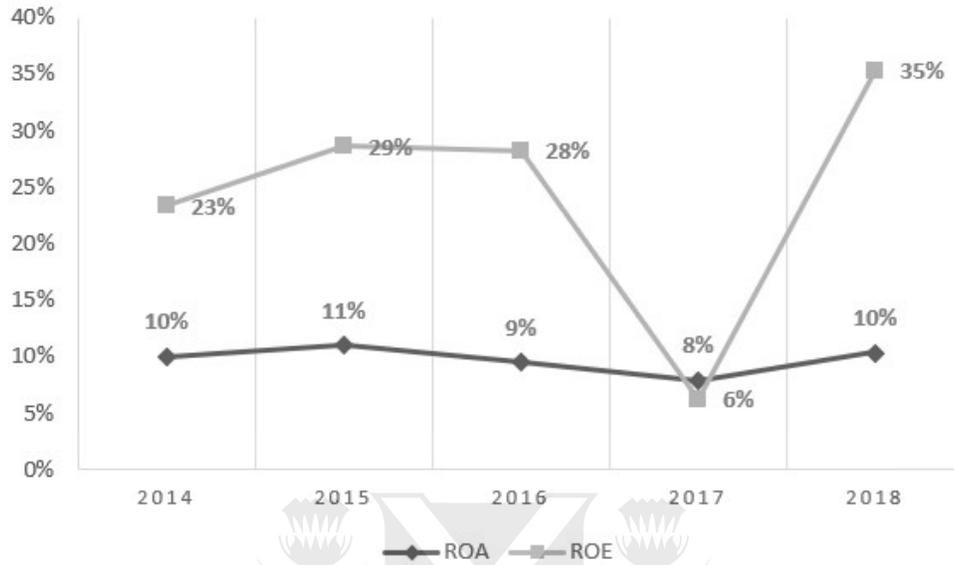
Gráfico XXIX – Evolución de EBITDA (US\$ millones) y EBITDA/Ventas (en %)



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2013-2018.

En pos de medir la eficiencia con la que la compañía genera ganancias con sus recursos existentes, se utilizó el indicador ROA (Retorno sobre Activos), calculado como el cociente de EBIT sobre Cantidad de Activos en el numerador en lugar de Ganancia Neta ya que el Total del Activo incluye activos financiados tanto por terceros como por accionistas mientras que la ganancia neta es el retorno únicamente del accionista, por lo que el EBIT, que depura el efecto del apalancamiento financiero, es más adecuado. El Gráfico XXX debajo ilustra la evolución del ROA que se mantiene relativamente estable en los últimos 5 años, en torno al 10%.

Gráfico XXX – Evolución de ROA y ROE (en%)



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Por su parte, el indicador financiero ROE que mide la rentabilidad del capital propio muestra una tendencia positiva en los últimos 5 años exceptuando el año 2017, cuyos resultado neto se encuentra afectado por cuenta del impacto de la baja en el resultado neto en dicho año por el pago de US\$4,6 miles de millones en concepto de un pago extraordinario al IRS para la repatriación de impuestos.

La tabla a continuación resume el análisis de Dupont, que permite examinar el rendimiento sobre el capital en distintas dimensiones: margen neto, rotación de activos y apalancamiento financiero. El crecimiento del ROE para Coca-Cola en los últimos años bajo estudio está explicado por el crecimiento del multiplicador del Patrimonio Neto lo cual indica que la compañía está utilizando más deuda para financiar sus compras de activos.

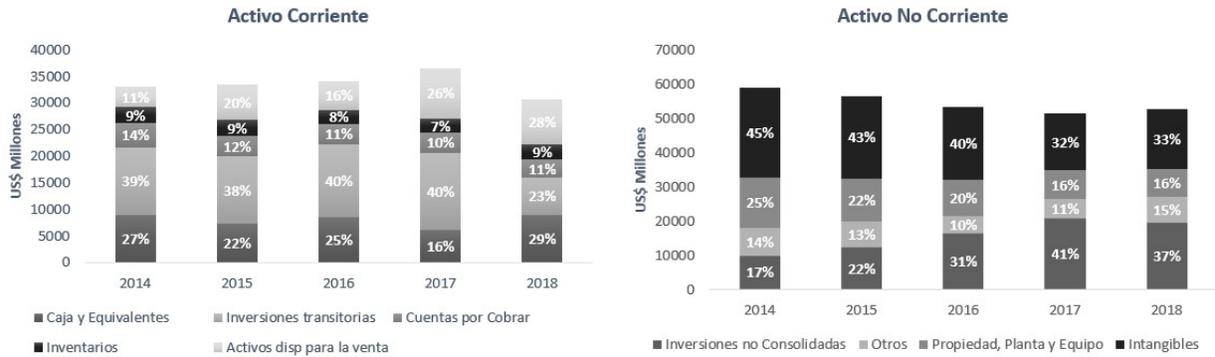
Tabla IV – Análisis DuPont

	Multiplicador del PN (Apalancamiento Financiero)	Margen Neto	Rotacion del Activo	ROE
2014	3,01	15,5%	0,50	23,3%
2015	3,49	16,6%	0,49	28,6%
2016	3,76	15,6%	0,48	28,2%
2017	4,63	3,3%	0,40	6,2%
2018	4,37	21,1%	0,38	35,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

La transformación antes mencionada de la compañía en lo que atañe a su estrategia tiene un impacto sobre la composición de su activo. En el gráfico a continuación se puede visualizar que, dentro del Activo Corriente, los rubros Cuentas por Cobrar e Inventarios se mantuvieron relativamente estables, mientras que, el rubro Activos disponibles para la Venta, tuvo una evolución positiva en los últimos 5 años con excepción de 2016, debido al proceso de venta de operaciones en embotelladores. Una vez que la compañía anuncia que avanzará con el proceso de venta, esos activos pasan a clasificarse como “disponibles para la venta” y su criterio de valuación contable pasa a ser el menor valor entre el de mercado y el de libros. Al cierre de 2018, la compañía aún estimaba desligarse de Coca-Cola Beverages Africa según menciona la administración en el Reporte Anual 2018 por lo que este rubro abarca todos los activos relacionados a CCBA. Por otro lado, en 2018 las inversiones transitorias que la empresa posee para sostener los gastos propios de la operación como parte de su capital de trabajo, tuvieron una caída en 2018 ya que la venta de este tipo de instrumentos realizables en un plazo mayor a 3 meses pero menor a un año fue mayor a la compra, por lo que aumentó el rubro caja, a fin de tener un excedente para afrontar las erogaciones que tiene la compañía como parte de su plan de expansión y adquisición de nuevas marcas y compañías, en particular, la compra de Costa Limited anunciada para principios de 2019.

Gráfico XXXI – Evolución de Activos



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

El activo no corriente por su lado está compuesto por tres principales rubros: Propiedad, Planta y Equipo; Intangibles e Inversiones no Consolidadas. Este último tuvo una evolución positiva durante los últimos 5 años producto de la adquisición de interés minoritario en compañías de bebidas líderes en categorías de alto crecimiento, tales como Monster Beverage Corporation en 2015 (energizantes); China Green (bebidas a base de semillas) y CHI Limited (té) en 2016 y BodyArmor (bebidas deportivas) en 2018.

En contraposición, el rubro Propiedad, Planta y Equipo experimentó una evolución inversa a medida que la compañía fue desprendiéndose de Inversiones en Embotelladores, cuya operación es más capital intensiva que la de la compañía : en 2016, el segmento operativo de Inversiones en Embotelladores representaba el 59% del total de las inversiones de capital, mientras que en 2018 fue de solo el 23,5%.

Por último, el rubro de Intangibles (principal rubro dentro del total del activo y la principal ventaja competitiva de la compañía) se divide en tres categorías: activos intangibles con vida definida sujetos a amortización, activos intangibles con vida indefinida no sujetos a amortización y goodwill. El goodwill es el resultado de las adquisiciones de otras compañías que hizo Coca-Cola a un precio que incluye una Prima en concepto de lo que no suele estar contemplado en el valor contable de sus estados financieros, por ejemplo, su trayectoria, sus recursos humanos, su relación con clientes, su propiedad intelectual y tecnológica.

Durante el transcurso de los últimos cinco años bajo análisis, este concepto se mantuvo estable juntamente con las Marcas Registradas de vida indefinida que también observaron estabilidad. En

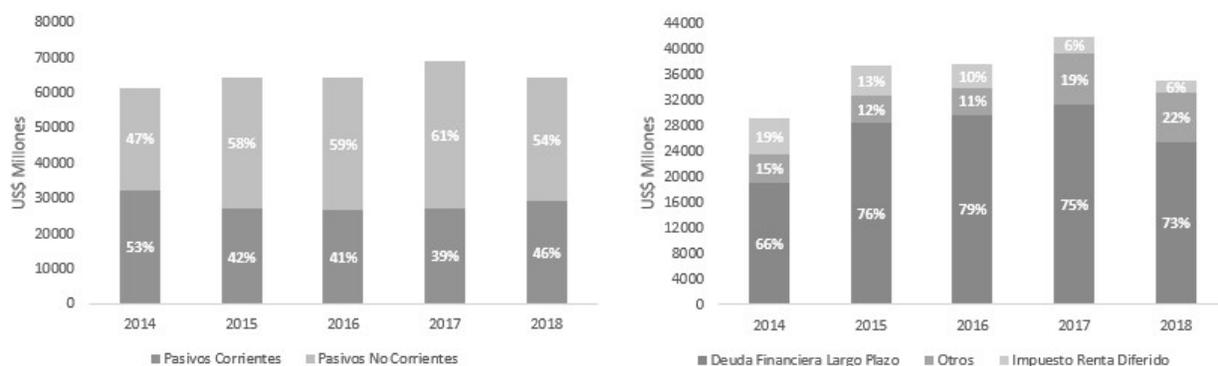
contraste, los derechos de franquicia sobre embotelladores con vida indefinida disminuyeron en forma sostenida como resultado de la venta a socios embotelladores de territorios donde la compañía anteriormente administraba el negocio de embotellado en Norteamérica, afectando negativamente al rubro Intangibles a nivel consolidado. Finalmente, las Marcas Registradas con vida indefinida se mantuvieron constantes.

Con respecto al Pasivo, la compañía mantuvo a nivel consolidado su nivel de endeudamiento sin variaciones significativas mediante el uso de mecanismos de refinanciación de sus pasivos o a través de la emisión de instrumentos de créditos.

Aquellos pasivos exigibles en un plazo menor a un año (corrientes) tuvieron una evolución negativa hasta 2017. En cambio, en 2018 aumentó el nivel de pasivo corriente producto del aumento del rubro de pasivos disponibles para la venta, (gracias a la inclusión de las obligaciones de Coca-Cola Beverages Africa, del mismo modo que del lado de los activos) y debido a que en 2018 vencieron títulos de Deuda Financiera de Largo Plazo por US\$4,997 millones, superior a 2017 (US\$3,298 millones) y a 2016 (US\$3,527 millones).

El Pasivo No Corriente es la suma de tres rubros: Deuda Financiera de Largo Plazo, Impuesto a la Renta Diferido y Otras Deudas, el cual tuvo un aumento extraordinario en 2017 en casi US\$4 miles de millones a causa del pago para la Repatriación de Impuestos por la Reforma Impositiva.

Gráfico XXXII – Evolución de Pasivos



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Por su parte, la Deuda Financiera de Largo Plazo es el rubro que ocupa la mayor proporción del Activo no Corriente. La Tabla V ilustra su composición al cierre de 2018, constituida por Notas emitidas en diversas monedas tales como euros, dólares y dólares australianos y con plazo de madurez hasta casi finales de siglo XXI totalizando los US\$ 25.364 millones (incluyendo aquellas que continúan en circulación y no fueron recompradas por KO).

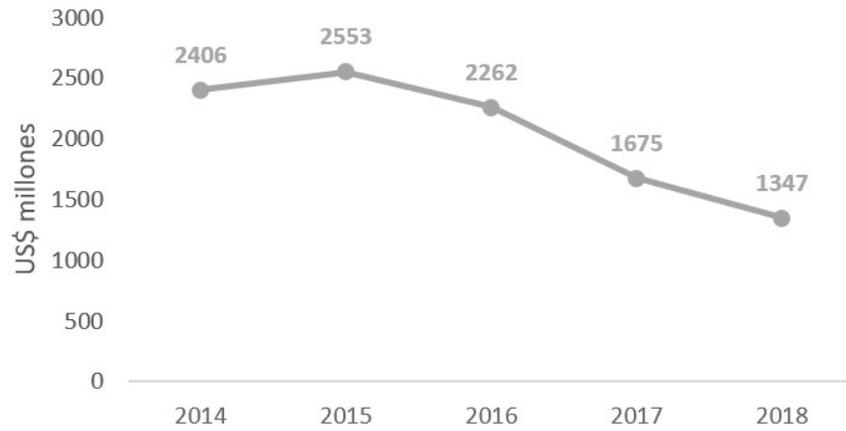
Tabla V – Composición Deuda Financiera Largo Plazo 2018

Deuda Financiera Largo Plazo (US\$ millones)	2018
<i>Notas US\$ - Hasta 2093 (tasa efectiva promedio ponderada 2.6%)</i>	\$ 13.619,00
<i>Debentures US\$ - Hasta 2098 (tasa efectiva promedio ponderada 5.2%)</i>	\$ 1.390,00
<i>Notas Cero Cupón US\$ - Hasta 2020 (tasa efectiva promedio ponderada 8.4%)</i>	\$ 163,00
<i>Notas AUS\$ - Hasta 2024 (tasa efectiva promedio ponderada 2.2%)</i>	\$ 723,00
<i>Notas € - Hasta 2036 (tasa efectiva promedio ponderada 0.6%)</i>	\$ 12.994,00
<i>Notas F - Hasta 2028 (tasa efectiva promedio ponderada 3.6%)</i>	\$ 1.128,00
<i>Otros - Hasta 2098 (tasa efectiva promedio ponderada 3.4%)</i>	\$ 282,00
<i>Ajustes fair value</i>	\$ 62,00
Total	\$ 30.361,00
(-) Deuda Financiera Corriente	\$ 4.997,00
Deuda Financiera de Largo Plazo	\$ 25.364,00

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2018.

En sintonía con el rubro Propiedad, Planta y Equipo, las inversiones en CAPEX muestran una tendencia decreciente desde 2015 a medida que la compañía fue desprendiéndose de embotelladores que requieren por la naturaleza de sus operaciones mayores inversiones en activos fijos. Como ilustra el Gráfico XXXIII a continuación, en 2018 el CAPEX fue un 44% menor que en 2014 (US\$1.347 millones y US\$2.406 millones respectivamente). Asimismo, en 2014 un 64,6% del gasto total en CAPEX correspondía al segmento operativo BIG, en contraposición a un 23,5% en 2018.

Gráfico XXXIII – Evolución de Inversiones en Bienes de Capital (CAPEX)

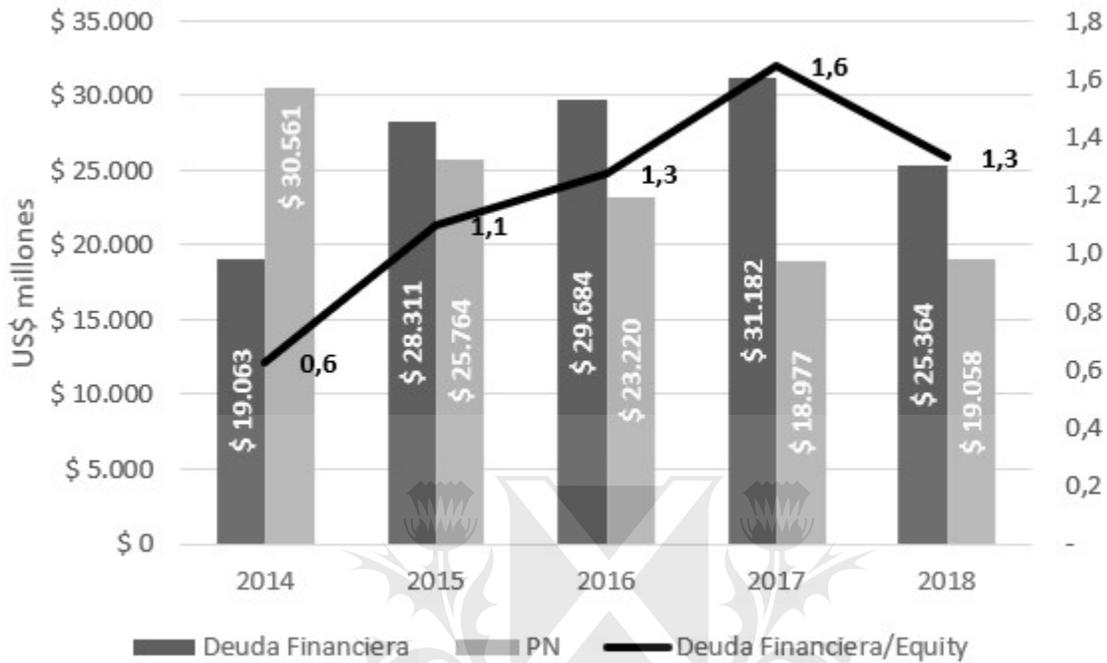


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

A fin de evaluar la estructura de capital y el apalancamiento financiero que posee la compañía para financiar su operación y sus proyectos, se observará a continuación la evolución de tres indicadores: la relación deuda financiera sobre equity; deuda neta sobre EBITDA y cobertura de intereses. El gráfico XXXIV ilustra que el primero de estos tres ratios, pasó de ser 0,6 en 2014 a 1,3 en 2018, lo cual significa que la compañía incrementó su apalancamiento financiero y que por cada dólar de patrimonio neto, hay 1,5 dólar de Deuda Financiera.

San Andrés

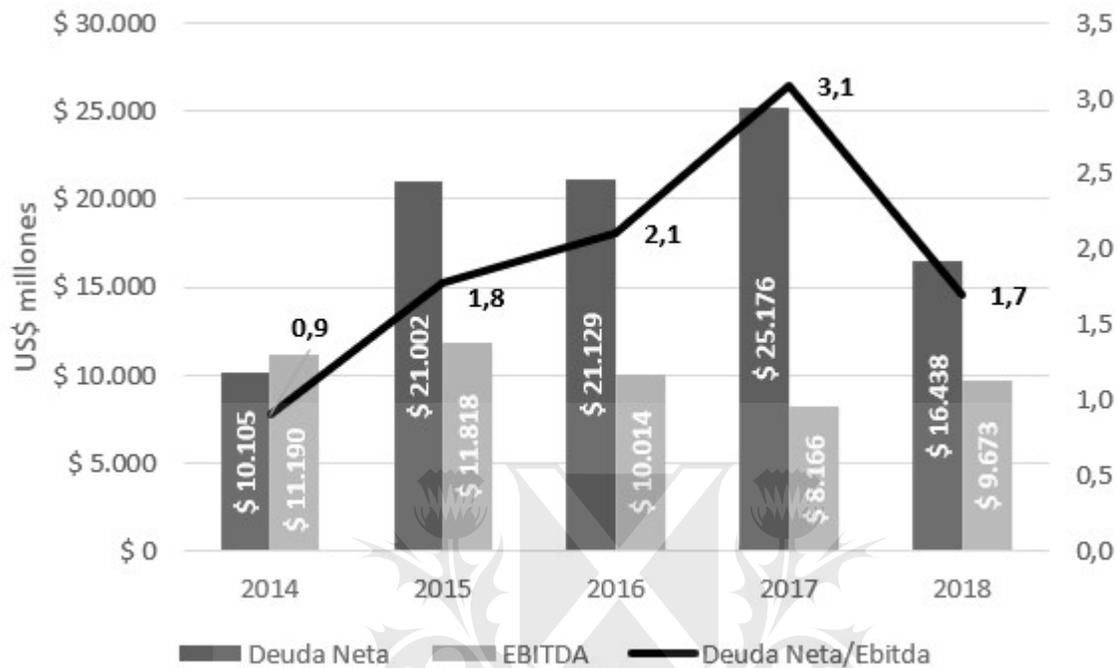
Gráfico XXXIV – Evolución de Deuda Financiera y Equity



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

La relación de la deuda financiera neta (de caja y equivalentes) mide la capacidad de una compañía de pagar la deuda incurrida. Como refleja el gráfico debajo, el ratio deuda neta sobre EBITDA paso de ser 0,9 en 2014 a 1,7 en 2018, debido al aumento en la deuda financiera neta.

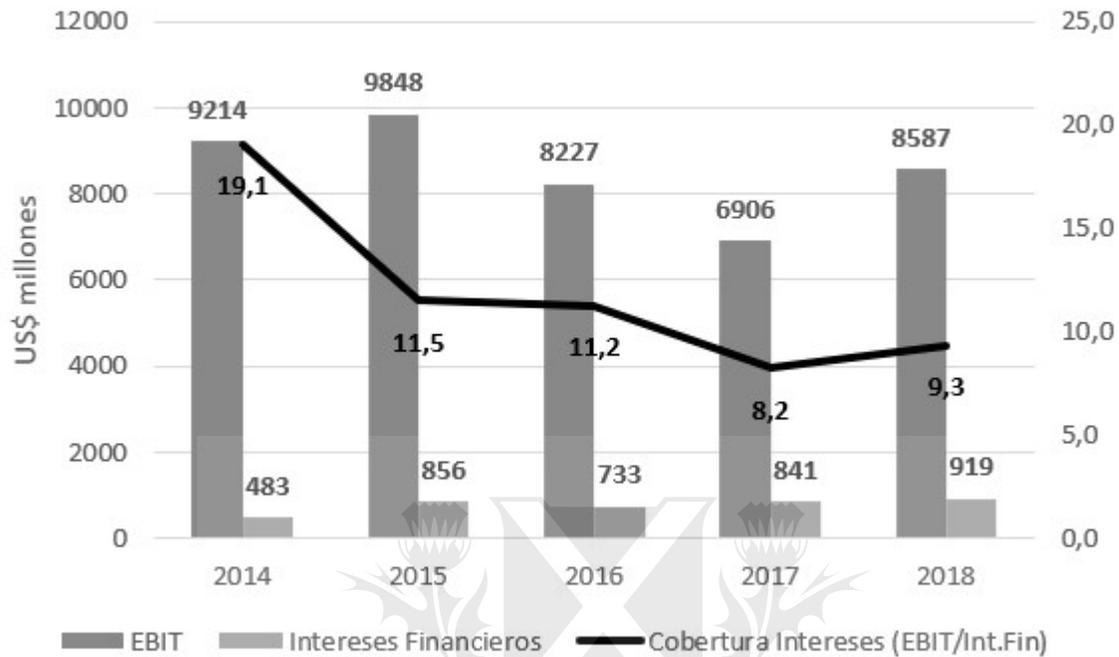
Gráfico XXXV – Evolución de Deuda Financiera Neta y EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Por último, se analizará la evolución de cobertura de intereses que indica cuántas veces el flujo de caja generado por el negocio es superior a la carga financiera que deberá pagar. Para el caso de Coca-Cola, pasó de ser 19,1 en 2014 a 9,3 en 2018 debido al incremento en los intereses financieros, lo cual revela que la empresa tiene un mayor apalancamiento financiero. No obstante, la compañía posee una gran capacidad de cobertura de intereses, por lo que su deuda es sostenible.

Gráfico XXXVI – Cobertura de Intereses



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Análisis de Ratios

Universidad de San Andrés

A continuación, se procederá a realizar el análisis de diversos indicadores financieros con el propósito de reflejar la evolución del comportamiento de la compañía en los últimos 5 años. A su vez, se realizará un análisis de benchmarking con cuatro competidores de la Industria para el último ejercicio, específicamente: PepsiCo Inc., Nestlé S.A., Keurig Dr. Pepper y Monster Beverage Corporation.

Con respecto a los indicadores de endeudamiento, que informan sobre la capacidad de pago de la compañía en el medio y largo plazo y de su solvencia, se observa que el Endeudamiento Financiero pasó de ser menor a 1 en 2014 a ser mayor a 1 en 2018, indicando que se invirtió la relación inicial en la que la Deuda Financiera era menor al Patrimonio Neto. No obstante, en términos de cobertura de intereses, la

compañía tiene una gran capacidad para afrontar el pago de intereses con los resultados que genera con su operación, pues el Resultados Antes de Impuestos e Intereses (EBIT) es más de 9 veces superior al nivel de Intereses Financieros en 2018. A pesar de que este último índice decreció a casi la mitad en comparación a 2014 de 19,1 veces a 9,3, la deuda permanece siendo sustentable para la compañía. El Nivel de Apalancamiento, por su parte, que relaciona el Nivel de Deuda Financiera con el total del Activo se mantuvo sin grandes variaciones en un promedio de 0,3, lo cual indica que la Deuda Financiera representa en promedio solo un 30% del capital total.

Es de vital importancia analizar la solvencia de las compañías ya que una deuda elevada podría poner en riesgo la continuidad de sus operaciones, mientras que un nivel de deuda bajo podría estar obstaculizando su capacidad de crecimiento en el largo plazo. A nivel Liquidez total, que compara el Total del Activo con el total del Pasivo, en los últimos 5 años se mantuvo una relación del 1,3 y por ende los Activos superaron en un 30% a los Pasivos. Si este fuera menor a 1, la firma tendría Patrimonio Neto Negativo, lo que atentaría contra su sustentabilidad.

Tabla VI – Evolución Ratios de Endeudamiento

Ratios de Endeudamiento	2014	2015	2016	2017	2018
Endeudamiento Financ. (D.Fin/PN)	0,6	1,1	1,3	1,6	1,3
Nivel Apalancamiento (D.Fin/A)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3
Cobertura Intereses (EBIT/Int.Fin)	19,1	11,5	11,2	8,2	9,3
Liquidez Total (Activo/Pasivo)	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Los Indicadores de Gestión enumerados en la Tabla VII miden el grado de liquidez y eficiencia con la que la firma administra sus recursos para llevar adelante la operación en lo que refiere a gestión de inventarios y de cuentas por cobrar y cuentas por pagar.

La relación Costo Fijo sobre Ventas también denominada “Apalancamiento Operativo” experimentó un descenso significativo desde 37,4% en 2014 a 32,4% 2018, como fue explicado anteriormente, gracias a iniciativas de productividad y a la reducción en tamaño del segmento operativo BIG, altamente intensivo en el uso del capital por su modelo de negocio.

Tabla VII – Evolución Ratios de Gestión

Ratios de Gestión	2014	2015	2016	2017	2018
Costo Fijo/Ventas	37,4%	37,1%	36,7%	35,7%	32,4%
Rotación de Activos	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Días de Inventarios	65,1	62,7	61,8	73,4	84,1
Días de Cobro	37,1	34,6	34,0	38,8	40,5
Días de pago (CMV en lugar de Compras)	191,9	197,2	212,3	251,1	274,1
Ciclo de Conversión de Caja	-89,8	-99,9	-117	-140	-150

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Por otro lado, el ciclo de conversión de caja que mide la eficiencia en la gestión de las cobranzas y los inventarios tuvo una evolución negativa durante los últimos cuatro años, lo cual es positivo ya que indica que el capital de trabajo, aunque siempre fue negativo, es cada vez más negativo. Dicha evolución es resultante de medidas de optimización en el capital de trabajo tales como el aumento del plazo de pago a 120 días posterior a la fecha de facturación y la disminución del término de cobranzas a 30 días a la emisión de la factura a embotelladores, por lo cual los proveedores pasaron a financiar la compra de inventarios y el saldo de las cuentas por cobrar. A pesar de que los Ratios de Gestión relacionados al activo como Días de Cobro (que indica el número de días que tardan en pagar los clientes en promedio) y Días de Inventario (que define el número de días en promedio que un producto permanece en almacenamiento antes de ser vendido) aumentaron, como se ilustra la Tabla VII, los Días de Pago (que muestra cuánto tarda en promedio la compañía en pagar las facturas de sus proveedores) aumentaron en mayor proporción.

Los indicadores financieros de rentabilidad miden el nivel de eficiencia en la utilización de los activos de la empresa con relación a la gestión de sus operaciones. Tanto la Rentabilidad del Capital (ROE) como el Margen Neto experimentaron cierta volatilidad, con mínimos en 2017 como resultado del impacto de la baja en el resultado neto en dicho año por el pago de US\$4,6 miles de millones en concepto de un pago extraordinario para la repatriación de impuestos. En cambio, el Índice ROA, que mide la rentabilidad del total de activos de la firma y se calculó como la relación entre el Resultado antes de Impuestos e Intereses (EBIT), se mantuvo estable en un promedio de 10% en los últimos 5 años. Como fue mencionado anteriormente, el Margen Bruto evidenció un leve crecimiento producto de la caída en los

costos de producción mientras que el cociente EBIT/Ventas aumentó significativamente de 20% en 2014 a 27% en 2018. En sintonía, el cociente EBITDA/Ventas observó un comportamiento similar aumentando 6 puntos porcentuales en 2018 respecto de su valor en 2014.

Tabla VIII – Evolución Ratios de Rentabilidad

Ratios de Rentabilidad	2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilidad Capital (RN/PN)	23%	29%	28%	6%	35%
Rentabilidad Activo (EBIT/A)	10%	11%	9%	8%	10%
Margen Neto (RN/V)	15%	17%	16%	3%	21%
Margen Bruto (RB/V)	61%	61%	61%	63%	63%
EBITDA/Ventas	24%	27%	24%	23%	30%
Rdo. Operativo (EBIT/Ventas)	20%	22%	20%	20%	27%

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual 2014-2018.

Comparación: Coca-Cola vs. Pares del Mercado

En esta sección, se compararán los indicadores de Rentabilidad, de Gestión y de Endeudamiento de la compañía con sus pares de Mercado en la Industria de Bebidas sin Alcohol para el ejercicio 2018. Los competidores seleccionados incluyen a PepsiCo Inc., Nestlé S.A., Keurig Dr. Pepper y Monster Beverage Corporation.

En lo que refiere a indicadores de Gestión, Coca-Cola supera a sus competidores en 2018 en materia de Ciclo de Conversión de Caja, pues sus plazos de pagos a proveedores son superiores (medido en una mayor cantidad de Días de Pago respecto de sus pares de mercado), aún teniendo la mayor cantidad de Días de Inventarios por amplia diferencia respecto de sus pares con 84 días de inventarios, lo cual indica que no es tan eficiente como el promedio de la industria en su manejo de stocks.

La proporción Costo Fijo sobre Ventas (su Grado de Apalancamiento Financiero) es superior a la de Monster Beverage Corporation, aunque inferior respecto del resto de las compañías bajo análisis, por ende, Coca-Cola posee una menor incidencia de Costos Fijos sobre sus Ventas y una mayor flexibilidad y

capacidad de adaptación a distintos escenarios macroeconómicos. Finalmente, KO posee una Rotación de Activos del 0,4 e inferior al resto de los jugadores de la industria incluidos en la Tabla IX, con excepción de Keurig Dr. Pepper cuyo Indicador es inferior y equivalente a 0,2: en términos relativos son menos eficaces en el uso de sus recursos para generar Ventas.

Tabla IX – Ratios de Gestión vs. Competidores

Ratios de Gestión	Coca-Cola	PepsiCo	Nestlé S.A.	Keurig Dr Pepper	Monster
	2018	2018	2018	2018	2018
Costo Fijo/Ventas	32%	39%	35%	35%	27%
Rotación de Activos	0,4	0,8	0,7	0,2	0,8
Días de Inventarios	84	38	73	52	64
Días de Cobro	41	40	46	40	45
Días de pago (CMV en lugar de Compras)	274	206	145	199	60
Ciclo de Conversión de Caja	-150	-128	-26	-107	50

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2014-2018.

En lo que refiere a indicadores financieros de rentabilidad, posee el ROE más alto (35%) después de PepsiCo, mientras que posee una menor Rentabilidad de Activos (10%) que dos de sus pares, PepsiCo (13%) y Monster (28%), aunque mayor que el resto de sus competidores. Sin embargo, es el más competitivo en términos de Margen Bruto con un 63% y se ubica en segundo lugar en términos de Margen Neto con un 21% después de Monster (26%). Idéntica situación a la mencionada con el Margen Neto se observa con los ratios EBITDA/Ventas y EBIT/Ventas.

Tabla X – Ratios de Rentabilidad vs. Competidores

Ratios de Rentabilidad	Coca-Cola	PepsiCo	Nestlé S.A.	Keurig Dr Pepper	Monster
	2018	2018	2018	2018	2018
Rentabilidad Capital (RN/PN)	35%	87%	18%	3%	28%
Rentabilidad Activo (EBIT/A)	10%	13%	10%	3%	28%
Margen Neto (RN/V)	21%	19%	11%	8%	26%
Margen Bruto (RB/V)	63%	55%	50%	52%	60%
EBITDA/Ventas	30%	20%	19%	23%	35%
Rdo. Operativo (EBIT/Ventas)	27%	16%	15%	16%	34%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2014-2018.

Según ilustra la Tabla XI debajo, posee un nivel de apalancamiento financiero similar a sus pares del orden del 30% (obviando a Monster Beverage Corporation, que posee un 10% de su capital total en forma de deuda financiera). Además, su nivel de cobertura de intereses se ubica por encima de PepsiCo y Keurig Dr. Pepper por lo que puede cubrir cómodamente sus obligaciones de intereses de deuda.

Tabla XI – Ratios de Endeudamiento vs. Competidores

Ratios de Endeudamiento	Coca-Cola	PepsiCo	Nestlé S.A.	Keurig Dr Pepper	Monster
	2018	2018	2018	2018	2018
Endeudamiento Financ. (D.Fin/PN)	1,3	1,9	0,7	0,6	0,1
Nivel Apalancamiento (D.Fin/A)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,1
Cobertura Intereses (EBIT/Int.Fin)	9,3	6,8	13,6	2,7	99
Liquidez Total (Activo/Pasivo)	1,3	1,2	1,7	1,9	4,5

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2014-2018.

Valuación por Flujo de Fondos Descontados

En esta última sección se calculará el valor intrínseco del capital accionario de la compañía en cuestión al cierre del ejercicio 2018, a través del método de Flujos de Fondos Descontados, (FFD o DCF). Para ello, se proyectarán los Flujo de Fondos Disponibles para la Firma para los próximos cinco años y un valor terminal que abarcará el lapso de tiempo comprendido entre el quinto año y el infinito, ya que a diferencia de compañías de recursos naturales que tienen una vida finita, Coca-Cola posee una perpetuidad.

A su vez, se estimará la tasa de descuento que refleje el costo de financiamiento de la compañía con la que se retrotraerán los flujos futuros a un valor presente que será la fecha de valuación según el principio de tiempo valor de dinero. Para ser congruente con el modelo de valuación elegido, utilizaremos la tasa WACC que tiene como premisa que la estructura de capital de la compañía se mantendrá estable a lo largo del tiempo. La sección de ratios de endeudamiento previamente analizada denota que Coca-Cola ha incrementado levemente la proporción de deuda con la que financia su activo, no obstante, no se proyecta que se modifique la estructura de capital en el futuro.

Dicha tasa pondera el Costo de la Deuda (K_d), es decir la tasa de interés que obtienen los acreedores como contraprestación por financiar a la compañía y el Costo del Capital Accionario (K_e) que simboliza la tasa esperada de retorno sobre los aportes de capital que realizan los accionistas y por los que reciben dividendos. Asimismo, contempla el ahorro impositivo generado por el pago de intereses financieros de la deuda con acreedores, denominado escudo fiscal.

El Flujo de Fondos a la Firma permite determinar el valor de la totalidad de la firma porque representa la cantidad de efectivo disponible después de afrontar las necesidades de reinversión del negocio para lograr el crecimiento incluyendo inversiones en bienes de Capital e Incremento en Capital de Trabajo. Este remanente es lo que puede distribuirse entre aquellos que han financiado el negocio, en particular, acreedores y accionistas. Matemáticamente, se parte del EBIT, se lo ajusta por los impuestos y por los conceptos contables que no implican erogaciones reales de dinero, tales como amortizaciones y depreciaciones y luego se descuentan las inversiones necesarias que surgen del curso regular de los negocios:

$$\begin{aligned}
& EBIT (1 - t) \\
& - Inversiones de Capital (CAPEX) \\
& + Depreciaciones y amortizaciones \\
& - Inversiones de Capital (CAPEX) \\
& - Incremento en el Capital de Trabajo \\
& = Flujo de Fondos Libres a la Firma
\end{aligned}$$

En pos de construir los Flujos de Fondos Libres a la Firma, se tomarán diversos supuestos para proyectar variables de negocio como el crecimiento en las ventas, los márgenes operativos y la cuota de mercado teniendo en cuenta no solo el historial reciente de la compañía, pero también su estrategia, el estado actual de la industria y las proyecciones de la economía.

Ventas

Dado que la compañía utiliza una segmentación de tipo geográfica para el reporte de sus estados financieros y que su crecimiento es la combinación de distintos niveles de crecimiento observados en las regiones en las que opera, se utilizará el crecimiento esperado para la Industria para los próximos cinco años para proyectar las Ventas. Esta información fue extraída de la Base de Datos Statista por Continentes y luego fue adecuada al sistema de reporte que posee la compañía en los cinco segmentos operativos anteriormente mencionados: LATAM, EMEA, APAC, NA y BIG, para el cual se tomó un promedio ponderado de los crecimientos en los respectivos países en los que la compañía aún mantiene inversiones en embotelladores y que se encuentran consolidados.

La premisa fundamental en términos de crecimientos de ventas es que la compañía acompañará el crecimiento proyectado de la industria en vista de que se espera que su cuota de mercado se mantenga estable en torno al 21% observado en 2018. Como fue mencionado anteriormente en la sección de análisis de industria y posicionamiento competitivo, su cuota de mercado tuvo una tendencia negativa durante los últimos años gracias a la aceleración del consumo de bebidas más saludables con menor contenido de azúcar y con ingredientes naturales, en detrimento de las bebidas gaseosas y azucaradas. No obstante,

Coca-Cola tiene una demostrada capacidad de adaptación a las mutaciones en las preferencias del consumidor, la cual fue demostrada en su pasado más inmediato por el cambio rotundo a nivel estratégico hacia una compañía total de bebidas. Asimismo, la compañía ha incursionado en segmentos de la industria con mayores niveles de crecimiento, lo cual le permitirán asegurarse de que la competencia no pueda convertir oportunidades de crecimiento en el corto plazo en ganancias significativas de cuota de mercado en detrimento del porfolio de bebidas de la Compañía.

En base a las proyecciones anuales que arroja Statista entre 2017 y 2021 para la Industria de Bebidas Sin Alcohol, se estimó la Tasa Anual Compuesta de Crecimiento (CAGR) para las variables Ventas y Volumen de Ventas y, por diferencia, se obtuvo el crecimiento de precios subyacente. Para obtener el CAGR consolidado de las Ventas de 5,1%, se llevó a cabo este análisis para todas las regiones y luego se lo ponderó por la participación de cada región en las Ventas de la compañía en el último ejercicio, pues se consideró que este es un reflejo acertado de cómo se repartirán los ingresos en el futuro, siendo que a dicho año el Segmento Operativo BIG solamente constituye un 12% del total de las Ventas.

Como puede observarse en la tabla a continuación, la tasa de crecimiento de la Industria de Bebidas Sin Alcohol es superior en países emergentes que en países desarrollados: es en estos países donde la compañía tiene más oportunidades de crecimiento en el largo plazo. Al mismo tiempo, es crítico que la compañía mantenga su cuota de mercado en regiones desarrolladas como Europa y Norteamérica pues las mismas se adjudican el 50% en la participación de los ingresos totales.

San Andrés

Tabla XII – Tasa Anual de Crecimiento Promedio Compuesta (CAGR) de Ventas Totales (orgánico)

Proyección	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	CAGR 2019-2023
Incrementos Ventas (Total)	5,2%	5,2%	5,2%	5,0%	5,0%	5,1%
Norteamérica	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Latinoamérica	8%	7%	7%	7%	7%	7%
EMEA	6%	6%	5%	5%	6%	6%
APAC	7%	7%	7%	7%	7%	7%
BIG	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Incremento en Precios (Total)	2,6%	2,1%	2,0%	1,7%	1,6%	2,3%
Norteamérica	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Latinoamérica	7%	7%	7%	6%	6%	7%
EMEA	3%	3%	2%	2%	3%	3%
APAC	3%	3%	3%	3%	3%	3%
BIG	4%	4%	3%	3%	3%	4%
Incremento en Volumen (Total)	2,6%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	2,8%
Norteamérica	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Latinoamérica	1%	0%	0%	0%	1%	1%
EMEA	3%	3%	3%	3%	3%	3%
APAC	3%	4%	4%	4%	4%	4%
BIG	5%	5%	6%	6%	6%	5%
Participación de Ingresos (Total)						100,0%
Norteamérica	37%	37%	37%	37%	37%	37%
Latinoamérica	13%	13%	13%	13%	13%	13%
EMEA	23%	23%	23%	23%	23%	23%
APAC	15%	15%	15%	15%	15%	15%
BIG	12%	12%	12%	12%	12%	12%

Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista – Consumer Market Outlook 2010-2023
Non-Alcoholic Drinks

La proyección sobre la tasa de crecimiento anual compuesta en las Ventas del orden del 5,1% hasta 2023 corresponde únicamente a la porción que refiere al crecimiento orgánico vinculado con la expansión del negocio a partir de las operaciones existentes de la firma, ya sea por un aumento del volumen de ventas o por un incremento en el precio de ventas. No obstante, como fue mencionado anteriormente, el crecimiento integral de las Ventas de la compañía se compone también del crecimiento inorgánico que está vinculado a diversos factores incluyendo el deterioro de los ingresos en dólares por tipos de cambios desfavorables, las modificaciones en normativas contables aplicables y el impacto por adquisiciones y desconsolidaciones de las operaciones del negocio.

Es importante distinguir cuáles de estos factores surten efecto en los resultados de la compañía temporariamente y cuáles son recurrentes y en consecuencia deberán ser contemplados para proyectar el crecimiento futuro en las ventas. Como premisa, los cambios en Normativas Contables como la ASC 606 asociada al Reconocimiento de los Ingresos Ordinarios y vigente desde el Primer Trimestre de 2018 se considerarán como extraordinarios por lo que se excluirán del cálculo. En lo que respecta al efecto por tipo de cambio, en vista de la gran exposición que tiene la compañía a fluctuaciones en el valor de las monedas extranjeras de los numerosos países en los que opera y ante el escenario continuado de debilitamiento de monedas extranjeras en los últimos años frente al fortalecimiento del dólar que resultó en un impacto negativo igual o mayor al 1% en el crecimiento de ventas de la compañía en los últimos años, se castigará esta variable en un punto porcentual.

Por último, dado que en el pasado reciente la suma resultante entre el impacto por adquisiciones y por desconsolidaciones de negocios tuvo un impacto negativo significativo en la tasa de crecimiento total de ventas de la firma, se excluirán estos conceptos para las proyecciones futuras. Cabe notar que las recientes adquisiciones que realizó la compañía no se tratan de una estrategia regular del negocio como es el caso de otras empresas de consumo masivo que hacen normalmente adquisiciones (a saber, Procter & Gamble), sino que tienen que ver con un cambio en su portafolio que no perdurará en el tiempo. La Tabla XIII abajo muestra la tasa CAGR de crecimiento nominal total esperada para las ventas de KO para el período 2019-2023, de 4,1% anual.

Tabla XIII – Tasa Anual de Crecimiento Promedio Compuesta (CAGR) de Ventas Totales

CAGR 2019-2023	CAGR por diferencia de cambio	CAGR 2019-2023 (Total)
5,1%	-1,0%	4,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2014-2018 y Base de Datos Statista Online, Consumer Market Outlook 2010-2023 (Non-Alcoholic Drinks)

Costo de Bienes y Servicios vendidos

Como fue mencionado anteriormente, el costo de ventas se compone principalmente de materias primas (endulzantes, metales, jugos y PET) y de los gastos relacionados con operaciones de cobertura mediante el uso de instrumentos derivados financieros para mitigar el riesgo asociado con la exposición al precio de estos commodities.

Según el análisis de la evolución histórica reciente de esta línea del estado de resultados, se observó que hubo una leve tendencia decreciente en los costos en los últimos dos ejercicios como resultado de la desconsolidación de las operaciones en una serie de embotelladores que, por su tipo de negocio, poseen un margen bruto menor. Se proyecta que el ratio costo sobre ventas se mantendrá en el orden del 36,9% en los próximos cinco años, en línea con lo observado en 2018, pues se espera que la participación del segmento operativo BIG se mantenga en los niveles actuales del 12% de participación sobre el total de las ventas. La predicción de los precios de los insumos que se utilizan en la fabricación de jarabes y bebidas están fuera del alcance del presente trabajo, por lo que la evolución histórica de este parámetro en relación a las ventas es el fundamento para el pronóstico futuro de los costos de bienes vendidos, en línea con la nueva estructura de la compañía y su estrategia de negocios de concentrarse en su core business: innovación y desarrollo, crecimiento del valor del portfolio de marcas icónicas y ejecución en el mercado.

Tabla XIV – Costos de Bienes Vendidos (% de Ventas Totales)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Costo de Bienes y Servicios Vendidos/Ventas	39,7%	39,3%	38,9%	39,5%	39,3%	37,4%	36,9%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2012-2018

Gastos de Ventas, Generales y Administrativos

Los Gastos de Ventas, Generales y Administrativos son la suma de todos los costos directos e indirectos que son costos fijos y no dependen de la cantidad producida, tales como gastos de marketing, gastos de comercialización y distribución, gastos de compensación basada en acciones, y gastos relacionados a la administración de la empresa. Por tal motivo, no deben ser proyectados en base a un porcentaje fijo sobre las ventas como el costo variable que si depende exclusivamente de la cantidad producida. En los Estados Financieros de 2018 la administración menciona que en dicho año fiscal se llevaron a cabo iniciativas de productividad a fin de minimizar la línea de gastos operativos, resultando en una optimización del margen operativo hacia 2018 de alrededor de cuatro puntos porcentuales sobre las Ventas. Se considera en este informe que los niveles de costos fijos de 2018, aunque fueron considerablemente menores a los anteriores, son sostenibles en el tiempo ya que forman parte de los nuevos lineamientos que la compañía ha implementado a partir de los cambios en el liderazgo ejecutivo con la llegada del nuevo Oficial Ejecutivo en Jefe (CEO), James Quincey y de la incorporación de políticas de gastos más estrictas de modo de hacer un uso eficiente de los recursos de la compañía, incitando a los asociados a gastar el dinero de la compañía como si fuera propio.

Ahora bien, dado que no se proyectará el nivel de Costos Fijos como un porcentaje fijo sobre las Ventas porque la naturaleza de su relación no es linealmente directa, se ajustarán anualmente de acuerdo con la evolución de los precios de mercado mayorista, minorista y de salarios para esta Industria partiendo de las cifras de 2018 que a pesar de situarse en su punto mínimo se espera que puedan mantenerse en estos niveles. La Base de Datos Statista Online que fue utilizada para la estimación futura de las Ventas también provee Indicadores Claves de Mercado que aportan una visión generalizada de las perspectivas sociales y económicas para la Industria de Bebidas Sin Alcohol, incluyendo su tasa de inflación relevante basada en fuentes como el Fondo Monetario Internacional e Institutos Nacionales de Estadísticas. La tasa promedio de inflación compuesta a nivel mundial que utilizaremos para ajustar anualmente los costos fijos de la compañía es del orden del 4,2%.

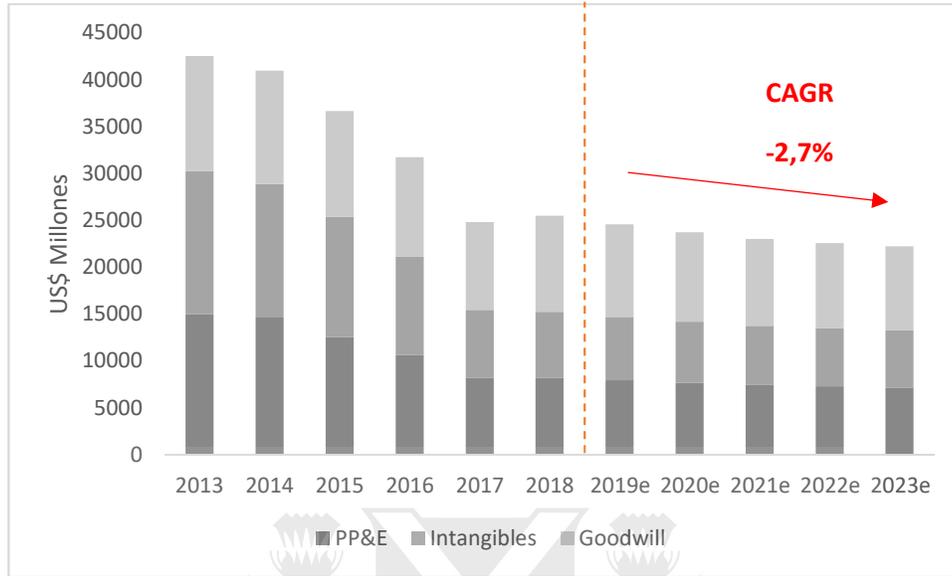
Inversiones de Capital, Depreciaciones y Amortizaciones

Con el fin de estimar los gastos en depreciaciones y amortizaciones que tendrá la empresa en los próximos 5 años, se deberán proyectar conjuntamente las Inversiones en Bienes de Capital y los Activos no Corrientes, pues los tres son conceptos interrelacionados.

Del total del Activo No corriente, se analizaron en particular las siguientes tres cuentas que tienen amortizaciones y depreciaciones: Valor Llave; Propiedades, Planta y Equipo e Intangibles. De acuerdo con la evolución histórica de estos tres rubros contables desde 2013 hasta 2018, el valor de la suma de estos siguió una tasa anual compuesta de decrecimiento igual a 2,7%, producto del impacto de factores como la desconsolidación de inversiones en embotelladores, parcialmente compensado por la reciente adquisición de firmas (y sus respectivas marcas, goodwill e instalaciones) de segmentos de bebidas en crecimiento en pos de modificar y diversificar el portafolio.

Se estima que esta tasa negativa del orden del 2,7% se sostendrá en el tiempo, principalmente impulsada por la optimización de los activos de la compañía (y la venta de aquellos que no sean prescindibles en la operación del negocio principal según los nuevos lineamientos del comité ejecutivo) así como las sinergias obtenidas en el mediano y corto plazo por la adquisición de nuevas firmas. Teniendo en cuenta que las sinergias son superiores en el plazo inmediatamente posterior al momento de adquisición de una firma, la tasa de caída irá disminuyendo en el transcurso de los próximos cinco años al siguiente ritmo: -3,5% en 2019 y 2020, -3,0% en 2021, -2,0% en 2022 y finalmente -1,5% en 2023. El gráfico a continuación ilustra su evolución histórica y proyección.

Gráfico XXXVII – Evolución Histórica y Proyección del Valor Llave, PP&E e Intangibles



Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Una vez proyectadas los rubros de Propiedad, Planta y Equipo, Intangibles y Goodwill se procederá a calcular las Depreciaciones y Amortizaciones utilizando el cociente histórico promedio entre ambos, del orden del 5% como refleja la Tabla XV debajo.

Tabla XV – Evolución Histórica del Ratio Amortizaciones y Depreciaciones sobre Activo no Corriente

Histórico	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
PP&E	\$ 14.967	\$ 14.633	\$ 12.571	\$ 10.635	\$ 8.203	\$ 8.232	
Intangibles	\$ 15.299	\$ 14.272	\$ 12.843	\$ 10.499	\$ 7.235	\$ 7.007	
Goodwill	\$ 12.312	\$ 12.100	\$ 11.289	\$ 10.629	\$ 9.401	\$ 10.263	
Total	\$ 42.578	\$ 41.005	\$ 36.703	\$ 31.763	\$ 24.839	\$ 25.502	
Dep&Amort	1.977	1.976	1.970	1787	1260	1086	
Ratio	4,6%	4,8%	5,4%	5,6%	5,1%	4,3%	5,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Aplicando el ratio histórico promedio a la estimación de las cuentas del Activo no Corriente, se hallan los valores estimados para las cuentas de Depreciaciones y Amortizaciones como ilustra la Tabla XVI a continuación.

Tabla XVI – Proyección de Amortizaciones y Depreciaciones (US\$ Millones)

Proyectado	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
PP&E	\$ 7.944	\$ 7.666	\$ 7.436	\$ 7.287	\$ 7.178
Intangibles	\$ 6.762	\$ 6.525	\$ 6.329	\$ 6.203	\$ 6.110
Goodwill	\$ 9.904	\$ 9.557	\$ 9.270	\$ 9.085	\$ 8.949
Total	\$ 24.609	\$ 23.748	\$ 23.036	\$ 22.575	\$ 22.236
Dep&Amort	\$ 1.222	\$ 1.179	\$ 1.144	\$ 1.121	\$ 1.104
Ratio	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Haciendo uso de esta misma metodología se proyectaron las Pérdidas por Deterioros de Activos de naturaleza análoga a las depreciaciones y amortizaciones ya que en los últimos 6 años representaron un gasto de un promedio de 2,5% del total del Activo no Corriente. Las Tablas XVII y XVIII ilustran la evolución histórica de la proporción de las Pérdidas por Deterioros de Activos y su Proyección anual desde 2019 hasta 2023, respectivamente.

Tabla XVII – Evolución Histórica del Ratio Pérdidas por deterioro de Activos sobre Activo no Corriente

Histórico	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Activos no Corrientes	\$ 58.751	\$ 59.037	\$ 56.601	\$ 53.260	\$ 51.351	\$ 52.582	
Pérdidas por deterioro de activos	\$ 895	\$ 1.183	\$ 1.657	\$ 1.371	\$ 1.902	\$ 1.079	
Ratio	1,5%	2,0%	2,9%	2,6%	3,7%	2,1%	2,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Tabla XVIII – Proyección de Pérdidas por deterioro de Activos (US\$ Millones)

Proyectado	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Activos no Corrientes	\$ 51.425	\$ 50.294	\$ 49.187	\$ 48.105	\$ 47.047
Perdidas por deterioro de activos	\$ 1.267	\$ 1.239	\$ 1.212	\$ 1.185	\$ 1.159
Ratio	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Finalmente, se verificó la relación histórica entre el CAPEX y el nivel de Ventas Totales de la compañía con periodicidad anual. El CAPEX se mantuvo estable alrededor del 5,1% sobre el total de las Ventas para los últimos 5 años bajo análisis, como denota la tabla XIX debajo.

Tabla XIX – Evolución Histórica del CAPEX sobre Ventas (en %)

Histórico	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Ventas	\$ 46.854	\$ 45.998	\$ 44.294	\$ 41.863	\$ 35.410	\$ 31.856	
CAPEX	\$ 2.550	\$ 2.406	\$ 2.553	\$ 2.262	\$ 1.675	\$ 1.347	
Ratio	5,4%	5,2%	5,8%	5,4%	4,7%	4,2%	5,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Teniendo en cuenta esta proporción y la proyección de las Ventas Totales Futuras para los próximos 5 años, se estiman los gastos anuales de CAPEX que deberá hacer la compañía para mantener su operación andando y para acompañar su crecimiento, según se observa en la siguiente tabla. Para 2019, la estimación resultante es que la compañía destinará US\$1.704 millones a Activo Fijo y otras Inversiones de Capital, mientras que en el Reporte Anual 10K, la administración sostiene que se espera invertir US\$ 2 miles de millones para 2019 debido a la adquisición de un interés controlante en las cuatro plantas embotelladoras en Filipinas a FEMSA y a la futura consolidación de Costa Limited en Enero 2019. Esta cifra representa proporcionalmente un plus de 1% sobre las Ventas proyectadas para la compañía para el 2019 (6,1% en lugar del 5,1% estimado). Aun así, se sostendrá el supuesto dado que se estima que

se compensará con menores fondos requeridos por estas mismas inversiones para los años subsiguientes una vez que se adquiera la tecnología necesaria y se optimicen las operaciones.

Tabla XX – Proyección de CAPEX (US\$ Millones)

Proyectado	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Ventas	\$ 33.204	\$ 34.586	\$ 36.029	\$ 37.458	\$ 38.939
Ratio	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
CAPEX	\$ 1.704	\$ 1.775	\$ 1.849	\$ 1.923	\$ 1.999

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Capital de Trabajo

El capital de trabajo es el diferencial entre el activo corriente operativo, es decir, cuentas por cobrar e inventarios (también incluye una porción de la caja que se requiere para mantener el negocio en marcha, pero para el presente reporte se asumirá que toda la caja es exceso de caja) y el pasivo corriente operativo equivalente a la cuenta proveedores.

Típicamente la necesidad de capital de trabajo aumenta con las ventas ya que se requieren más cuentas a cobrar, stocks y cuentas por pagar a medida que el negocio se expande. Para proyectar este concepto, se hizo un promedio de los últimos cinco años de la relación de Activo Corriente sobre las Ventas y del Pasivo Corriente sobre el Costo de Mercadería Vendidas. Como fue demostrado en la sección de análisis de ratios de gestión, en los últimos 5 ejercicios anuales, el ciclo de conversión de caja se volvió cada vez más negativo producto de medidas de optimización en el capital de trabajo. Se advierte que estas mejoras en el capital de trabajo no se pueden extender en el largo plazo ya que una vez que se vuelve más eficiente la gestión de cobranzas, inventarios y pago, la evolución del capital de trabajo debería guardar una relación lineal proporcional con el aumento de las ventas.

Según denota la Tabla XXI a continuación, el Activo Corriente operativo representó en promedio un 17% sobre el total de Ventas mientras que la relación Cuentas por Pagar sobre Costo de Mercadería

Ventas fue en promedio 61%. Una vez estimados dichos activos y pasivos y el correspondiente Capital de Trabajo anual, se proyectó la variación en el Capital de trabajo por diferencia interanual.

Tabla XXI – Evolución Histórica del Activo Corriente y Pasivo Corriente

Histórico	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Average
Cuentas por Cobrar	\$ 4.873	\$ 4.466	\$ 3.941	\$ 3.856	\$ 3.667	\$ 3.396	
Inventarios	\$ 3.277	\$ 3.100	\$ 2.902	\$ 2.675	\$ 2.655	\$ 2.766	
Total	\$ 8.150	\$ 7.566	\$ 6.843	\$ 6.531	\$ 6.322	\$ 6.162	
Ventas		\$ 45.998	\$ 44.294	\$ 41.863	\$ 35.410	\$ 31.856	
Ratio		16%	15%	16%	18%	19%	17%
Cuentas por Pagar	\$ 9.577	\$ 9.234	\$ 9.660	\$ 9.490	\$ 8.748	\$ 8.932	
COGS		\$ 17.889	\$ 17.482	\$ 16.465	\$ 13.255	\$ 11.770	
Ratio		52%	55%	58%	66%	76%	61%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018

Valor Terminal

El valor terminal o valor horizonte representa el flujo de fondos esperado de la firma posteriormente al periodo de tiempo explícitamente proyectado desde 2019 hasta 2023. Los siguientes parámetros sirvieron como fundamento para el cálculo de este valor:

- ❖ Flujo de fondos disponible de la compañía en el año 2023
- ❖ Tasa de descuento que será equivalente a la utilizada para descontar los flujos de los próximos 5 años (el costo promedio del capital, en mayor detalle en las hojas que siguen).
- ❖ Tasa de Crecimiento a perpetuidad “g” del orden del 3,5% (cómputo en siguiente sección).

Tasa de crecimiento de Largo Plazo

A fin de estimar la tasa a la cual se proyecta que la firma crezca a perpetuidad, se analizaron las tasas de crecimiento esperadas de las regiones en las que opera la compañía que se encuentra dividida en cinco segmentos operativos. Considerando que las tasas de crecimiento reales y las tasas de inflación de las diversas regiones son disimiles, es de vital importancia examinarlas autónomamente y luego ponderarlas por la participación de dicha región en los ingresos de la compañía, valiéndose de una metodología idéntica a la empleada para alcanzar el valor futuro de las ventas hasta 2023.

Del reporte World Economic Outlook publicado en abril 2019 por el Fondo Monetario Internacional (IMF - International Monetary Fund) se obtuvieron las tasas de crecimiento reales del Producto Bruto Interno y las tasas de inflación proyectadas para cada región. Luego, se llevaron las tasas reales de crecimiento a nominales, mediante el uso de la Fórmula de Fisher, a saber:

$$(1+ir)*(1+\pi)=(1+in)$$

Donde,

ir = tasa de interés real

in = tasa de interés nominal

π = tasa de inflación

La Tabla XXII ilustra el resultado de este ejercicio que arroja una tasa de crecimiento nominal a perpetuidad del orden del 5,5% para la compañía.

Tabla XXII - Tasa Anual Promedio de Crecimiento a Perpetuidad (en %)

Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)	100%
Participación en Ventas Totales	100%
Norteamérica	36,7%
Latinoamérica	12,7%
EMEA	22,8%
APAC	15,4%
BIG	12,4%
Tasa de Crecimiento Esperada Economía (PBI)	
Norteamérica	3,4%
Latinoamérica	6,8%
EMEA	4,7%
APAC	8,2%
BIG (Africa+Asean)	8,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2013-2018 y a World Economic Outlook (FMI-abril 2019)

No obstante, se utilizará una tasa del 3,5% ya que se pronostica que la tasa de crecimiento de la industria (que se mantuvo en niveles superiores a 5 en los últimos años) no acompañará en igual dimensión al crecimiento de la economía ya que se encuentra en una etapa de madurez y con fuerte competencia.

Tasa de Descuento

Una vez construidos los Flujos Libres a la Firma y el Valor Terminal debemos calcular la tasa de descuento con el propósito de traer los flujos futuros a valor presente. Como fue anticipado anteriormente, se utilizará el costo promedio ponderado del capital (WACC), matemáticamente definido como:

$$WACC = Kd * \frac{D}{D + E} * (1 - t) + \frac{E}{D + E} * Ke$$

Donde:

K_d es el costo de la deuda (antes de impuestos);

K_e es el costo del capital accionario;

t es la tasa de impuesto a las ganancias;

D es el valor de mercado de la Deuda;

E es el valor de mercado del capital accionario.

Costo de la Deuda

El costo de la deuda (K_d) representa el sacrificio financiero de tomar prestados fondos para financiar los activos de la firma y sus proyectos. Su magnitud depende positivamente del nivel de tasas de interés de mercado y del riesgo de default de la firma, mientras que negativamente del nivel de impuestos, ya que un mayor nivel de impuestos incrementa el escudo fiscal producto de los ahorros impositivos de los intereses financieros que devenga la deuda. La deuda de largo plazo de la firma permite desasnar el costo de financiamiento al que está sujeto Coca-Cola.

La tabla a continuación incluye un listado de bonos emitidos por la compañía que cotizan en el mercado, denominados en dólares estadounidenses. Para obtener el costo de la deuda, se tomó el rating crediticio que posee la firma a la fecha de la valuación: de acuerdo con sus Estados Financieros a diciembre de 2018 la deuda de largo plazo mantenía una calificación de "A+" (Standard & Poor's) y de "A1" (Moody's), la cual coincide con la calificación subyacente de los bonos listados en la Tabla XXXIII. Según la fuente Compustat, dicho rating se corresponde con un spread del 1,5% que sumado a la Tasa Libre de Riesgo que utilizamos en el presente informe del orden del 2,69%, alcanza un valor de 4,19%. En consecuencia, se considera que la tasa del 4,19% es la más representativa del costo de la deuda de la firma a diciembre de 2018 y será la elegida en el cómputo del WACC.

Tabla XXIII - Bonos emitidos por la compañía en US\$

ISIN	Moneda	Tasa Cupón	Volumen	Fecha Cancelación	Calificación Moody's
US191216AV26	US\$	3,30%	1.324.080.000	1/9/2021	A1
US191216CN81	US\$	2,95%	1.000.000.000	3/25/2025	A1
US191216CR95	US\$	3,38%	1.000.000.000	3/25/2027	A1
US191216CE82	US\$	2,90%	500.000.000	5/25/2027	A1
US191216CT51	US\$	3,45%	1.250.000.000	3/25/2030	A1
US191216CV08	US\$	1,65%	1.500.000.000	6/1/2030	A1
US191216CP30	US\$	2,56%	500.000.000	3/25/2040	A1
US191216CW80	US\$	2,50%	1.000.000.000	6/1/2040	A1
US191216CQ13	US\$	4,20%	1.250.000.000	3/25/2050	A1
US191216CX63	US\$	2,60%	1.500.000.000	6/1/2050	A1
US191216CY47	US\$	2,75%	1.000.000.000	6/1/2060	A1

Fuente: Elaboración propia en base a Market Insider.

Costo del Capital Propio

Se optó por el modelo CAPM para el cálculo del costo del capital accionario por sobre otros modelos como el "Arbitrage Pricing Theory" y el modelo de "Fama-French" que tienen un mayor grado de subjetividad. Matemáticamente, según tal modelo la rentabilidad del accionista es equivalente a:

$$Ke = Rf + \beta * MRP$$

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Donde:

MRP es el Market Risk Premium;

Rf es la tasa libre de riesgo;

β es el riesgo sistemático del capital propio;

Rm es el riesgo de mercado.

A pesar de que la compañía objeto de este reporte genere una porción significativa de sus flujos en economías emergentes, no se agregará una prima adicional por riesgo país, pues se considera que este riesgo puede ser diversificado.

En los títulos que siguen se detalla la estimación de la suma de variables necesarias para el cálculo del costo de capital accionario; a saber, la tasa libre de riesgo (Rf), Beta (β) y la prima de riesgo mercado (MRP).

Tasa libre de riesgo

La Tasa libre de riesgo es por definición un activo en el cual el inversor tiene certidumbre respecto del retorno esperado para el horizonte de tiempo bajo análisis y debe cumplir ciertos requisitos, a saber: no debe existir riesgo de reinversión (por lo que no pueden existir flujos de pagos intermedios anteriores a su vencimiento), ni riesgo de incumplimiento o default y debe guardar consistencia con los flujos de fondos en términos de su moneda de emisión. A su vez, si los flujos fueron estimados en términos nominales, debe ser una tasa nominal.

La tasa libre de riesgo que será utilizada será la tasa interna de retorno de las notas del Tesoro Estadounidense a diez años (DGS10) emitida a la fecha del ejercicio de valuación del presente reporte, 31 de diciembre de 2018. Según FRED, la tasa spot a dicha fecha se ubicaba en torno al 2,69%. Esta tasa cumple con los requisitos anteriormente enumerados pues tiene un alto índice de liquidez, es cero cupón y al ser emitida por un gobierno considerado solvente, su riesgo de default es el mínimo posible. Además, su moneda de emisión en dólares estadounidenses y su duración de 10 años al vencimiento guardan correspondencia tanto con la moneda de emisión como con la duración de los flujos de fondos de la inversión evaluada.

Tabla XXIV - Tasa Libre de Riesgo

<i>31/12/2018</i>	
Tasa Libre de Riesgo	2,69%

Fuente: Elaboración propia en base a FRED.

Prima por riesgo de mercado

La prima de riesgo de mercado cuantifica el retorno adicional que solicita un inversor en promedio por colocar su dinero en una inversión riesgosa, en este caso, el portafolio de mercado en lugar de una inversión libre de riesgo.

Dentro de la práctica financiera, existen tres metodologías alternativas para calcular dicha prima según enumera Damodaran dentro de su extensa bibliografía en materia de Finanzas Corporativas, a saber: prima de riesgos históricas, implícitas o encuestas a profesionales del mercado.

La prima de riesgo basada en información histórica, de aplicación para el ejercicio de valuación del presente informe, tiene como premisa fundamental que la Prima de Riesgo de Mercado “forward-looking” tiende a su valor promedio histórico. La siguiente metodología en orden sugiere que la prima se obtiene implícitamente de información de mercado y es de gran utilidad en escenarios atípicos de la evolución de los mercados financieros como un fenómeno de Cisne Negro o una crisis financiera dado que la Prima de Riesgo de Mercado no tendrá una reversión gradual a su valor histórico. Por último, las encuestas a analistas e inversores sobre sus expectativas de mercado son, como todo ejercicio de benchmarking, convenientes para validar las cifras obtenidas.

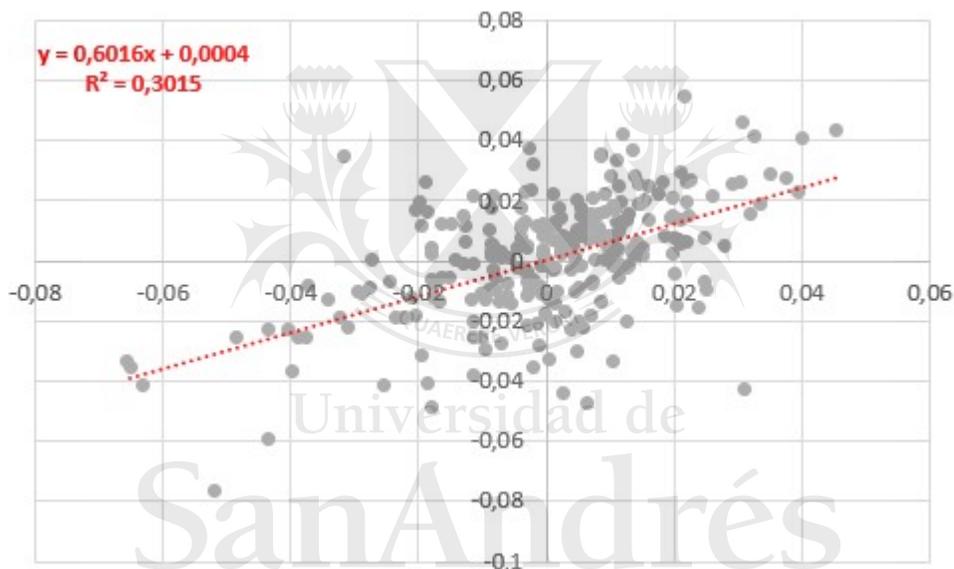
Para el cómputo de la prima de riesgo de mercado histórica se utilizó el promedio geométrico de los retornos anuales del Índice MSCI considerado el más representativo de la economía mundial. A fin de minimizar el error de estimación y de reflejar en el cálculo los altibajos del mercado y los diversos eventos económicos, se definió como periodo para el cálculo de los retornos históricos los últimos 10 años. El promedio geométrico arrojó como resultado una prima de riesgo de mercado histórica equivalente al 10,29%, a la cual se le sustrajo la tasa libre de riesgo de 2,69% para así obtener una prima por riesgo de mercado igual a 7,60%.

Beta

Para el cálculo del riesgo sistémico del capital propio que mide la variabilidad en el precio de la acción respecto del retorno promedio de un portafolio representativo del mercado, se elaboró una regresión lineal entre los rendimientos históricos semanales de la acción de Coca-Cola y los rendimientos

históricos de igual periodicidad y durante idéntico periodo de tiempo del índice MSCI. Este ejercicio se realizó para los últimos tres, cinco y siete años y el resultado arrojado por la regresión lineal simple fue menor a 1 de acuerdo con lo esperado en virtud de la baja ciclicidad y discrecionalidad de la industria de bebidas. La regresión lineal simple para los últimos 5 años arrojó un coeficiente Beta equivalente a 0,60 como ilustra la pendiente de la recta del gráfico XXXVIII debajo: cuando los retornos del mercado varían en un 1%, los retornos de KO varían en una proporción menor del orden del 0,6%. En consecuencia, la volatilidad de KO es significativamente menor que la volatilidad del mercado.

Gráfico XXXVIII – Regresión Lineal Simple entre KO y MSCI (2014-2018)



Fuente: Elaboración propia según datos obtenidos de Yahoo Finance.

El coeficiente de determinación R^2 que muestra el gráfico mide la bondad del ajuste del modelo para explicar la variable bajo análisis. El estadístico resultante tuvo un valor relativamente bajo: solo el 30% del riesgo de Coca-Cola medido en términos de varianza en los retornos de la acción está explicado por los movimientos de mercado. El 70% restante está asociado al riesgo intrínseco de la firma y es diversificable, representado por los puntos dispersos alrededor de la línea de tendencia del gráfico encima.

Con el propósito de validar los resultados arrojados por la regresión lineal se realizó el mismo ejercicio sobre los retornos semanales de los últimos 3 y 7 años y los coeficientes resultantes obtenidos fueron similares: 0,60 y 0,61 respectivamente.

Finalmente, el coeficiente beta equivalente a 0,60 que utilizaremos para el cómputo del costo del capital resultante de la regresión lineal simple para los últimos 5 años se contrastó con la Beta de la Industria de Bebidas sin Alcohol, que según la consultora de research financiero independiente Zacks es equivalente a 0,81, como ilustra la tabla debajo.

Tabla XXV – Beta vs Beta Industria

	Beta TCCC (5 años)	Beta Industria (Zacks)
Beta	0,60	0,81

Fuente: Elaboración propia según Zacks y Yahoo Finance.

A pesar de ser inferior, la estimación del coeficiente beta es cercana al beta de la Industria. Su menor valor (y por consiguiente menor riesgo) es consistente con Coca-Cola que se caracteriza por ser madura, defensiva, con ventajas competitivas y posee niveles bajos de deuda y de apalancamiento operativo.

Costo promedio de Capital (WACC)

En esta sección procederemos a calcular la tasa de descuento final según la siguiente formula:

$$WACC = Kd * \frac{D}{D + E} * (1 - t) + \frac{E}{D + E} * Ke$$

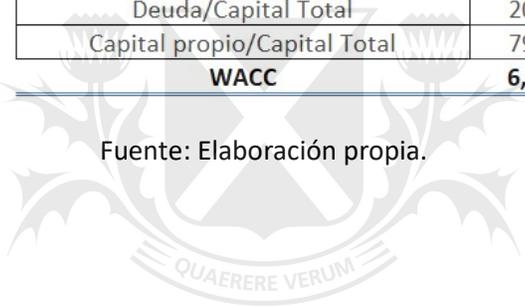
Para la estructura de capital se utilizará la capitalización de mercado (market cap) spot a la fecha de valuación 31 de diciembre de 2018 equivalente a US\$202,44 miles de millones, mientras que para la deuda se tomará el valor de libros de la deuda financiera de corto y largo plazo igual a US\$51.193 miles

de millones. Finalmente, la tasa impositiva elegida es la nueva alícuota vigente para el impuesto a las ganancias en Estados Unidos de 21,0%. La tabla a continuación resume el valor final de la tasa de descuento a utilizar igual a 6,46%.

Tabla XXVI – Cálculo de tasa WACC

Tasa WACC (US\$ y Nominal)	31/12/2018
Tasa Libre de Riesgo	2,69%
Prima de Riesgo de Mercado	7,60%
Beta	0,60
Costo de Capital Accionario (Ke)	7,26%
Costo de Deuda (Kd) (sin Escudo Fiscal)	4,19%
Tasa de Impuesto a las ganancias	21%
Costo de Deuda (Kd) (con Escudo Fiscal)	3,31%
Deuda/Capital Total	20,2%
Capital propio/Capital Total	79,8%
WACC	6,46%

Fuente: Elaboración propia.


 Universidad de
San Andrés
Valuación por Flujo de Fondos Descontados

El ejercicio de valuación bajo la metodología de flujos de fondos descontados para The Coca-Cola Company arrojó como resultado que el valor del capital accionario a diciembre de 2018 es equivalente a US\$206.935 millones y el valor de la acción a la misma fecha es de US\$ 48,40. Se arribó a este valor descontando la deuda financiera neta (léase deuda financiera menos efectivos y equivalentes) informada en los estados financieros al cierre del ejercicio al valor total de la firma estimado en US\$ 226.345.

Tabla XXVII – Resultados Valuación por Flujo de Fondos Descontados

WACC	6,5%
CAGR 2019-2023	4,1%
Tasa de Crecimiento Perpetuidad (g)	3,5%
Cuota de Mercado	21%
Margen Operativo	25%
Valor Presente de los Flujos de Fondos Libres a la Firma (US\$ M)	\$ 29.979
Valor Presente del Valor Terminal (US\$ M)	\$ 196.366
Valor de la Firma (US\$ M)	\$ 226.345
Caja y equivalentes	\$ 10.951
Deuda Financiera	\$ 30.361
Valor del Equity (US\$ M)	\$ 206.935
Acciones en circulación (en miles)	4275
Precio por acción	\$ 48,40
Precio por acción @31/12/2018	\$ 47,35

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con este ejercicio de valuación, al 31 de diciembre de 2018 las acciones estaban levemente subvaluadas ya que según la información histórica extraída de Yahoo Finance, su cotización de cierre fue de US\$47,35 por acción, lo que representa un 2% menos.

Análisis de Sensibilidad

En vista de que las proyecciones se fundamentan con supuestos que intentan predecir cómo evolucionará la industria, la economía y el negocio en general, y que a su vez existen variables aleatorias que pueden alterar lo que se pronostica a futuro, es usual en la práctica financiera que se construyan escenarios alternativos al escenario base. La Tabla a continuación resume el análisis de sensibilidad realizado sobre el ejercicio de valuación “base” con un escenario pesimista y otro optimista. La totalidad de las variables utilizadas en la proyección, incluyendo la tasa de crecimiento y la tasa de descuento, se mantuvieron “ceteris paribus”, con excepción de la Cuota de Mercado y la Tasa de Crecimiento de las Ventas (CAGR) para el periodo comprendido entre 2019 y 2023. Para el escenario pesimista, la cuota de mercado se redujo anualmente en medio punto porcentual progresivamente y el CAGR sobre las ventas fue de 2,9%. Finalmente, para el optimista, la cuota de mercado se incrementó en la misma dimensión y el CAGR sobre las ventas fue de 5,1%.

Tabla XXVIII – Análisis de sensibilidad

The Coca-Cola Company	Pesimista	Base	Optimista
WACC	6,5%	6,5%	6,5%
CAGR 2019-2023	2,9%	4,1%	5,1%
Tasa de Crecimiento Perpetuidad (g)	3,5%	3,5%	3,5%
Cuota de Mercado (promedio)	19,5%	21%	22,5%
Margen Operativo	23%	25%	27%
VP Flujos de Fondos Libres Firma (US\$ M)	\$ 27.397	\$ 29.979	\$ 32.033
Valor Presente del Valor Terminal (US\$ M)	\$ 169.719	\$ 196.366	\$ 220.373
Valor de la Firma (US\$ M)	\$ 197.116	\$ 226.345	\$ 252.407
Caja y equivalentes		\$ 10.951	
Deuda Financiera		\$ 30.361	
Valor del Equity (US\$ M)	\$ 177.706	\$ 206.935	\$ 232.997
Acciones en circulación		4275	
Precio por acción	\$ 41,57	\$ 48,40	\$ 54,50
Precio por acción @31/12/2018		\$ 47,35	

Fuente: Elaboración propia.

Valuación por múltiplos

A fin de contrastar el resultado de valuación obtenido a través de la metodología de flujos de fondos descontados, se calculará la valuación por múltiplos de empresas comparables. El enfoque de valuación supone que los activos de características análogas (en particular, de la misma industria) deberían tener un precio similar, en la misma fecha de valuación.

La elección de los activos comparables es central, ya que cuanto más se asemejen, mejor será el resultado obtenido por la metodología de valuación relativa. Deben cotizar en bolsa, tener un negocio similar y deben tener niveles de riesgo y retorno semejantes.

Se obtuvieron los múltiplos de valuación para las siguientes cuatro compañías públicas de la industria de bebidas sin alcohol seleccionadas: PepsiCo, Nestlé S.A., Keurig Dr Pepper y Monster Beverage Corporation. El múltiplo seleccionado para confeccionar la valuación relativa EV/EBITDA se refleja en la tabla debajo, junto con otras variables relevantes como Ventas, EBIT, ROA, ROE y Margen Operativo.

Tabla XXIX – Múltiplos

	EV / EBITDA	Ventas	EBIT	ROE	ROA	Margen Operativo
PepsiCo	13,97	\$ 64.661,00	\$ 10.408,00	86,51%	13,40%	16,1%
Nestlé S.A.	15,43	\$ 92.944,70	\$ 13.978,45	17,92%	10,04%	15,0%
Keurig Dr Pepper	20,37	\$ 7.442,00	\$ 1.224,00	2,61%	2,50%	16,4%
Monster	19,69	\$ 3.807,18	\$ 1.283,62	27,50%	28,36%	33,7%
Promedio Ponderado	17,88	\$ 42.214	\$ 11.763	44%	11%	16%
Coca-Cola	22,70	\$ 31.856,00	\$ 8.587,00	35,30%	10,32%	27,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales.

Según denota la tabla XXIX, la compañía objeto del presente análisis posee un múltiplo EV/EBITDA mayor al resto de las empresas comparables y al promedio ponderado equivalente a 17,88x. A continuación, se expone el resultado de la valuación utilizando el múltiplo EV/EBITDA, que a diferencia del múltiplo P/E, no está condicionado por la estructura de capital que utilice la compañía para financiar su operación afectando su comparabilidad. Como ilustra la tabla debajo, se seleccionó un rango de múltiplos de las empresas comparables de 19-21x, el cual multiplicado por el EBITDA de KO arrojó un Enterprise Value igual a US\$193.460 millones, el cual neto de la deuda financiera neta resultó en un Equity equivalente a US\$ 177.022 o de US\$ 41,41 por acción.

Tabla XXX – Valuación por Múltiplos

	Límite Inferior	Punto Medio	Límite Superior
Ratio EV/EBITDA	19	20	21
EBITDA TCCC		\$ 9.673	
EV TCCC	\$ 183.787	\$ 193.460	\$ 203.133
Caja		\$ 8.926	
Deuda		\$ 25.364	
Equity	\$ 167.349	\$ 177.022	\$ 186.695
Acciones en Circulación		4275	
Precio por Acción	\$ 39,14	\$ 41,41	\$ 43,67

Fuente: Elaboración propia

Según denota la tabla final a continuación, el rango de precios de la acción resultante del análisis de sensibilidad en base a diferentes combinaciones de múltiplos EV/EBITDA y variantes de EBITDA es de US\$36,88 a US\$45,93 por acción y su media es de US\$41,41 por acción.

Tabla XXXI – Análisis de Sensibilidad

EV/EBITDA	18	19	20	21	22
9473	\$ 36,04	\$ 38,25	\$ 40,47	\$ 42,69	\$ 44,90
9573	\$ 36,46	\$ 38,70	\$ 40,94	\$ 43,18	\$ 45,42
9673	\$ 36,88	\$ 39,14	\$ 41,41	\$ 43,67	\$ 45,93
9773	\$ 37,30	\$ 39,59	\$ 41,87	\$ 44,16	\$ 46,44
9873	\$ 37,72	\$ 40,03	\$ 42,34	\$ 44,65	\$ 46,96

Fuente: Elaboración propia



Anexo

Escenario Base

The Coca-Cola Company	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad
	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	1	2	3	4	5	
	US\$										
Ventas Totales	\$ 45.998	\$ 44.294	\$ 41.863	\$ 35.410	\$ 31.856	\$ 33.204	\$ 34.586	\$ 36.029	\$ 37.458	\$ 38.939	4,1%
- Costo de bienes Vendidos (COGS)	\$ 17.889	\$ 17.482	\$ 16.465	\$ 13.255	\$ 11.770	\$ 12.268	\$ 12.779	\$ 13.312	\$ 13.840	\$ 14.387	
Resultado Bruto	\$ 28.109	\$ 26.812	\$ 25.398	\$ 22.155	\$ 20.086	\$ 20.936	\$ 21.807	\$ 22.717	\$ 23.618	\$ 24.552	
- Gastos de Ventas, Grales y Adm.	\$ 17.218	\$ 16.427	\$ 15.370	\$ 12.654	\$ 10.307	\$ 10.740	\$ 11.191	\$ 11.661	\$ 12.151	\$ 12.661	
- Pérdida por Deterioro de Activos	\$ 1.183	\$ 1.657	\$ 1.371	\$ 1.902	\$ 1.079	\$ 1.267	\$ 1.239	\$ 1.212	\$ 1.185	\$ 1.159	
- Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 1.976	\$ 1.970	\$ 1.787	\$ 1.260	\$ 1.086	\$ 1.222	\$ 1.179	\$ 1.144	\$ 1.121	\$ 1.104	
EBT	\$ 7.732	\$ 6.758	\$ 6.870	\$ 6.339	\$ 7.614	\$ 7.707	\$ 8.198	\$ 8.700	\$ 9.161	\$ 9.628	
- Impuesto a las Ganancias	\$ 2.201	\$ 2.239	\$ 1.586	\$ 5.560	\$ 1.623	\$ 1.618	\$ 1.722	\$ 1.827	\$ 1.924	\$ 2.022	
+ Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 1.976	\$ 1.970	\$ 1.787	\$ 1.260	\$ 1.086	\$ 1.222	\$ 1.179	\$ 1.144	\$ 1.121	\$ 1.104	
+ Pérdida por Deterioro de Activos	\$ 1.183	\$ 1.657	\$ 1.371	\$ 1.902	\$ 1.079	\$ 1.267	\$ 1.239	\$ 1.212	\$ 1.185	\$ 1.159	
-CAPEX	\$ 2.406	\$ 2.553	\$ 2.262	\$ 1.675	\$ 1.347	\$ 1.704	\$ 1.775	\$ 1.849	\$ 1.923	\$ 1.999	
- Δ Capital de Trabajo	-\$ 241	-\$ 1.149	-\$ 142	\$ 533	-\$ 344	\$ 877	-\$ 79	-\$ 82	-\$ 82	-\$ 84	
Activo Corriente proyectado	\$ 7.566	\$ 6.843	\$ 6.531	\$ 6.322	\$ 6.162	\$ 5.624	\$ 5.859	\$ 6.103	\$ 6.345	\$ 6.596	
Pasivo Corriente Proyectado	\$ 9.234	\$ 9.660	\$ 9.490	\$ 8.748	\$ 8.932	\$ 7.518	\$ 7.831	\$ 8.157	\$ 8.481	\$ 8.816	
Capital de trabajo	-\$ 1.668	-\$ 2.817	-\$ 2.959	-\$ 2.426	-\$ 2.770	-\$ 1.893	-\$ 1.972	-\$ 2.054	-\$ 2.136	-\$ 2.220	
Flujo de Fondos de la Firma	\$ 6.525	\$ 6.742	\$ 6.322	\$ 1.733	\$ 7.153	\$ 5.996	\$ 7.198	\$ 7.462	\$ 7.702	\$ 7.955	\$ 268.558

Tasa de Crecimiento a Perpetuidad											3,5%
Tasa de Descuento: WACC (US\$ nominal)						6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Valor Presente de FCFF @ 31/12/2018						\$ 5.632	\$ 6.351	\$ 6.184	\$ 5.996	\$ 5.816	\$ 196.366
Valor de la Firma @ 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 226.345					
-Valor Deuda Financiera - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 30.361					
+Caja y Equivalentes - 31/12/2018 (US\$M)						\$ 10.951					
Valor Equity - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 206.935					
Acciones en circulación s/ balance al 31/12/2018						4.275					
Precio por Acción						\$ 48,40					

Escenario Optimista

The Coca-Cola Company	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad
	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	1	2	3	4	5	
	US\$	US\$									
Ventas Totales	\$ 45.998	\$ 44.294	\$ 41.863	\$ 35.410	\$ 31.856	\$ 33.458	\$ 35.151	\$ 36.941	\$ 38.832	\$ 40.832	5,1%
- Costo de bienes Vendidos (COGS)	\$ 17.889	\$ 17.482	\$ 16.465	\$ 13.255	\$ 11.770	\$ 12.362	\$ 12.988	\$ 13.649	\$ 14.347	\$ 15.086	
Resultado Bruto	\$ 28.109	\$ 26.812	\$ 25.398	\$ 22.155	\$ 20.086	\$ 21.096	\$ 22.164	\$ 23.292	\$ 24.484	\$ 25.745	
- Gastos de Ventas, Grales y Adm.	\$ 17.218	\$ 16.427	\$ 15.370	\$ 12.654	\$ 10.307	\$ 10.740	\$ 11.191	\$ 11.661	\$ 12.151	\$ 12.661	
- Pérdida por Deterioro de Activos	\$ 1.183	\$ 1.657	\$ 1.371	\$ 1.902	\$ 1.079	\$ 1.267	\$ 1.239	\$ 1.212	\$ 1.185	\$ 1.159	
- Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 1.976	\$ 1.970	\$ 1.787	\$ 1.260	\$ 1.086	\$ 1.222	\$ 1.179	\$ 1.144	\$ 1.121	\$ 1.104	
EBT	\$ 7.732	\$ 6.758	\$ 6.870	\$ 6.339	\$ 7.614	\$ 7.868	\$ 8.555	\$ 9.275	\$ 10.028	\$ 10.821	
- Impuesto a las Ganancias	\$ 2.201	\$ 2.239	\$ 1.586	\$ 5.560	\$ 1.623	\$ 1.652	\$ 1.796	\$ 1.948	\$ 2.106	\$ 2.272	
+ Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 1.976	\$ 1.970	\$ 1.787	\$ 1.260	\$ 1.086	\$ 1.222	\$ 1.179	\$ 1.144	\$ 1.121	\$ 1.104	
+ Pérdida por Deterioro de Activos	\$ 1.183	\$ 1.657	\$ 1.371	\$ 1.902	\$ 1.079	\$ 1.267	\$ 1.239	\$ 1.212	\$ 1.185	\$ 1.159	
-CAPEX	\$ 2.406	\$ 2.553	\$ 2.262	\$ 1.675	\$ 1.347	\$ 1.704	\$ 1.775	\$ 1.849	\$ 1.923	\$ 1.999	
- Δ Capital de Trabajo	-\$ 241	-\$ 1.149	-\$ 142	\$ 533	-\$ 344	\$ 862	-\$ 97	-\$ 102	-\$ 108	-\$ 114	
Activo Corriente proyectado	\$ 7.566	\$ 6.843	\$ 6.531	\$ 6.322	\$ 6.162	\$ 5.668	\$ 5.954	\$ 6.257	\$ 6.578	\$ 6.917	
Pasivo Corriente Proyectado	\$ 9.234	\$ 9.660	\$ 9.490	\$ 8.748	\$ 8.932	\$ 7.575	\$ 7.959	\$ 8.364	\$ 8.792	\$ 9.245	
Capital de trabajo	-\$ 1.668	-\$ 2.817	-\$ 2.959	-\$ 2.426	-\$ 2.770	-\$ 1.908	-\$ 2.004	-\$ 2.106	-\$ 2.214	-\$ 2.328	
Flujo de Fondos de la Firma	\$ 6.525	\$ 6.742	\$ 6.322	\$ 1.733	\$ 7.153	\$ 6.138	\$ 7.498	\$ 7.936	\$ 8.413	\$ 8.927	\$ 301.392

Tasa de Crecimiento a Perpetuidad											3,5%
Tasa de Descuento: WACC (US\$ nominal)						6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Valor Presente de FCFF @ 31/12/2018						\$ 5.765	\$ 6.615	\$ 6.577	\$ 6.549	\$ 6.527	\$ 220.373
Valor de la Firma @ 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 252.407					
-Valor Deuda Financiera - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 30.361					
+Caja y Equivalentes - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 10.951					
Valor Equity - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 232.997					
Acciones en circulación s/ balance al 31/12/2018						4.275					
Precio por Acción						\$ 54,50					

Escenario Pesimista

The Coca-Cola Company	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad
	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	1	2	3	4	5	
Ventas Totales	\$ 45.998	\$ 44.294	\$ 41.863	\$ 35.410	\$ 31.856	\$ 32.805	\$ 33.776	\$ 34.769	\$ 35.785	\$ 36.822	2,9%
- Costo de bienes Vendidos (COGS)	\$ 17.889	\$ 17.482	\$ 16.465	\$ 13.255	\$ 11.770	\$ 12.121	\$ 12.480	\$ 12.846	\$ 13.222	\$ 13.605	
Resultado Bruto	\$ 28.109	\$ 26.812	\$ 25.398	\$ 22.155	\$ 20.086	\$ 20.685	\$ 21.297	\$ 21.923	\$ 22.563	\$ 23.217	
- Gastos de Ventas, Grales y Adm.	\$ 17.218	\$ 16.427	\$ 15.370	\$ 12.654	\$ 10.307	\$ 10.740	\$ 11.191	\$ 11.661	\$ 12.151	\$ 12.661	
- Pérdida por Deterioro de Activos	\$ 1.183	\$ 1.657	\$ 1.371	\$ 1.902	\$ 1.079	\$ 1.267	\$ 1.239	\$ 1.212	\$ 1.185	\$ 1.159	
- Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 1.976	\$ 1.970	\$ 1.787	\$ 1.260	\$ 1.086	\$ 1.222	\$ 1.179	\$ 1.144	\$ 1.121	\$ 1.104	
EBT	\$ 7.732	\$ 6.758	\$ 6.870	\$ 6.339	\$ 7.614	\$ 7.456	\$ 7.688	\$ 7.906	\$ 8.106	\$ 8.293	
- Impuesto a las Ganancias	\$ 2.201	\$ 2.239	\$ 1.586	\$ 5.560	\$ 1.623	\$ 1.566	\$ 1.614	\$ 1.660	\$ 1.702	\$ 1.742	
+ Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 1.976	\$ 1.970	\$ 1.787	\$ 1.260	\$ 1.086	\$ 1.222	\$ 1.179	\$ 1.144	\$ 1.121	\$ 1.104	
+ Pérdida por Deterioro de Activos	\$ 1.183	\$ 1.657	\$ 1.371	\$ 1.902	\$ 1.079	\$ 1.267	\$ 1.239	\$ 1.212	\$ 1.185	\$ 1.159	
-CAPEX	\$ 2.406	\$ 2.553	\$ 2.262	\$ 1.675	\$ 1.347	\$ 1.704	\$ 1.775	\$ 1.849	\$ 1.923	\$ 1.999	
- Δ Capital de Trabajo	-\$ 241	-\$ 1.149	-\$ 142	\$ 533	-\$ 344	\$ 899	-\$ 55	-\$ 57	-\$ 58	-\$ 59	
Activo Corriente proyectado	\$ 7.566	\$ 6.843	\$ 6.531	\$ 6.322	\$ 6.162	\$ 5.557	\$ 5.721	\$ 5.890	\$ 6.062	\$ 6.237	
Pasivo Corriente Proyectado	\$ 9.234	\$ 9.660	\$ 9.490	\$ 8.748	\$ 8.932	\$ 7.428	\$ 7.647	\$ 7.872	\$ 8.102	\$ 8.337	
Capital de trabajo	-\$ 1.668	-\$ 2.817	-\$ 2.959	-\$ 2.426	-\$ 2.770	-\$ 1.871	-\$ 1.926	-\$ 1.983	-\$ 2.041	-\$ 2.100	
Flujo de Fondos de la Firma	\$ 6.525	\$ 6.742	\$ 6.322	\$ 1.733	\$ 7.153	\$ 5.775	\$ 6.771	\$ 6.809	\$ 6.845	\$ 6.875	\$ 232.115

Tasa de Crecimiento a Perpetuidad										3,5%	
Tasa de Descuento: WACC (US\$ nominal)						6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Valor Presente de FCFF @ 31/12/2018						\$ 5.425	\$ 5.974	\$ 5.643	\$ 5.329	\$ 5.027	\$ 169.719
Valor de la Firma @ 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 197.116					
-Valor Deuda Financiera - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 30.361					
+Caja y Equivalentes - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 10.951					
Valor Equity - 31/12/2018 (US\$ M)						\$ 177.706					
Acciones en circulación s/ balance al 31/12/2018						4.275					
Precio por Acción						\$ 41,57					



Universidad de
San Andrés

Referencias Bibliográficas

Títulos académicos

- I. Brealey, Myers, & Allen. (2011). Principles of Corporate Finance. Brealey, Myers, & Allen, *Principles of Corporate Finance* (10 ed.). McGraw-Hill.
- II. Damodaran, A. Corporate Finance, Theory and Practice (2001)
- III. Damodaran, A. Estimating Risk free Rates.

Reportes e Informes

- I. Base de Datos EuroMonitor – Non Alcoholic Beverages Statistics Evolution, <https://www-portal-euromonitor-com.eza.udesa.edu.ar/portal/StatisticsEvolution/index>
- II. Base de Datos Statista Online - Consumer Market Outlook – Non Alcoholic Drinks 2011-2023, <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/20000000/100/non-alcoholic-drinks/worldwide#market-arpu>
- III. Beverage Digest - Beverage Digest Fact book 24rd Edition.
- IV. Brand Finance - The annual report on the most valuable and strongest food and soft drink brands, https://brandfinance.com/images/upload/food_drink_free.pdf
- V. Dossier Statista – Non Alcoholic Drinks
- VI. Interbrand – Best Global Brands 2018 Rankings, <https://www.interbrand.com/best-brands/bestglobal-brands/2018/ranking/>
- VII. International Monetary Fund – World Economic Outlook Abril 2019, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/download.aspx>
- VIII. Keurig Dr Pepper - Reporte Anual 2018
- IX. Markets Insider - Bond Finder, https://markets.businessinsider.com/bonds/coca-cola_co_thesf-notes_201528-bond-2028-ch0297974898
- X. Monster Beverage Corporation - Reporte Anual 2018
- XI. Morningstar - Investors, <http://investors.morningstar.com/ownership/shareholders-overview.html?region=USA&welcomePage=true&ops=clear&t=ko>
- XII. Nestlé S.A. - Reporte Anual 2018
- XIII. PepsiCo - Reporte Anual 2018
- XIV. Reserva Federal de St. Louis - Money, Banking, & Finance - Treasury Constant Maturity, <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>
- XV. The Coca-Cola Company – Investor Relations, <https://investors.coca-colacompany.com/>
- XVI. The Coca-Cola Company - Reportes Anuales 2012-2018
- XVII. The Coca-Cola Company - Reportes Anuales 2012-2018
- XVIII. The Coca-Cola Company – Sitio Web Oficial – Our Company, <https://www.coca-colacompany.com/>
- XIX. Yahoo Finance – The Coca-Cola Company Historical Data, <https://finance.yahoo.com/quote/ko/history?p=ko>
- XX. Zacks – Key Metrics for Beverages, <https://www.zacks.com/stocks/industry-rank/industry/beverages-soft-drinks-20>