



VALORACIÓN DE EMPRESA VIÑEDOS EMILIANA MEDIANTE MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA

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

Alumno:

Denis Yáñez Botto

Profesor Guía: José Olivares

Santiago, agosto de 2019

Dedicado a Francisco y Javiera

Tabla de contenido

1. Resumen Ejecutivo	7
2. Principales Métodos de Valoración	8
2.1. Modelo de Descuento de Dividendos	8
2.2. Método de Flujos de Caja Descontados	9
2.3. Método de Múltiplos.....	11
3. Descripción de la Empresa e Industria	14
3.1. Concha y Toro	16
3.2. VSPT	18
3.3. Santa Rita	20
3.4. Viñedos Emiliana.....	21
3.5. Estados Financieros de Emiliana	23
3.6. Modelo de Negocios de Emiliana	28
4. Financiamiento de la Empresa	30
5. Estructura de Capital de la Empresa	31
5.1. Deuda Financiera de la Empresa.....	31
5.2. Patrimonio Económico (Bursátil) de la Empresa.....	31
5.3. Estructura de Capital histórica y objetivo	31
6. Estimación del Costo de Capital de la Empresa	32
6.1. Costo de la Deuda.....	32
6.2. Beta de la Deuda	33
6.3. Beta Patrimonial	33
6.4. Beta Patrimonial Sin Deuda	34
6.5. Beta Patrimonial Con Deuda	35
6.6. Costo Patrimonial.....	36
6.7. Costo de Capital Promedio Ponderado	36
7. Análisis Operacional del Negocio e Industria	37
7.1. Industria Vitivinícola en Chile	37
7.2. Análisis de Crecimiento.....	42
7.3. Análisis de Costos de Operación	44

7.4. Análisis de Cuentas No Operacionales	47
7.5. Análisis de Activos	49
8. Proyección de Estados Financieros.....	51
8.1. Proyección de Ingresos de Operación.....	51
8.2. Proyección de Costos de Operación	53
8.3. Proyección Resultado No Operacional.....	53
8.4. Proyección Estado de Resultados	54
9. Proyección de Flujos de Caja Libre.....	56
9.1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.	56
9.2. Estimación Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones.	56
9.3. Estimación Inversión en Capital de Trabajo.....	58
9.4. Estimación déficit o exceso de Capital de Trabajo.	60
9.5. Activos Prescindibles de la empresa al 30 de septiembre de 2018.....	60
10. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.....	64
11. Conclusiones	66
Bibliografía.....	67
Anexo 1: Estados Financieros Concha y Toro.....	68
Anexo 2: Estados Financieros VSPT.	73
Anexo 3: Estados Financieros Santa Rita.	78
Anexo 4: Tabla de desarrollo bono BCTOR-K.....	83
Anexo 5: Serie de datos para cálculos de Betas.	84
Anexo 6: Estadísticas Regresiones Lineales.	88
Anexo 7: Evolución Precio de la acción Emiliana versus IGPA.....	89

Índice de Tablas

Tabla 1: Información empresa Viña Concha y toro S.A.....	16
Tabla 2: Información empresa Viña San Pedro Tarapacá S.A.	18
Tabla 3: Información empresa Sociedad Anónima Viña Santa Rita	20
Tabla 4: Información de la empresa Viñedos Emiliana S.A.	21
Tabla 5: Estados de Resultados en UF 2014-2018T3.....	23
Tabla 6: Estados de Resultados como proporción de las ventas 2014-2018T3	24
Tabla 7: Balance General en UF 2014-2018T3.....	25
Tabla 8: Balance General como proporción de los activos totales	26
Tabla 9: Flujo de Efectivo en UF 2014-2018T3.....	27
Tabla 10: Resumen Propiedades, plantas y equipos	28
Tabla 11: Tipos de Terrenos	28
Tabla 13: Resumen Inventarios	29
Tabla 14: Otros Pasivos Financieros que Devengan Intereses	30
Tabla 15: Gastos Financieros 2014 – 2018T3	30
Tabla 16: Deuda Financiera 2014 - 2018T3.....	31
Tabla 17: Patrimonio Económico 2014 – 2018T3.....	31
Tabla 18: Estructura de Capital 2014 - 2018T3.....	31
Tabla 19: Betas de Emiliana	33
Tabla 20: Tasa de Impuesto a la Renta Real 2016 - 2018	34
Tabla 21: Tasas de Impuesto a la Renta Ponderada 2016T4 – 2018T3	34
Tabla 22: Ventas empresas vitivinícolas abiertas en Chile.....	37
Tabla 23: EBIT empresas vitivinícolas abiertas en Chile.....	37
Tabla 24: ROA empresas vitivinícolas abiertas en Chile	38
Tabla 25: ROE empresas vitivinícolas abiertas en Chile	38
Tabla 26: Deuda a Patrimonio empresas vitivinícolas abiertas en Chile	39
Tabla 27: Cobertura Gastos Financieros empresas vitivinícolas abiertas en Chile.....	39
Tabla 28: Análisis Du Pont.....	40
Tabla 29: Ingresos actividades ordinarias Emiliana 2014-2018T3	42
Tabla 30: Volúmenes de Venta Emiliana 2014 - 2018T3	43
Tabla 31: Precio Promedio Emiliana USD/C9L y CLP/C9L 2014-2018	44
Tabla 32: Costos Emiliana 2014 - 2018T3	45
Tabla 33: Clasificación de Activos.....	49

Tabla 34: Proyección Ventas Viñedos Emiliana S.A.	51
Tabla 35: Proyección Costos Operacionales Viñedos Emiliana S.A.....	53
Tabla 36: Proyección Estados de Resultados UF	54
Tabla 37: Estados de Resultados como proporción de las ventas 2018 – 2022.....	55
Tabla 38: Depreciación proyectada 2018T4 – 2022.....	56
Tabla 39: Relación PPE respecto a ingresos y volúmenes de venta.....	56
Tabla 40: Proyección Nuevas Inversiones y Propiedad, Plantas y equipos.....	57
Tabla 41: Cuentas Consideradas como Capital de Trabajo (CT)	58
Tabla 42: Capital de Trabajo Operacional Neto Proyectado.....	59
Tabla 43: Detalle de Efectivo y equivalentes.....	60
Tabla 44: Detalle de Otros activos financieros	61
Tabla 45: Detalle de Otros activos no financieros	61
Tabla 46: Detalle Inversiones método de participación	61
Tabla 47: Detalle Activos intangibles	62
Tabla 48: Detalle Propiedades, plantas y equipos	62
Tabla 49: Flujo de Caja Libre	64
Tabla 50: Detalle Valoración Empresa.....	65

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Exportaciones industria en volumen por formato año 2017	14
Ilustración 2: Exportaciones industria en MMUSD por empresa año 2017	14
Ilustración 3: Exportaciones en MMUSD formato embotellado año 2017	15

1. Resumen Ejecutivo

El presente documento tiene como objetivo la valorización económica de la empresa Viñedos Emiliana S.A. a través del método de flujo de caja libre descontado, al 30 de septiembre de 2018.

Viñedos Emiliana es una empresa chilena que cotiza en la bolsa de valores. Su actividad principal es la elaboración y comercialización de vinos orgánicos. El año 2017, sus ventas representaron el 1,4% del volumen total de vinos embotellados exportados por la industria vitivinícola chilena (considera vinos tradicionales y orgánicos). Dicho año, los principales mercados de Emiliana en volúmenes de venta fueron: Europa y Norte América con un 47% y un 22% respectivamente.

Al cierre de 2017 la empresa reportó ventas por UF 829.765 y utilidades de UF 49.039. Entre 2014 y 2017 las ventas se mantuvieron sin variación en torno a las UF 830.000 debido a los siguientes dos efectos contrapuestos: el precio promedio de ventas medido en C9L (caja de 9 litros) aumentó un 14% de 27,6 a 31,5 USD/C9L (dólares por caja de 9 litros), sin embargo, en igual periodo los volúmenes vendidos disminuyeron un 17% de 1,28 a 1,06 MMC9L (millones de cajas de 9 litros). Lo anterior se explica por la estrategia de la compañía de concentrar sus ventas en las categorías de vinos orgánicos embotellados, los cuales pasaron de representar el 42% de las ventas en 2014 al 65% de las ventas en 2017.

La información utilizada para el desarrollo de este trabajo es de carácter público y se encuentra disponible tanto en la Comisión para el Mercado Financiero como en los reportes de sustentabilidad de la compañía.

A lo largo del informe se realiza la proyección del estado de resultados y flujo de caja libre para Viñedos Emiliana al año 2022, obteniendo un valor de la empresa al 30 de septiembre de 2018 de UF 1.020.752 y una valorización de la acción de UF 0,0009 (\$25,27), siendo el precio real de mercado al momento de la valoración de \$37,20.

2. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.1. Modelo de Descuento de Dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

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

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

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

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.2. Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

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

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa

a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

2.3. Método de Múltiplos

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

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

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

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

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)

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

- Valor de la Empresa / Ventas (EV/ Ventas)

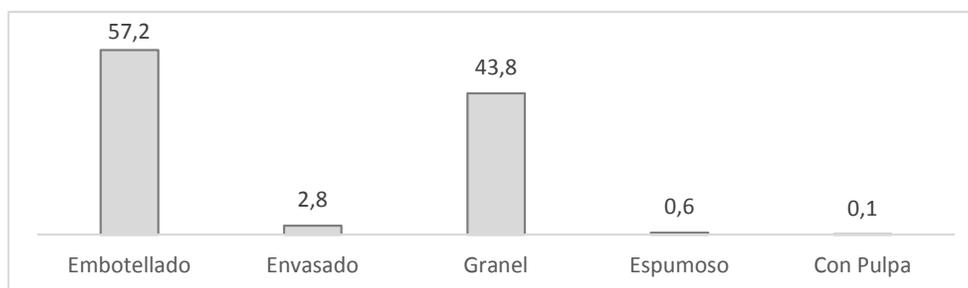
Múltiplo de Variables de industria Específica:

- (Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

3. Descripción de la Empresa e Industria

Viñedos Emiliana S.A. está inserta dentro de la industria vitivinícola chilena. Esta industria es altamente competitiva, ya que está compuesta por un gran número de competidores. Según cifras de Intelvid⁶, el año 2017 hubo 331 empresas chilenas que exportaron vinos. En conjunto exportaron 104,5 millones de cajas de 9 litros y 2.011 MMUSD, que representan el 3% de las exportaciones totales del país⁷. Dichas exportaciones se dividen en 5 formatos, estos son: embotellado, envasado, granel, espumante y pulpa de fruta. De ellos, el formato embotellado tiene mayor importancia, con un 57% del volumen exportado el año 2017.

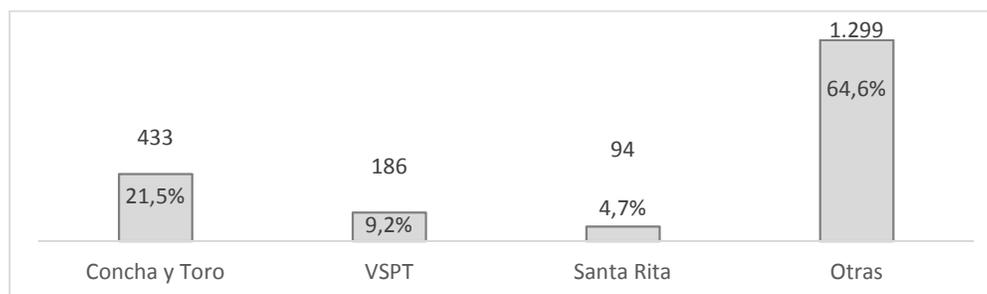
Ilustración 1: Exportaciones industria en volumen por formato año 2017



Fuente: Elaboración Propia.

Respecto a las empresas exportadoras, solo 3 de ellas concentran el 35% de las exportaciones en valor de toda la industria: Concha y Toro, VSPT y Santa Rita.

Ilustración 2: Exportaciones industria en MMUSD por empresa año 2017



Fuente: Elaboración Propia.

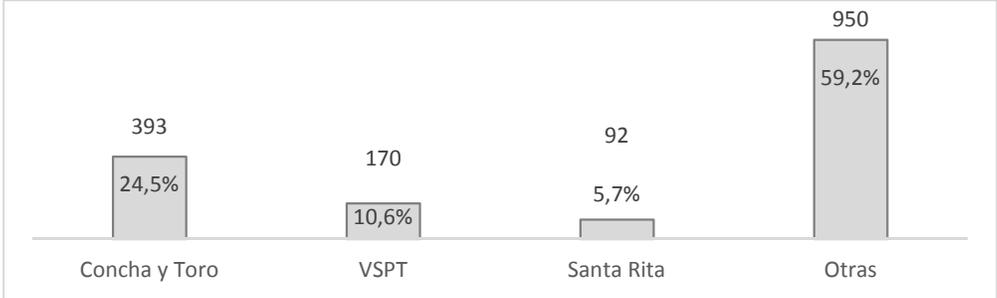
⁶ Intelvid, sitio web de estadísticas de exportación de la industria vitivinícola chilena, <https://intelvid.la/>

⁷ Direcon, Reporte Anual Comercio Exterior de Chile 2017,

<https://www.direcon.gob.cl/2018/01/informe-direcon-prochile-exportaciones-2017-alcanzan-us68-mil-millones-y-crecen-13/>

Durante el año 2017, 299 empresas exportaron vino embotellado y, al analizar solo este formato de comercialización, la concentración de las exportaciones en las 3 empresas vitivinícolas más grandes aumenta a un 41%.

Ilustración 3: Exportaciones en MMUSD formato embotellado año 2017



Fuente: Elaboración Propia.

Del total de empresas exportadoras de vino, solo 5 de ellas está abierta a la bolsa de valores, estas son: Concha y Toro, VSPT, Santa Rita, Los Vascos y Emiliana. En este trabajo solo se consideran como empresas benchmark de Emiliana las 3 primeras. Los Vascos no se consideró, ya que, a diferencia de las otras, no tiene deuda financiera y su capital es extranjero.

A continuación, se detallan las principales características de la Empresa Emiliana y las 3 empresas benchmark consideradas.

3.1. Concha y Toro⁸

Tabla 1: Información empresa Viña Concha y toro S.A.

Nombre de la Empresa	VIÑA CONCHA Y TORO S.A.
Ticker o Nemotécnico	CONCHATORO (CHILE)
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Serie única.
Mercado donde transa sus acciones	IPSA – NYSE
Descripción de la Empresa (profile)	Viña Concha y Toro se dedica a la producción y comercialización de vinos. Es la viña más importante del país, y lidera las ventas tanto a nivel local como en el mercado externo. La compañía controlada por la familia Guilistasi, cuenta además, con instalaciones en Argentina, donde a través de su filial Bodega Trivento. produce y comercializa vinos destinados al mercado externo, y en Estados Unidos, a través de su filial Fetzer. Su portfolio de vinos incluye los íconos Don Melchor y Almaviva y su marca emblemática Casillero del Diablo, además los vinos Trivento de Argentina y Fetzer de California. La Compañía tiene 3.450 empleados y sus oficinas principales se encuentran en Santiago, Chile.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebestibles - Vitivinícola
Negocios en que se encuentra	Opera en 2 segmentos de Negocios: 1)Vinos: producción, distribución y comercialización de Vinos bajo todas sus marcas, que incluye las operaciones agrícolas, enológicas y de envasado que son transversales a todos los productos y

⁸ Anexo 1, Estados Financieros Concha y Toro 2014 a 2017T3.

mercados en Chile, Argentina y Estados Unidos; el almacenamiento, transporte y comercialización de los mismos en el mercado doméstico y exportaciones, incluyendo la consolidación en aquellos países donde se cuenta con importador, distribuidor u oficina comercial relacionada.

2) Otros: agrupación de otros productos no relacionados específicamente con la producción, distribución y comercialización de Vino. En este segmento se encuentran incluidos la distribución de licores y cervezas premium en Chile, wine bar, tours en Pirque, y las actividades relacionadas con el negocio inmobiliario, entre otros.

El segmento Vinos representa el 99,2% de los Activos y el 92% de las Ventas a septiembre de 2018.

Fuente: Elaboración Propia.

3.2. VSPT⁹

Tabla 2: Información empresa Viña San Pedro Tarapacá S.A.

Nombre de la Empresa	VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A.
Ticker o Nemotécnico	SAN PEDRO
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Serie única
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Viña San Pedro Tarapacá (VSPT) nace de la fusión de dos viñas chilenas: Viña San Pedro, de CCU, y Viña Tarapacá Ex Zavala. Actualmente es controlada por CCU, que ostenta el 67,22% de su propiedad.</p> <p>VSPT Wine Group tiene una larga trayectoria vitivinícola. Actualmente exporta sus productos a más de 80 países, y es el segundo grupo exportador más grande de vino chileno. En Chile es uno de los tres principales productores de la industria, liderando el mercado en venta de botella fina. El Grupo está compuesto por siete bodegas chilenas y dos argentinas: San Pedro, Tarapacá, Leyda, Santa Helena, Misiones de Rengo, Viñamar y Casa Rivas en Chile; La Celia y Tamarí en Argentina.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebestibles - Vitivinícola
Negocios en que se encuentra	VSPT solo se encuentra en el área de negocio Vitivinícola. En sus EEFF segmenta sus negocios por área geográfica, separando en 2 áreas según origen productivo: Chile y Argentina. A septiembre de 2018, el 98% de las Ventas y

⁹ Anexo 2, Estados Financieros VSPT 2014 a 2017T3.

el 99% de los Activos corresponden al segmento Chile.
VSPT se encuentra en el negocio vitivinícola para el cual posee un margen Ebitda/Ventas promedio de 18% en los últimos 5 años (2014 a 2018 Q3) y Ebitda de MM\$33.689.

Fuente: Elaboración Propia.

3.3. Santa Rita¹⁰

Tabla 3: Información empresa Sociedad Anónima Viña Santa Rita

Nombre de la Empresa	SOCIEDAD ANONIMA VIÑA SANTA RITA
Ticker o Nemotécnico	SANTA RITA
Clase de Acción	Serie única
Derechos de cada Clase	Serie única
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA
Descripción de la Empresa (profile)	Viña Santa Rita fue fundada en 1880 por don Domingo Fernández Concha, destacado empresario y hombre público de la época, en las mismas tierras de Alto Jahuel donde hoy se ubican las principales instalaciones de la empresa. El año 2008 se crea Santa Rita USA Corp, con oficina en Miami, destinada a atender de mejor forma el mercado de los Estados Unidos de América. En año 2009, se crea Nativa Eco Wines S.A con el fin de desarrollar en forma exclusiva vinos de carácter orgánico. Actualmente, Santa Rita y sus filiales comercializan sus productos en más de 75 países enfocándose siempre en el segmento de los vinos Premium y Super finos. Todo lo anterior constituye el sustento que le ha permitido a Viña Santa Rita ubicarse en un lugar de privilegio como productor y exportador lider de vinos de calidad premium y superior.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebestibles - Vitivinícola
Negocios en que se encuentra	Santa Rita solo se encuentra en el segmento de negocio vitivinícola y posee un margen Ebitda/Ventas promedio de 12% en los últimos 5 años y Ebitda de MM\$18.344.

¹⁰ Anexo 3, Estados Financieros Santa Rita 2014 a 2017T3.

3.4. Viñedos Emiliana

Tabla 4: Información de la empresa Viñedos Emiliana S.A.

Razón Social	VIÑEDOS EMILIANA S.A.
Rut	96.512.200 – 1
Nemotécnico	EMILIANA
Industria	VITIVINÍCOLA
Regulación	<p>SAG – Servicio Agrícola y Ganadero: Ley 18.455, que fija normas sobre producción, elaboración y comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagres, El Decreto Supremo de Agricultura N° 464, que establece todas las normas sobre zonificación vitícola del país y denominaciones de origen, y la Ley 19.925 sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas.</p> <p>Comisión para el mercado Financiero (CMF): Decreto Ley N° 3.538, Ley Orgánica de la Comisión para el Mercado Financiero.</p>
Tipo de Operación	<p>La actividad principal de Viñedos Emiliana es la elaboración de vinos orgánicos y comercialización de vinos de exportación proveniente de viñedos propios o arrendados a terceros.</p> <p>El objeto de la Sociedad es la explotación de la industria vitivinícola en todas sus formas y de las actividades anexas que ella requiere en todas sus fases, ya sea con mostos propios o comprados a terceros, la explotación agrícola de predios agrícolas propios o arrendados, la venta de servicios asociados a actividades de embotellación, bodegaje, y servicios vitivinícolas en general, y la inversión en valores mobiliarios de cualquier naturaleza.</p> <p>La compañía realiza la venta de sus productos utilizando tres diferentes formatos; embotellado, granel y envasado. Los principales mercados de exportación de Viñedos Emiliana son Estados Unidos, Dinamarca, Alemania, Suecia, Holanda y China.</p>
Filiales	<p>El Directorio de Viñedos Emiliana S.A., en su Sesión de Directorio N° 213, celebrada con fecha 7 de Mayo de 2004, acordó la constitución de la filial “Sociedad Comercial y Promotora La Uva Limitada”, con un capital que asciende a la suma de M\$ 1.000. El objeto de esta filial es la compra, venta de vinos y artículos relacionados, además</p>

	de la promoción, marketing y publicidad de éstos. Esta filial es administrada por los mismos ejecutivos de Viñedos Emiliana S.A., por la cual no reciben ningún tipo de remuneración adicional a la recibida por sus labores en Viñedos Emiliana S.A.
Mayores Accionistas	RENTAS SANTA BARBARA S.A. (19,73%)
	INVERSIONES TOTIHUE S.A. (12,04%)
	CRISTALERIAS DE CHILE S.A. (10 ,07%)
	INVERSIONES QUIVOLGO S.A. (6,73%)
	BCI C.DE BOLSA S.A.(4,33%)
	NEGOCIOS Y VALORES S.A. C.DE BOLSA(4,20%)
	INVERSIONES M Y M CHILE LTDA.(4,07%)
	CONSTRUCTORA SANTA MARTA LTDA.(3,51%)
	PELLUAM S.A.(3,02%)
	INVERSIONES LA GLORIA LTDA.(2,59%)
	SAN BERNARDO ABAD S.A.(1,75%)
	TIZIANO S.A.(1,46%)

Fuente: Elaboración Propia.

3.5. Estados Financieros de Emiliana

A continuación, se presentan los Estados Financieros de Viñedos Emiliana en formato IFRS consolidado para los años 2014 a 2018T3.

En esta sección solo se presentan los Estados Financieros, tanto en UF como en términos porcentuales. Más abajo en la sección 3.6 se resume brevemente el modelo de negocio de Viñedos Emiliana interpretado a través de sus Estados Financieros y en la sección 7.1 se analizan los principales Ratios Financieros, tanto de Viñedos Emiliana como de sus empresas Benchmark.

Tabla 5: Estados de Resultados en UF 2014-2018T3

<i>EERR en UF</i>	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos por ventas	833.476	815.344	832.960	829.765	587.344
Costo de ventas	(552.414)	(545.774)	(553.063)	(565.140)	(400.407)
Margen Bruto	281.063	269.570	279.897	264.625	186.937
Costos de distribución	(134.386)	(94.944)	(89.550)	(89.476)	(59.488)
Gastos de administración	(49.397)	(99.006)	(102.747)	(102.183)	(77.623)
Otros ingresos	337	8.729	2.473	378	1.739
Otros gastos	(44.528)	(19.690)	(14.535)	(23.127)	(12.730)
Resultado Operacional	53.088	64.660	75.539	50.217	38.835
Ingresos financieros	1.774	306	204	246	88
Gastos Financieros	(3.630)	(4.027)	(6.797)	(10.336)	(8.459)
VPP método de participación	(175)	(52)	(7.701)	(4.419)	(2.540)
Diferencias de cambio	(23.935)	(702)	(1.221)	24.873	(215)
Unidades de reajuste	(368)	(3.313)	(1.612)	(574)	(832)
Resultado No Operacional	(26.333)	(7.789)	(17.126)	9.789	(11.958)
Utilidad antes de impuesto	26.755	56.871	58.412	60.006	26.877
Impuesto a la renta	512	(3.288)	(15.450)	(10.967)	(2.681)
Utilidad después de impuesto	27.266	53.583	42.963	49.039	24.196
Depreciaciones y Amortizaciones	80.544	53.959	50.605	51.141	39.598
EBITDA	133.632	118.619	126.143	101.358	78.433

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Emiliana.

Tabla 6: Estados de Resultados como proporción de las ventas 2014-2018T3

EERR en %	2014	2015	2016	2017	2018 T3
Ingresos por ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	(66,3%)	(66,9%)	(66,4%)	(68,1%)	(68,2%)
Margen Bruto	33,7%	33,1%	33,6%	31,9%	31,8%
Costos de distribución	(16,1%)	(11,6%)	(10,8%)	(10,8%)	(10,1%)
Gastos de administración	(5,9%)	(12,1%)	(12,3%)	(12,3%)	(13,2%)
Otros ingresos	0,0%	1,1%	0,3%	0,0%	0,3%
Otros gastos	(5,3%)	(2,4%)	(1,7%)	(2,8%)	(2,2%)
Resultado Operacional	6,4%	7,9%	9,1%	6,1%	6,6%
Ingresos financieros	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos Financieros	(0,4%)	(0,5%)	(0,8%)	(1,2%)	(1,4%)
VPP método de participación	(0,0%)	(0,0%)	(0,9%)	(0,5%)	(0,4%)
Diferencias de cambio	(2,9%)	(0,1%)	(0,1%)	3,0%	(0,0%)
Unidades de reajuste	(0,0%)	(0,4%)	(0,2%)	(0,1%)	(0,1%)
Resultado No Operacional	(3,2%)	(1,0%)	(2,1%)	1,2%	(2,0%)
Utilidad antes de impuesto	3,2%	7,0%	7,0%	7,2%	4,6%
Impuesto a la renta	0,1%	(0,4%)	(1,9%)	(1,3%)	(0,5%)
Utilidad después de impuesto	3,3%	6,6%	5,2%	5,9%	4,1%
Depreciaciones y Amortizaciones	9,7%	6,6%	6,1%	6,2%	6,7%
EBITDA	16,0%	14,5%	15,1%	12,2%	13,4%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Emiliana

Tabla 7: Balance General en UF 2014-2018T3

Activos en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	17.548	16.569	9.343	17.161	9.034
Otros activos financieros	6.429	225	20.938	11.424	3.040
Otros activos no financieros	11.963	11.982	11.871	12.229	13.271
Cuentas por cobrar	174.212	206.036	157.269	152.253	177.938
CxC con relacionadas	70.946	65.945	50.601	47.991	26.905
Inventarios	411.489	447.793	473.084	436.020	542.186
Activos biológicos	87.614	84.489	77.324	79.851	43.434
Activos por imp. Corrientes	19.197	19.066	17.218	17.303	27.779
Activos no corrientes	21.471	-	-	-	-
Total Activos Corrientes	820.869	852.105	817.649	774.232	843.587
Otros activos financieros	1.105	1.182	1.383	1.324	1.300
Inversiones método de participación	50.569	51.023	41.930	36.807	33.514
CxC con relacionadas	34.242	24.686	18.416	18.403	16.384
Activos intangibles	34.222	34.309	34.201	35.690	36.393
Propiedades, plantas y equipos	681.598	799.267	825.766	887.526	912.655
Activos por imp. no corrientes	109.735	-	-	-	-
Total Activos No Corrientes	911.472	910.468	921.696	979.749	1.000.246
Total Activos	1.732.341	1.762.572	1.739.344	1.753.982	1.843.832
Pasivos y Patrimonio en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	132.806	166.060	98.965	186.358	182.339
Cuentas por pagar	177.485	167.943	106.157	81.672	83.084
CxP Relacionadas	19.300	17.319	19.962	42.718	34.474
Otras provisiones	14.733	34.682	27.639	29.077	32.164
Pasivos por imp corrientes	305	8.572	6.710	13.119	13.136
Provisiones empleados	17.651	19.827	16.894	18.267	14.108
Otros pasivos no financieros	-	-	442	3.243	2.168
Total Pasivos Corrientes	362.280	414.403	276.769	374.453	361.473
Otros pasivos financieros	105.299	132.202	216.286	134.798	250.507
Pasivos por imp. diferidos	125.121	108.962	123.613	117.504	114.782
Total Pasivos No Corrientes	230.420	241.164	339.899	252.302	365.288
Capital emitido	504.479	484.756	471.530	463.609	454.131
Ganancias (pérdidas) acumuladas	616.713	621.352	623.206	642.161	649.180
Otras reservas	16.630	(850)	26.240	19.784	12.124
Particip. no controladoras	1	2	2	2	1
Primas de emisión	1.818	1.747	1.699	1.670	1.636
Patrimonio	1.139.641	1.107.006	1.122.677	1.127.226	1.117.071
Total Pasivos y Patrimonio	1.732.341	1.762.572	1.739.344	1.753.982	1.843.832

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Emiliana

Tabla 8: Balance General como proporción de los activos totales

Activos en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	1,0%	0,9%	0,5%	1,0%	0,5%
Otros activos financieros	0,4%	0,0%	1,2%	0,7%	0,2%
Otros activos no financieros	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Cuentas por cobrar	10,1%	11,7%	9,0%	8,7%	9,7%
CxC con relacionadas	4,1%	3,7%	2,9%	2,7%	1,5%
Inventarios	23,8%	25,4%	27,2%	24,9%	29,4%
Activos biológicos	5,1%	4,8%	4,4%	4,6%	2,4%
Activos por imp. corrientes	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,5%
Activos no corrientes	1,2%	-	-	-	-
Total Activos Corrientes	47,4%	48,3%	47,0%	44,1%	45,8%
Otros activos financieros	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Inversiones método de participación	2,9%	2,9%	2,4%	2,1%	1,8%
CxC con relacionadas	2,0%	1,4%	1,1%	1,0%	0,9%
Activos intangibles	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Propiedades, plantas y equipos	39,3%	45,3%	47,5%	50,6%	49,5%
Activos por imp. no corrientes	6,3%	-	-	-	-
Total Activos No Corrientes	52,6%	51,7%	53,0%	55,9%	54,2%
Total Activos	100%	100%	100%	100%	100%
<hr/>					
Pasivos y Patrimonio en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	7,7%	9,4%	5,7%	10,6%	9,9%
Cuentas por pagar	10,2%	9,5%	6,1%	4,7%	4,5%
CxP Relacionadas	1,1%	1,0%	1,1%	2,4%	1,9%
Otras provisiones	0,9%	2,0%	1,6%	1,7%	1,7%
Pasivos por imp corrientes	0,0%	0,5%	0,4%	0,7%	0,7%
Provisiones empleados	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,8%
Otros pasivos no financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%
Total Pasivos Corrientes	20,9%	23,5%	15,9%	21,3%	19,6%
Otros pasivos financieros	6,1%	7,5%	12,4%	7,7%	13,6%
Pasivos por imp. diferidos	7,2%	6,2%	7,1%	6,7%	6,2%
Total Pasivos No Corrientes	13,3%	13,7%	19,5%	14,4%	19,8%
Capital emitido	29,1%	27,5%	27,1%	26,4%	24,6%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	35,6%	35,3%	35,8%	36,6%	35,2%
Otras reservas	1,0%	0,0%	1,5%	1,1%	0,7%
Particip. no controladoras	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Primas de emisión	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Patrimonio	65,8%	62,8%	64,5%	64,3%	60,6%
Total Pasivos y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Emiliana

Tabla 9: Flujo de Efectivo en UF 2014-2018T3

Flujo de Efectivo en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Flujos Operacionales					
Cobros de las ventas	831.751	844.349	923.099	887.844	653.143
Cobros de regalías y otros	138	-	-	-	-
Cobros de primas de pólizas	20	17	-	1.185	-
Otros cobros	9.457	1.836	2.790	2.793	2.011
Pagos a proveedores	(843.228)	(991.284)	(838.545)	(736.041)	(593.550)
Pagos de primas de pólizas	(6.588)	(6.250)	(9.914)	(6.827)	(3.868)
Pagos por cuenta de los empleados	(123.044)	(133.179)	(130.637)	(139.608)	(104.031)
Otros pagos	(9.192)	(12.619)	(18.252)	(18.445)	(14.073)
Dividendos pagados	(12.929)	(24.837)	(12.086)	(11.884)	(23.260)
Dividendos recibidos	161	192	225	179	95
Intereses pagados	(1.848)	(1.686)	(4.438)	(8.264)	(3.128)
Intereses recibidos	518	134	89	45	25
Impuestos pagados	(609)	(6)	(7.315)	(6.245)	(10.303)
Otras entradas (salidas) de efectivo	87.332	87.201	88.530	78.061	71.175
Flujo Operacional	(68.062)	(236.133)	(6.454)	42.793	(25.763)
Flujos Inversiones					
Otros pagos para adquirir patrimonio	(45.905)	-	-	-	-
Ventas PPE	208	30.333	2.453	279	1.760
Compras PPE	(97.584)	(37.112)	(71.700)	(52.613)	(74.856)
Compras de activos intangibles	(3.921)	(2.206)	(730)	(2.828)	(1.733)
Subvenciones del gobierno	-	-	-	847	-
Flujos de Inversión	(147.201)	(8.985)	(69.977)	(54.315)	(74.828)
Flujos de Financiación					
Importes de préstamos	284.141	307.490	266.525	152.054	105.079
Pagos de préstamos	(158.566)	(62.431)	(194.712)	(129.664)	(170.358)
Otras entradas (salidas) de efectivo	20.644	(519)	(433)	(1.104)	3.909
Flujos de Financiación	146.219	244.540	71.380	21.285	93.262
Flujo de Efectivo del Periodo	(69.045)	(577)	(5.051)	9.764	(7.329)
Variación tasa de cambio	(206)	284	(1.724)	(1.788)	(447)
Flujo de Efectivo Neto del Periodo	(69.250)	(293)	(6.774)	7.976	(7.776)
Saldo Inicial	86.798	16.862	16.117	9.186	16.811
Saldo Final	17.548	16.569	9.343	17.161	9.034

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Emiliana

3.6. Modelo de Negocios de Emiliana

A través de la observación de los Estados Financieros de Emiliana es posible analizar el modelo de negocio de la empresa. Al tercer trimestre de 2018, es posible rescatar 3 partidas que sumadas componen el 81,3% de los activos de la empresa, estas son: propiedades, plantas y equipos (49,5%), activos biológicos (2,4%) e inventarios (29,4%).

Las Propiedades, plantas y equipos a su vez se subdividen en cuatro: Terrenos, Edificios e instalaciones, Plantaciones y Otros.

Tabla 10: Resumen Propiedades, plantas y equipos

Propiedades, plantas y equipos	UF	%	% Total Activos
Terrenos	314.379	34%	17,1%
Edificios e instalaciones	246.498	27%	13,4%
Plantaciones	200.332	22%	10,9%
Otros	151.447	17%	8,2%
	912.655	100%	49,5%

Fuente: Nota 15 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

El 37% de los Terrenos corresponden a plantaciones de uvas viníferas orgánicas. El 67% restante corresponden a vegetación nativa, principalmente bosques, cerros y laderas.

Tabla 11: Tipos de Terrenos

Terrenos	Hás	%
Plantados con Uva Vinífera	852	37%
Vegetación Nativa	1.451	63%
	2.303	100%

Fuente: Reporte de sustentabilidad Viñedos Emiliana.

Los Edificios e instalaciones corresponden a la bodega enológica y las Plantaciones a las parras orgánicas que generan la materia prima (uva vinífera) que constituye el principal insumo en la elaboración del vino embotellado.

Los Inventarios se subdividen en: vinos a granel, vinos semielaborados, vinos embotellados y otros.

Tabla 12: Resumen Inventarios

Inventarios	UF	%	% Total Activos
Vinos a granel	434.119	80%	23,5%
Vinos semielaborados	45.524	8%	2,5%
Vinos embotellados	32.811	6%	2%
Otros	29.732	5%	1,4%
	542.186	59%	29,4%

Fuente: Nota 9 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

Los activos biológicos corresponden a las bayas de uva en crecimiento sobre las parras. Al 30 de septiembre de 2018, estos suman UF 43.434 (2,4% de los activos), no obstante, al cierre de cada año este valor aumenta entre el doble y el triple, dado que es una acumulación de costos que culmina con la cosecha.

En suma, 47,5% de los activos de la empresa (6,2% terrenos plantados con uva, 10,9% parras, 2,4% uvas en crecimiento y 28% vinos) corresponden a aquellos que generan directamente el insumo principal del negocio vitivinícola: uva que se convierte en vino.

De lo anterior se desprende que el modelo de negocios de Emiliana se basa principalmente en contar con un adecuado abastecimiento de uva orgánica, a través de viñedos propios que les permitan producir uvas en las calidades, rendimientos y costos adecuados. En resumen, este modelo de abastecimiento se desarrolla a través de los siguientes pasos:

- a) Inversión en **terrenos** para plantar parras orgánicas
- b) Inversión por 3 años en el crecimiento y desarrollo de las **plantaciones**.
- c) Activación de costos asociados al manejo agrícola: **activos biológicos**
- d) Transformación de uva en vino: **inventario**

4. Financiamiento de la Empresa

La Empresa no posee bonos vigentes a la fecha 30 de septiembre de 2018. Se detallan a continuación los tipos de pasivos financieros que posee la empresa, así como los montos involucrados.

Tabla 13: Otros Pasivos Financieros que Devengan Intereses

Otros Pasivos Financieros que Devengan Intereses (UF)	Corriente		No Corriente		Total	
	2017	2018T3	2017	2018T3	2017	2018T3
Prestamos de Entidades Financieras	165.584	152.982	91.760	203.441	257.344	356.423
Obligaciones Leasing	13.649	13.604	29.871	25.302	43.520	38.906
Obligaciones Lease-Back	-	2.651	-	10.560	-	13.211
Cesión de Derechos	1.963	1.963	13.167	11.204	15.130	13.167
Operaciones Factoring	-	6.646	-	-	-	6.646
Instrumentos Financieros Derivados	5.162	4.492	-	-	5.162	4.492
Totales	186.358	182.338	134.798	250.507	321.156	432.845

Fuente: Nota 12.2 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

Se observa un incremento de la deuda del 34,8% entre 2017 y 2018T3, lo cual se explica por el déficit de flujo operacionales y el continuo plan de inversión en activos realizado por la compañía. Esto ha tenido como consecuencia un aumento en los gastos financieros y un cambio en la estructura deuda/patrimonio de Emiliana, éste último efecto será revisado en el siguiente capítulo.

Tabla 14: Gastos Financieros 2014 – 2018T3

Gastos Financieros /Año	2014	2015	2016	2017	2018T3
Gastos Financieros (UF)	(3.630)	(4.027)	(6.797)	(10.336)	(8.459)

Fuente: Nota 12.2 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

5. Estructura de Capital de la Empresa

5.1. Deuda Financiera de la Empresa

Tabla 15: Deuda Financiera 2014 - 2018T3

Deuda financiera/Año	2014	2015	2016	2017	2018T3
Deuda Financiera (UF)	238.104	298.263	315.251	321.156	432.845
Deuda Financiera (M\$)	5.863.820	7.644.200	8.306.240	8.606.388	11.841.543

Fuente: Elaboración Propia.

5.2. Patrimonio Económico (Bursátil) de la Empresa

Tabla 16: Patrimonio Económico 2014 – 2018T3

Patrimonio / Año	2014	2015	2016	2017	2018T3
Número de Acciones	636.428.572	636.428.572	636.428.572	636.428.572	636.428.572
Precio Acción (UF)	0,0018	0,0014	0,0013	0,0013	0,0014
Patrimonio Económico (UF)	1.124.154	869.130	845.416	833.589	865.400

Fuente: Elaboración Propia.

5.3. Estructura de Capital histórica y objetivo

Tabla 17: Estructura de Capital 2014 - 2018T3

	2014	2015	2016	2017	2018T3	Promedio 2017 - 2018T3	Objetivo
B/V	17,5%	25,5%	27,2%	27,8%	33,3%	30,6%	33,3%
P/V	82,5%	74,5%	72,8%	72,2%	66,7%	69,4%	66,7%
B/P	21,2%	34,3%	37,3%	38,5%	50,0%	44,0%	50,0%

Fuente: Elaboración Propia.

Si bien existe una creciente deuda de la empresa reflejada en un aumento en la proporción de deuda/patrimonio, la estructura de capital objetivo se estima se mantendrá constante e igual a la del último periodo disponible (33,3%) para objeto de cálculos posteriores de valorización. Los argumentos considerados para tomar dicho supuesto se encuentran explicados más adelante en los puntos: 7.1 y 9.2 de este trabajo.

6. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

6.1. Costo de la Deuda

Debido a que Emiliana no posee bonos vigentes al 30/09/2018 y a que tampoco había emitido anteriormente, se consideró como Costo de la Deuda (K_b) el bono en UF de mayor vencimiento vigente al 30/09/2018 de una empresa comparable:

Empresa: Concha y Toro.

Serie: K

Nemo: BCTOR-K¹¹

Tasa de interés anual de emisión (K_d) = 3,30%

Amortizaciones: semestrales

Fecha última transacción en bolsa: 19/07/2018

Valor de Mercado (VM) = 107,19%

Considerando los datos anteriores, el valor de la TIR (K_b) está dado por:

$$K_b = \frac{K_d}{VM}$$

$$K_b = \frac{3,30\%}{107,19\%}$$

$$K_b = 3,08\%$$

¹¹ Tabla de Desarrollo en Anexo 4.

6.2. Beta de la Deuda

Utilizando la fórmula de CAPM:

$$\beta_d = \frac{(K_b - R_f)}{PRM}$$

Donde:

$$K_b = 3,08\%$$

$$R_f = 2,12\% \text{ (BCU-30 al 28 de septiembre de 2018)}$$

$$PRM = 6,26\% \text{ (premios por riesgo de mercado para Chile}^{12}\text{)}$$

Entonces el beta de la deuda es:

$$\beta_d = \frac{3,08\% - 2,12\%}{6,26\%} = 0,153$$

6.3. Beta Patrimonial

Se calcularon 3 betas históricos para la acción de Emiliana mediante regresiones lineales¹³. Dichos betas fueron calculados de forma semanal considerando 104 semanas hacia atrás a partir del 30 de septiembre de los años 2016, 2017 y 2018.

Se consideró el IGPA como índice de mercado, ya que Emiliana no cotiza en el IPSA.

Tabla 18: Betas de Emiliana

	2016	2017	2018	Promedio 2017-2018
Beta de la Acción	-0,122	0,502	0,344	0,423
Nº de observaciones	104	104	104	
P-Value (significancia)	0,586	0,023	0,035	
Presencia Bursátil (%)	< 25%	< 25%	< 25%	

Fuente: Elaboración Propia.

¹² Premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2018

¹³ Datos ocupados para el cálculo de regresiones lineales en Anexo 6.

Se consideró como Beta Patrimonial el promedio simple de los años 2017 y 2018. El beta del año 2016 no se incluyó, ya que no tiene significancia estadística. Por el contrario, los betas de los años 2017 y 2018 son significativos al 5%.

Otro factor a considerar es la baja presencia bursátil¹⁴ de la acción de Emiliana, menor al 25%. Este aspecto se corrige más abajo (en el punto 6.6) incorporando una Prima por iliquidez.

6.4. Beta Patrimonial Sin Deuda

Se consideró el β patrimonial promedio simple de los años 2017 y 2018 (no se consideró el β del año 2016, ya que no tiene significancia estadística). Luego, se desapalancó el β patrimonial considerando la Estructura de deuda promedio de los últimos 2 años (2017 a 2018).

En cuanto al impuesto a la renta, se calculó un impuesto ponderado acorde al periodo utilizado para el cálculo del β patrimonial entre 2016T4 y 2018T3.

Tabla 19: Tasa de Impuesto a la Renta Real 2016 - 2018

2016	2017	2018
24%	25%	27%

Fuente: Servicio de impuestos internos, impuestos directos.

Tabla 20: Tasas de Impuesto a la Renta Ponderada 2016T4 – 2018T3

2016 T4 - 2017 T3	2017 T4 – 2018 T3	Promedio 2016 T4-2018 T3
24,75%	26,50%	25,63%

Fuente: Elaboración Propia.

Luego, para el cálculo del β sin deuda y considerando que $K_b > R_f$, se ocupó la fórmula de Rubinstein:

$$\beta_p^{CD} = \beta_p^{SD} \left[1 + (1 - Tc) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - Tc) \left(\frac{B}{P} \right)$$

¹⁴ La presencia bursátil del título es la cantidad de días en los que se registran transacciones de una acción por más de 1.000 UF, durante los últimos 180 días hábiles bursátiles.

Donde:

β_p^{SD} = beta patrimonial sin deuda

β_p^{CD} = beta patrimonial con deuda

Tc = tasa de impuesto corporativo

$\frac{B}{P}$ = estructura de capital (deuda financiera/patrimonio a valor de mercado)

Reemplazando, se obtuvo que:

$$\beta_p^{SD} = \frac{[\beta_p^{CD} + \beta_d(1 - Tc)\left(\frac{B}{P}\right)]}{[1 + (1 - Tc)\left(\frac{B}{P}\right)]}$$

$$\beta_p^{SD} = \frac{[0,423 + 0,153(1 - 25,63\%)(44,0\%)]}{[1 + (1 - 25,63\%)(44,0\%)]}$$

$$\beta_p^{SD} = 0,357$$

6.5. Beta Patrimonial Con Deuda

Se consideró como estructura de deuda objetivo el ratio proyectado en el punto 9 más abajo y como tasa de impuesto la tasa objetivo de largo plazo de 27%.

Luego, para el cálculo del β con deuda y considerando que $K_b > R_f$, se ocupó la fórmula de Rubinstein:

$$\beta_p^{CD} = \beta_p^{SD} \left[1 + (1 - Tc)\left(\frac{B}{P}\right) \right] - \beta_d(1 - Tc)\left(\frac{B}{P}\right)$$

$$\beta_p^{CD} = 0,357 * [1 + (1 - 27\%)(50,0\%)] - 0,153 * (1 - 27\%)(50,0\%)$$

$$\beta_p^{CD} = 0,431$$

6.6. Costo Patrimonial

Luego, a través de la fórmula de CAPM, se calculó el costo patrimonial de Emiliana sumando un premio por iliquidez de un 1,5%¹⁵. Este premio se agregó debido a que la acción de Emiliana tuvo una presencia bursátil muy baja (menor al 25% entre los años 2017 y 2018).

Utilizando la fórmula de CAPM:

$$K_p = R_f + PRM * \beta_p^{CD} + \text{premio por iliquidez}$$

$$K_p = 2,12\% + 6,26\% * 0,431 + 1,5\%$$

$$K_p = 6,32\%$$

6.7. Costo de Capital Promedio Ponderado

El Costo de Capital de Emiliana se calculó utilizando la fórmula de Costo de Capital Promedio Ponderado, también conocida como WACC por sus siglas en inglés (Weighted Average Cost of Capital).

$$WACC = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * (1 - Tc) \left(\frac{B}{V}\right)$$

$$WACC = 6,32\% * 66,66\% + 3,08\% * (1 - 27\%) * 33,34\%$$

$$WACC = 4,96\%$$

¹⁵ Premio por iliquidez propuesto por el profesor Marcelo González.

7. Análisis Operacional del Negocio e Industria

7.1. Industria Vitivinícola en Chile

A continuación, se presentan los principales indicadores financieros de las empresas vitivinícolas chilenas abiertas en bolsa: Concha y Toro, VSPT, Santa Rita y Emiliana, para los años 2014 a 2017.

Tabla 21: Ventas empresas vitivinícolas abiertas en Chile

<i>Cifras en UF</i>	2014	2015	2016	2017	CAGR 2014-2017
Concha y Toro	23.685.820	24.823.124	24.990.440	24.023.484	0,5%
VSPT	6.998.329	7.394.529	7.643.928	7.629.402	2,9%
Santa Rita	5.478.757	6.032.328	6.309.685	6.110.447	3,7%
Emiliana	833.476	815.344	832.960	829.765	-0,1%

Fuente: Elaboración Propia.

En términos reales, las ventas de Santa Rita y VSPT han crecido a tasas promedio de 3,7% y 2,9% entre 2014 y 2017. Por el contrario, las ventas de Concha y Toro y Emiliana se han mantenido constantes, con crecimiento promedio anual de solo 0,5% para Concha y Toro y decrecimiento de 0,1% promedio anual para Emiliana.

Tabla 22: EBIT empresas vitivinícolas abiertas en Chile

<i>Cifras en UF</i>	2014	2015	2016	2017	CAGR 2014-2017
Concha y Toro	2.558.583	2.771.144	2.663.777	2.310.319	(3,3%)
VSPT	1.006.199	1.269.390	1.411.470	914.968	(3,1%)
Santa Rita	603.444	604.816	713.488	629.446	1,4%
Emiliana	53.088	64.660	75.539	50.217	(1,8%)
<i>EBIT/Ventas</i>	Promedio				
Concha y Toro	10,8%	11,2%	10,7%	9,6%	10,6%
VSPT	14,4%	17,2%	18,5%	12,0%	15,5%
Santa Rita	11,0%	10,0%	11,3%	10,3%	10,7%
Emiliana	6,4%	7,9%	9,1%	6,1%	7,4%

Fuente: Elaboración Propia.

El resultado operacional de 3 de las 4 empresas analizadas ha decrecido. En los casos de Concha y Toro y VSPT a tasa promedio anual de 3%. Emiliana decrece a tasa de 1,8% promedio anual. Solo Santa Rita ha aumentado su EBIT entre 2014 y 2017 con un incremento promedio del 1,4%.

Respecto a la razón EBIT a Ventas, Concha y Toro oscila entre 9% y 11% entre 2014 y 2017. VSPT muestra las variaciones más importantes, con un peak de 18,5% en 2016 y solo un 12% en 2017, con un promedio de 15,5% entre 2014 y 2017. Santa Rita promedia un 10,7% y Emiliana solo un 7,4%. El promedio simple de las 4 empresas es de un 11%.

Tabla 23: ROA empresas vitivinícolas abiertas en Chile

	2014	2015	2016	2017	Promedio
Concha y Toro	6,9%	7,2%	6,9%	5,9%	6,7%
VSPT	8,3%	10,6%	11,7%	7,8%	9,6%
Santa Rita	6,2%	6,3%	7,4%	6,4%	6,6%
Emiliana	3,1%	3,7%	4,3%	2,9%	3,5%

Fuente: Elaboración Propia.

El ROA (Return on Assets) es la razón entre el Resultado Operacional (EBIT) y el total de Activos. VSPT es la empresa que renta más sobre sus activos con un 9,6% promedio entre 2014 y 2017. Por el contrario, Emiliana solo renta un 3,5% anual promedio en el mismo periodo. En tanto, Concha y Toro y Santa Rita tienen rentabilidades similares de 6,7% y 6,6% promedio respectivamente.

Tabla 24: ROE empresas vitivinícolas abiertas en Chile

	2014	2015	2016	2017	Promedio
Concha y Toro	9,9%	11,1%	9,4%	9,1%	9,8%
VSPT	9,8%	12,7%	13,2%	8,0%	10,9%
Santa Rita	6,4%	8,0%	9,2%	8,3%	8,0%
Emiliana	2,4%	4,8%	3,8%	4,4%	3,9%

Fuente: Elaboración Propia.

El ROE (Return on Equity) es la razón entre la Utilidad y el Patrimonio. VSPT es la empresa que más renta sobre patrimonio con un 10,9% promedio entre 2014 y 2017. Por el contrario,

Emiliana solo renta un 3,9% anual promedio en el mismo periodo. En tanto, Concha y Toro y Santa Rita tienen rentabilidades de 9,8% y 8,0% promedio respectivamente.

Tabla 25: Deuda a Patrimonio empresas vitivinícolas abiertas en Chile

	2014	2015	2016	2017	Promedio
Concha y Toro	1,07	1,17	0,96	0,92	1,03
VSPT	0,50	0,50	0,49	0,43	0,48
Santa Rita	0,50	0,59	0,61	0,66	0,59
Emiliana	0,52	0,59	0,55	0,56	0,55

Fuente: Elaboración Propia.

Entre 2014 y 2017, en promedio por cada peso de deuda Concha y Toro tiene un peso de patrimonio. Por el contrario, las otras empresas presentan una relación cercana a 1/2, es decir, por cada peso de deuda tienen 2 pesos de patrimonio. Concha y Toro es la empresa más apalancada, seguida por Santa Rita, Emiliana y VSPT en dicho orden. No obstante, al mirar la evolución en el tiempo, se observa que Concha y Toro y VSPT han disminuido su apalancamiento de 1,07 a 0,92 y de 0,5 a 0,43 veces respectivamente entre 2014 y 2017, mientras que Santa Rita y Emiliana han aumentado su leverage de 0,50 a 0,66 y de 0,52 a 0,56 veces respectivamente en igual periodo.

Tabla 26: Cobertura Gastos Financieros empresas vitivinícolas abiertas en Chile

	2014	2015	2016	2017	Promedio
Concha y Toro	6,1	7,1	6,8	6,2	6,5
VSPT	11,9	17,9	23,8	15,9	17,4
Santa Rita	7,7	8,1	9,7	8,9	8,6
Emiliana	14,6	16,1	11,1	4,9	11,7

Fuente: Elaboración Propia.

El Ratio de Cobertura medido como EBIT sobre Gastos Financieros muestra cuantas veces podría pagar la empresa los gastos financieros del período. El mayor ratio promedio entre 2014 y 2017 lo tiene VSPT con 17,4 veces, seguido por Emiliana con 11,7 veces, Santa Rita con 8,6 veces y finalmente Concha y Toro con 6,5 veces. No obstante, todas las empresas han mejorado este ratio en el tiempo a excepción de Emiliana que ha caído de 14,6 veces en 2014 a solo 4,9 veces en 2017.

Tabla 27: Análisis Du Pont

Concha y Toro	2014	2015	2016	2017	Promedio
Utilidad del Ejercicio/Ventas	7,5%	7,9%	7,4%	7,8%	7,6%
Ventas/Activos	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Activos/Patrimonio	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0
ROAc	4,8%	5,1%	4,8%	4,7%	4,8%
ROE	9,9%	11,1%	9,4%	9,1%	9,8%
VSPT	2014	2015	2016	2017	Promedio
Utilidad del Ejercicio/Ventas	11,2%	13,7%	13,9%	8,7%	11,9%
Ventas/Activos	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Activos/Patrimonio	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5
ROAc	6,5%	8,4%	8,8%	5,6%	7,3%
ROE	9,8%	12,7%	13,2%	8,0%	10,9%
Santa Rita	2014	2015	2016	2017	Promedio
Utilidad del Ejercicio/Ventas	7,5%	8,0%	8,7%	8,0%	8,1%
Ventas/Activos	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
Activos/Patrimonio	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6
ROAc	4,2%	5,1%	5,7%	5,0%	5,0%
ROE	6,4%	8,0%	9,2%	8,3%	8,0%
Emiliana	2014	2015	2016	2017	Promedio
Utilidad del Ejercicio/Ventas	3,3%	6,6%	5,2%	5,9%	5,2%
Ventas/Activos	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Activos/Patrimonio	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6
ROAc	1,6%	3,0%	2,5%	2,8%	2,5%
ROE	2,4%	4,8%	3,8%	4,4%	3,9%

Fuente: Elaboración Propia.

El análisis de Du Pont permite descomponer el ROE en 3 efectos: Margen (Utilidad del Ejercicio/Ventas), Rotación (Ventas/Activos) y Leverage (Activos/Patrimonio). El ROAc corresponde a la multiplicación de los efectos Margen y Rotación y solo constituye un proxit de la Rentabilidad de los activos¹⁶.

¹⁶ “En el análisis Du Pont es llamado “rentabilidad de los activos”, que se define como utilidad del ejercicio/activos. Sin embargo, esta definición no es correcta. El flujo de los activos no se relaciona con la utilidad del ejercicio pues ese ítem tiene EBIT menos gastos financieros. Este último se origina

En resumen, Emiliana presenta ventas sin crecimiento entre los años 2014 y 2017 versus crecimientos en ventas moderados de todas las otras empresas de la industria abiertas en bolsa: Concha y Toro con 0,5%, VSPT con 2,9% y Santa Rita con 3,7% promedio anual.

Respecto a los resultados operacionales todas las empresas analizadas decrecen entre 2014 y 2017 considerando el ratio sobre ventas. Concha y Toro de 10,8% a 9,6%, VSPT de 14,4% a 12%, Santa Rita de 11% a 10,3% y Emiliana de 6,4% a 6,1%.

En endeudamiento, Emiliana crece entre 2014 y 2017 de 0,52 a 0,56 veces medido como deuda/patrimonio o de 1,5 a 1,6 veces medido como activos/patrimonio. Santa Rita tiene un crecimiento similar de 0,50 a 0,66 veces medido como deuda/patrimonio o de 1,5 a 1,7 veces medido como activos/patrimonio. En igual periodo VSPT y Concha y Toro disminuyen su endeudamiento.

En cuanto a rentabilidad Emiliana tiene los peores indicadores promedio 2014-2017 entre las empresas vitivinícolas abiertas. El ROA de Emiliana es solo 3,5% versus 6,6% de Santa Rita, 6,7% de Concha y Toro y 9,6% de VSPT. Los activos de Emiliana rentan la mitad de lo que rentan en Santa Rita y Concha y Toro y solo un tercio de lo que rentan en VSPT, siendo a su vez en 2017 menor que su costo financiero de 3,1%.

Dado que Emiliana ha aumentado su apalancamiento y al mismo tiempo ha disminuido su capacidad de cobertura de gastos financieros en 2/3 en solo 4 años, se visualiza que cada vez tiene menos espacio para crecer vía emisión de deuda.

Dado lo anterior, no se considera probable que Emiliana pueda seguir aumentando su nivel de apalancamiento en el mediano plazo. Tampoco se considera probable que disminuya, ya que el bajo rendimiento de sus activos no le permitiría amortizar deuda. Este supuesto es considerado en la estimación de la estructura de deuda objetivo.

por la deuda financiera y no por los activos, toda vez que la utilidad neta es la diferencia de EBIT menos gastos financieros." Olivares, José, Apuntes de Clases, Capítulo 10: Análisis Financiero, p26.

7.2. Análisis de Crecimiento

Al analizar las ventas de Viñedos Emiliana S.A. en términos reales se observa un que éstas se han mantenido casi sin variaciones entre los años 2014 y 2017.

Considerando el año móvil a septiembre de 2018, se observa una baja de un 7,3% desde UF 633.463 al 30 de septiembre de 2017 a UF 587.344 al 30 de septiembre de 2018.

Tabla 28: Ingresos actividades ordinarias Emiliana 2014-2018T3

Ingresos (UF)/Año	2014	2015	2016	2017	2017 T3	2018 T3
Ingresos por Ventas	833.476	815.344	832.960	829.765	633.463	587.344
%Var Ingresos		(2%)	2%	0%		(7%)

Fuente: Reporte de sustentabilidad Viñedos Emiliana.

En promedio, durante el periodo analizado, los ingresos de esta sociedad se componen un 89% por exportaciones y solo un 11% por ventas en el mercado doméstico. Los tipos de producto que se comercializan son: embotellados (orgánico, reserva y varietales), granel orgánico y envasado.

Tabla 29: Volúmenes de Venta Emiliana 2014 - 2018T3

Volumen por tipo de producto/Año	2014	2015	2016	2017	2017T3	2018T3	CAGR 2014-2017
Volumen (C9L¹⁷)	1.279.319	1.121.453	1.124.479	1.059.348	835.258	730.537	
Embotellados Orgánicos	536.686	591.913	637.018	691.645	538.533	469.417	
Embotellados Reservas	57.003	67.299	80.040	53.657	41.779	36.417	
Embotellados Varietales	316.102	269.767	225.076	172.722	134.486	117.226	
Granel Orgánico	326.169	111.660	69.157	43.651	37.206	33.196	
Envasado	43.359	80.814	113.188	97.673	83.253	74.281	
Volumen (%Var C9L)		(12%)	0%	(6%)			(6,1%)
Embotellados Orgánicos		10%	8%	9%			8,8%
Embotellados Reservas		18%	19%	(33%)			(2,0%)
Embotellados Varietales		(15%)	(17%)	(23%)			(18,2%)
Granel Orgánico		(66%)	(38%)	(37%)			(48,8%)
Envasado		86%	40%	(14%)			31,1%

Fuente: Reporte de sustentabilidad Viñedos Emiliana.

En cuanto a los volúmenes comercializados, estos muestran una tendencia al alza para líneas orgánicas y a la baja en otros formatos, lo cual se encuentra en línea con la estrategia de la compañía, privilegiando la venta de vinos que tienen mayor precio de venta y mayores márgenes brutos.

La disminución de volúmenes, principalmente en varietales y graneles, no ha comprometido los ingresos de la compañía, debido a un aumento en los precios promedio y al mejor posicionamiento de los vinos orgánicos en el mercado.

A continuación, se muestra la evolución de los precios desde 27,6 USD/C9L¹⁸ en 2014 a 32,5 USD/C9L durante el 2018T3. Para los próximos años, y acorde con la estrategia de posicionamiento de la compañía, se espera que el precio promedio de Emiliana entre a la categoría de vinos de alto valor de la industria con precios por sobre los 40 USD/C9L. La

¹⁷ C9L: Caja de 9 litros equivalente. Unidad de medida de volumen ocupada por convención en la industria vitivinícola en todo el mundo, corresponde a una caja de 12 botellas de 750cc.

¹⁸ USD/C9L: Precio en dólares de una caja de 9 litros equivalente. Unidad de medida de valor ocupada por convención en la industria vitivinícola en todo el mundo, corresponde al precio en dólares una caja de 12 botellas de 750cc.

estrategia de la compañía es alcanzar dentro de los próximos 10 años precios de 60 USD/C9L para la línea de embotellados orgánicos.

Tabla 30: Precio Promedio Emiliana USD/C9L y CLP/C9L 2014-2018

Precio promedio C9L / Año	2014	2015	2016	2017	2018 T3	CAGR 2015- 2018
Precios Promedio por Formato USD	27,6	27,9	28,3	31,5	32,5	3,9%
Embotellados Orgánicos	40,3	35,7	35,6	37,6	39,1	2,3%
Embotellados Reservas	26,5	23,1	21,9	24,5	23,1	1,4%
Embotellados Varietales	21,4	20,9	20,1	21,5	20,9	0,7%
Granel Orgánico	14,3	14,3	13,7	13,7	16,0	3,0%
Envasado	17,4	16,6	16,7	17,9	19,4	4,0%

Fuente: Reporte de sustentabilidad Viñedos Emiliana.

Acorde con el análisis realizado de volúmenes y precios, existe evidencia que permite anticipar que la compañía seguirá aumentando los volúmenes vendidos de vino orgánico a tasas de 9% para los próximos años y que los precios de esta categoría también seguirán aumentando por sobre los 40 USD/C9P, lo que sustenta un crecimiento moderado en ventas para los próximos años.

7.3. Análisis de Costos de Operación

Emiliana clasifica sus costos de operación en 3 grandes agrupaciones: costos de ventas, costos de distribución y gastos de administración.

Al revisar la composición de los costos durante el 2014 y 2018T3, es posible observar que existe una relación con respecto a las ventas que se ha mantenido durante este periodo de análisis sin mayores variaciones.

Tabla 31: Costos Emiliana 2014 - 2018T3

Estado de Resultados	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos de act. Ordinarias	833.476	815.344	832.960	829.765	587.344
Costo de ventas	(552.414)	(545.774)	(553.063)	(565.140)	(400.407)
% Costo Venta / Ventas	66%	67%	66%	68%	68%
Costos de distribución	(134.386)	(94.944)	(89.550)	(89.476)	(59.488)
% Costo Distribución / Ventas	16%	12%	11%	11%	10%
Gasto de Administración	(49.397)	(99.006)	(102.747)	(102.183)	(77.623)
% Gastos Adm / Ventas	6%	12%	12%	12%	13%

Fuente: Memoria anual Viñedos Emiliana.

A continuación, se realiza una descripción en detalle de las diferentes categorías de costos que posee la compañía:

- Costo de Venta: corresponde al costo de producción de los productos vendidos y aquellos costos necesarios para que las existencias queden en su condición y ubicación necesaria para realizar su venta. Estos se subdividen en:
 - Costo de Vino: Es el costo del caldo al momento de ser envasado, incluye:
 - Costo de Uva: Emiliana a diferencia de otras Viñas solo comercializa vino proveniente de uvas de campos propios o contratos de arriendo a largo plazo. No tiene compras de uva a terceros ni compras de vino a granel. Lo anterior es relevante, ya que los costos de campos propios son gestionables no así la compra de uva y vino a terceros que depende en gran medida de las condiciones del mercado spot. El año agrícola tiene como temporalidad los meses de junio a mayo del año siguiente, durante ese tiempo todos los costos relacionados con las faenas de mantención y cosecha de los predios, así como la depreciación de las maquinarias y plantas se activan como gastos anticipados. Una vez se termina el año agrícola, dichos costos se traspasan a la bodega enológica a un precio de transferencia igual a la acumulación de costos del año.
 - Costo de Vinificación: todos aquellos costos involucrados en la transformación de la uva en vino. Estos costos se imputan entre los meses de febrero y junio (alineados

con los meses de cosecha). Incluyen costos de mano de obra, energía, insumos, mantenciones, fletes, análisis, entre otros.

- Costo de Cubería: todos aquellos costos incurridos desde el final de la vendimia hasta el momento en que el vino es traspasado ya sea a una planta de envasado o despachado como granel. Incluyen costos de mano de obra, depreciación, insumos, etc.

- Costo de Insumos Secos: en el caso de que el vino sea envasado, es decir, que no se venda como vino granel, se incorporan los insumos secos acordes al tipo de envasado. Emiliana vende vino envasado en 2 formatos: embotellado y bag in box. El formato embotellado requiere de los siguientes insumos: botella, tapado (corcho y cápsula o tapa), etiqueta, contraetiqueta, tabique, caja, e insumos de embalaje. El formato bag in box requiere de: bolsa, estuche, caja máster e insumos de embalaje. Como insumos de embalaje se consideran: cinta adhesiva, stretch film, esquineros, zunchos y base (pallet o slip sheet).

- Costos Indirectos de Fabricación: aquellos costos relacionados con: mano de obra, mantenciones, energía y otros costos propios de la planta de envasado. Emiliana al no contar con planta de envasado paga un fee a un tercero por estos servicios.

- Costos de Distribución: corresponden a costos de aportes publicitarios, remuneraciones, fletes, embarques, y otros necesarios para poner los productos a disposición de los clientes. Estos se subdividen en:
 - Costos de Logística: se diferencian entre exportaciones y mercado nacional. En exportaciones gran parte de estos costos corresponden al flete desde la planta de envasado al puerto de embarque. Esto es así debido a que gran parte de las exportaciones vitivinícolas son bajo cláusula de venta FOB, en donde el vendedor se hace cargo de los costos logísticos solo hasta que la carga está puesta en el stacking del puerto de embarque, luego los costos corren por el cliente. Además de los costos de fletes, otros costos de exportaciones son; fee del agente de aduana, documentación y costes portuarios asociados a movimientos y almacenaje. En mercado nacional los costos incluyen el fee del operador logístico y los fletes de

despacho desde la planta de producción hasta el operador. A lo anterior hay que sumar el costo de mano de obra de las personas que trabajan en el equipo de logística de la empresa.

- **Costos de Aportes Publicitarios:** también se diferencian entre exportaciones y mercado nacional. En exportaciones los aportes publicitarios corresponden a gastos pagados a los importadores para realizar promociones y publicidad en las salas de venta de los países de destino. Usualmente el importador y el productor pagan cada uno una parte de dichos gastos los cuales el importador administra previo acuerdo con el productor. Se opera de dicha forma, ya que al exportar a muchos países es costoso y difícil que el producto llegue a cada mercado a ejecutar un plan de marketing de forma directa. En mercado nacional los aportes se dividen en 2 tipos y están ambos relacionados con ventas a través del canal Retail (supermercados): porcentajes fijos definidos por cada supermercado, tales como Rappel (uso de espacio en góndola), Centralizado (despachos de los centros de distribución a cada sala), Merma Cero (costo asociado a mermas), B2B (uso de plataforma del Retail) y Reposición (reponer mercadería en las góndolas), y porcentajes variables asociados a las promociones en que un proveedor quiera participar
- **Gastos de Administración:** contiene los gastos de remuneraciones y beneficios al personal, honorarios por asesorías externas, gastos de servicios generales, gastos de seguros, amortizaciones de activos no corrientes, entre otros.

7.4. Análisis de Cuentas No Operacionales

A continuación, se presenta cada una de las cuentas que componen el resultado no operacional.

- **Ingresos Financieros [No Recurrente]**

No existe información adicional sobre la composición de esta cuenta, la cual en los últimos 4 años no ha representado un porcentaje mayor al 0.25% de las ventas de la compañía. Debido a la escasa relevancia de esta cuenta, será tratada como una cuenta no recurrente.

- **Costos Financieros [Recurrente]**

Corresponde a los intereses y otro tipo de remuneraciones que deben pagarse derivado del financiamiento obtenido por terceros.

- **Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación [Recurrente]**

Corresponde a la representación de las Ganancias (Pérdidas) sobre inversiones en las empresas afiliadas Sociedad Comercial y Promotora de la uva LTDA. (99,9% de participación) y Wine Packaging logistic S.A. (33% de participación).

La participación de Viñedos Emiliana se mantiene sin variaciones desde al año 2014, por lo que la clasificación de esta cuenta no operacional es recurrente.

- **Diferencias de cambio [Recurrente]**

La Diferencia de Cambio es reconocida en resultados excepto para instrumentos financieros medidos al Valor razonable a través de resultados, y para viñedos Emiliana las principales partidas en moneda extranjera que afectan esta cuenta son:

- Efectivo equivalente
- Cuentas por Cobrar
- Otros activos y pasivos financieros
- Obligaciones bancarias de corto y largo plazo

Producto de que los ingresos de Emiliana provienen en cerca de un 90% de exportaciones, y a que la empresa se ha financiado con préstamos entre 1 y 5 años en moneda extranjera, la cuenta diferencias en tipo de cambio puede ser considerada como recurrente.

- **Resultado por unidades de reajuste [Recurrente]**

Se produce principalmente por cuentas por cobrar, cuentas por pagar, obligaciones

bancarias y leasing contraídos en UF. Debido a que estas partidas se mantienen durante los últimos cuatro años se clasifica como una cuenta tipo recurrente.

7.5. Análisis de Activos

A continuación, se clasifican los activos entre operacionales y no operacionales.

Tabla 32: Clasificación de Activos

Activos en UF	2018T3	Tipo de activo
Efectivo	9.034	Operacional
Otros activos financieros	3.040	Operacional
Otros activos no financieros	13.271	Operacional
Cuentas por cobrar	177.938	Operacional
CxC con relacionadas	26.905	Operacional
Inventarios	542.186	Operacional
Activos biológicos	43.434	Operacional
Activos por imp. Corrientes	27.779	Operacional
Total Activos Corrientes	843.587	
Otros activos financieros	1.300	Operacional
Inversiones método de participación	33.514	Operacional
CxC con relacionadas	16.384	Operacional
Activos intangibles	36.393	Operacional
Propiedades, plantas y equipos	912.655	Operacional
Total Activos No Corrientes	1.000.246	
Total Activos	1.843.832	

Fuente: Elaboración propia.

- **Otros activos financieros corrientes y no corrientes**

Corresponde a activos de cobertura que tienen relación con la política de gestión de riesgo de la compañía, con la cual se adquieren derivados de tipo de cambio y tasa de interés que pueden ser clasificados en los siguientes tipos:

- **Forward:** Cubre la exposición de riesgo en moneda extranjera.
- **Swap Tasa de Interés:** Cubre la exposición al riesgo de flujos futuros en caja, fijando la tasa de interés en un préstamo con tasa variable.

- **Cross Currency Swap:** Cubre la exposición al riesgo de flujos futuros de caja, especificando en euros para compensar contra activos en dicha moneda, fija la tasa de interés del préstamo.

Para los casos del Swap de Tasa de Interés y el Cross Currency Swap, se relacionan a pasivos por préstamos bancarios.

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

Corresponde a la representación de las Ganancias (Pérdidas) sobre inversiones en las empresas afiliadas Sociedad Comercial y Promotora de la uva LTDA. (99,9% de participación) y Wine Packaging logistic S.A. (33% de participación).

8. Proyección de Estados Financieros

8.1. Proyección de Ingresos de Operación

Tabla 33: Proyección Ventas Viñedos Emiliana S.A.

Estimación ventas Emiliana / Año ¹⁹	2017	2018T3	2018T4E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Volumen (C9L)	1.059.348	730.537	206.750	937.288	928.405	941.131	969.785	1.011.334
<i>Embotellados Orgánicos</i>	691.645	469.417	133.461	602.878	656.071	713.957	776.949	845.500
<i>Embotellados Reservas</i>	53.657	36.417	10.354	46.771	45.837	44.922	44.025	43.146
<i>Embotellados Varietales</i>	172.722	117.226	33.329	150.555	123.084	100.625	82.265	67.255
<i>Granel Orgánico</i>	43.651	33.196	9.145	42.341	21.658	11.078	5.666	2.898
<i>Envasado</i>	97.673	74.281	20.462	94.743	81.756	70.550	60.879	52.534
Precios Promedio por Formato USD	31,5	32,4	32,4	32,4	34,4	36,2	37,9	39,4
<i>Embotellados Orgánicos</i>	37,6	39,12	39,12	39,12	40,03	40,95	41,90	42,87
<i>Embotellados Reservas</i>	24,5	23,14	23,14	23,14	23,14	23,14	23,14	23,14
<i>Embotellados Varietales</i>	21,5	20,92	20,92	20,92	20,92	20,92	20,92	20,92
<i>Granel Orgánico</i>	13,7	16,03	16,03	16,03	16,50	16,99	17,49	18,01
<i>Envasado</i>	17,9	19,42	19,42	19,42	20,19	20,99	21,82	22,69
Venta Vinos	21.642.261	16.068.232	4.557.146	20.625.738	20.736.791	22.133.195	23.868.577	25.931.856
Royalty Santa Emiliana	296.779		300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Otros Ingresos	297.129		162.712	162.712	163.579	174.437	187.931	203.975
Total M\$ CLP	22.236.169	16.068.232	5.019.859	21.088.091	21.200.370	22.607.632	24.356.508	26.435.830
Total UF	829.765	587.344	182.141	769.484	746.829	773.207	808.758	852.235
%Var Ingresos Totales				(7,3%)	(2,9%)	3,5%	4,6%	5,4%

Fuente: Elaboración propia.

¹⁹ Años 2017 y 2018T3 corresponden a datos reales. Año 2018T4 corresponde a la estimación realizada para el cuarto trimestre de 2018. Años 2018 a 2022 corresponden a estimaciones anuales.

Supuestos utilizados

▪ Proyección volúmenes de venta

- Embotellados Orgánicos: En los últimos 4 años los volúmenes de este tipo de producto han crecido en un 8.8% promedio por año. Se consideró igual crecimiento para el periodo 2019-2022. Con respecto al 2018T4 se mantuvo la disminución en volúmenes vendidos entre 2018T3 y 2017T3 de 12,5%, extrapolarlo el último trimestre.
- Embotellados Reservas: Se consideró un decrecimiento del 2% acorde con la estrategia de la empresa de disminuir las ventas de vino no orgánico y en línea con el estancamiento en los últimos 4 años.
- Embotellados Varietales: Este tipo de producto ha disminuido en promedio un 18.2% anual acorde con la estrategia de la compañía. Se consideraron los decrecimientos en esta tasa para los próximos 4 años.
- Granel Orgánico y envasado: En línea con la estrategia de la compañía, se mantuvieron los decrecimientos anuales promedios de 48,8% y 13,7%.

▪ Proyección precios

- Se consideró un crecimiento anualizado acorde con CAGR calculado entre 2015 y 2018. Estos crecimientos son: 2,3% anual para los embotellados orgánicos, 3% anual para los graneles orgánicos, 4% para los envasados y sin crecimiento para los embotellados tradicionales.
- **Precio del dólar:** Se considera un tipo de cambio de \$ 650 acorde a la encuesta de expectativas económicas del banco central de septiembre de 2018.

8.2. Proyección de Costos de Operación

Emiliana no presenta cifras con la información detallada de sus costos de operación. Debido a lo anterior y considerando que las relaciones de todos los costos con respecto a las ventas mantienen sus porcentajes de manera casi constante, es que se proyectó en base a los ratios promedio histórico de cada ítem de costo respecto a los ingresos por ventas.

Tabla 34: Proyección Costos Operacionales Viñedos Emiliana S.A.

<i>Proyección</i> Costos	2017	2018T3	2018T4E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ingresos por ventas	829.765	587.344	182.141	769.484	746.829	773.207	808.758	852.235
Costo de ventas	(565.140)	(400.407)	(114.666)	(515.073)	(499.856)	(517.511)	(541.305)	(570.405)
% Costo Ventas / Ventas	(68%)	(68%)	(63%)	(67%)	(67%)	(67%)	(67%)	(67%)
Costos de distribución	(89.476)	(59.488)	(25.574)	(85.062)	(82.596)	(85.514)	(89.445)	(94.254)
% Costo distribución / Ventas	(11%)	(10%)	(14%)	(11%)	(11%)	(11%)	(11%)	(11%)
Gastos de administración	(102.183)	(77.623)	(16.790)	(94.413)	(91.593)	(94.828)	(99.188)	(104.520)
% Gastos administración / Ventas	(12%)	(13%)	(9%)	(12%)	(12%)	(12%)	(12%)	(12%)

Fuente: Elaboración propia.

8.3. Proyección Resultado No Operacional

- Partidas recurrentes.

El criterio conservador utilizado para los costos financieros es mantener el nivel de gastos financieros/ pasivos financieros corrientes en el promedio de los últimos 4 años de 2,04%. Para proyectar a la deuda se utilizaron supuestos de nuevas inversiones y capital de trabajo explicados en el punto 9.2.

Por otro lado, para la participación en sociedades unidad de reajuste y diferencia de cambio se consideró un promedio simple de los últimos 4 años.

- **Partidas No recurrentes.**

Ingresos Financieros fueron proyectados en base al promedio con respecto a las ventas del 0,47%.

8.4. Proyección Estado de Resultados

Acorde a los supuestos y proyección presentados en los puntos anteriores se presenta la proyección del estado de resultados de Viñedos Emiliana S.A tanto en pesos como en UF.

Tabla 35: Proyección Estados de Resultados UF

<i>EERR en UF</i>	2018T3	2018T4E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ingresos por ventas	587.344	182.141	769.484	746.829	773.207	808.758	852.235
Costo de ventas	(400.407)	(114.666)	(515.073)	(499.856)	(517.511)	(541.305)	(570.405)
Margen Bruto	186.937	67.474	254.411	246.973	255.696	267.452	281.830
Costos de distribución	(59.488)	(25.574)	(85.062)	(82.596)	(85.514)	(89.445)	(94.254)
Gasto de administración	(77.623)	(16.790)	(94.413)	(91.593)	(94.828)	(99.188)	(104.520)
Otros ingresos	1.739	1.878	3.617	3.518	3.642	3.809	4.014
Otros gastos	(12.730)	(5.082)	(17.812)	(17.294)	(17.905)	(18.728)	(19.735)
Resultado Operacional	38.835	21.907	60.742	59.007	61.091	63.900	67.335
Ingresos financieros	88	146	234	228	236	247	261
Costos financieros	(8.459)	(2.737)	(11.196)	(9.302)	(10.138)	(11.119)	(11.479)
VPP método de participación	(2.540)	-	(2.522)	(2.522)	(2.522)	(2.522)	(2.522)
Diferencias de cambio	(215)	-	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)
Unidades de reajuste	(832)	-	(826)	(826)	(826)	(826)	(826)
Resultado No operacional	(11.958)	(2.591)	(14.523)	(12.635)	(13.462)	(14.433)	(14.779)
Utilidad antes de impuesto	26.877	19.316	46.219	46.372	47.629	49.468	52.556
Impuesto a la renta	(2.681)	(5.215)	(12.479)	(12.521)	(12.860)	(13.356)	(14.190)
Utilidad después de impuesto	24.196	14.100	33.740	33.852	34.769	36.111	38.366
Depreciaciones y Amortizaciones	39.598	13.200	52.798	46.942	48.600	50.835	53.567
EBITDA	78.433	35.107	113.539	105.949	109.692	114.735	120.903

Fuente: Elaboración propia

Tabla 36: Estados de Resultados como proporción de las ventas 2018 – 2022

<i>EERR en UF</i>	<i>2018E</i>	<i>2019E</i>	<i>2020E</i>	<i>2021E</i>	<i>2022E</i>
Ingresos por ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	(66,9%)	(66,9%)	(66,9%)	(66,9%)	(66,9%)
Margen Bruto	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%
Costos de distribución	(11,1%)	(11,1%)	(11,1%)	(11,1%)	(11,1%)
Gasto de administración	(12,3%)	(12,3%)	(12,3%)	(12,3%)	(12,3%)
Otros ingresos	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Otros gastos	(2,3%)	(2,3%)	(2,3%)	(2,3%)	(2,3%)
Resultado Operacional	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Ingresos financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costos financieros	(1,5%)	(1,2%)	(1,3%)	(1,4%)	(1,3%)
VPP	(0,3%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,3%)	(0,3%)
Diferencias de cambio	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)	(0,0%)
Unidades de reajuste	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)
Resultado No operacional	(1,9%)	(1,7%)	(1,7%)	(1,8%)	(1,7%)
Utilidad antes de impuesto	6,0%	6,2%	6,2%	6,1%	6,2%
Impuesto a la renta	(1,6%)	(1,7%)	(1,7%)	(1,7%)	(1,7%)
Utilidad después de impuesto	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Depreciaciones y Amortizaciones	6,9%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
EBITDA	14,8%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%

Fuente: Elaboración propia

9. Proyección de Flujos de Caja Libre

9.1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.

Para realizar una proyección de la depreciación del ejercicio, se utilizó una proporción de esta partida con respecto a las ventas, la cual en promedio representa 6,4% de los ingresos entre el periodo 2015-2018T3, con un mínimo de 6,08% para 2016 y un máximo de 6,74% en 2018T3.

Tabla 37: Depreciación proyectada 2018T4 – 2022

Item (UF)	2018T4E	2019E	2020E	2021E	2022E
Depreciación	13.199	46.942	48.600	50.835	53.567

Fuente: Elaboración Propia.

9.2. Estimación Inversión de Reposición y Nuevas Inversiones.

La información otorgada por Viñedos Emiliana muestra de manera conjunta la inversión por reposición y la nueva inversión en activo fijo a la fecha. No fue posible disponer de información adicional en cuanto al CAPEX futuro de la compañía por lo que se estimó en base a la información histórica.

Adicionalmente, se analizó la relación que existe entre propiedades plantas y equipos con respecto a las ventas y también la relación que existe entre propiedades plantas y equipos con los volúmenes vendidos. A continuación, se presentan estas relaciones para el periodo 2014 – 2018T3.

Tabla 38: Relación PPE respecto a ingresos y volúmenes de venta

Ítem	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	833.476	815.344	832.960	829.765
Volúmenes vendidos	1.279.319	1.121.453	1.124.479	1.059.348
Propiedades, plantas y equipos (PPE)	791.333	799.267	825.766	887.526
PPE/Venta	0,95	0,98	0,99	1,07
PPE/Volumen	0,62	0,71	0,73	0,84

Fuente: Elaboración Propia

Se observa que el ratio PPE/Venta a incrementado su valor en el tiempo desde 0,95 en 2014 a 1,07 en 2017, pero manteniéndose dentro de un rango que indica que para vender

\$1 adicional, Emiliana debe invertir la misma cantidad en activos. Por otro lado, y según lo revisado en capítulos anteriores, se muestra un bajo rendimiento de los activos ROA de 3,5% en los últimos años, costo de la deuda de 3,08% y también una creciente estructura de deuda, todo lo anterior da como resultado que Emiliana disponga de poco margen para seguir incrementando su nivel de activos mediante emisión de deuda. Adicionalmente, y según lo revisado en capítulo 7, se muestra que el incremento en los ingresos estará dado en mayor medida por un incremento en el precio del vino orgánico y no por un incremento en los volúmenes que requiera de mayor inversión en activos. Dado lo anterior, se estima que desde la fecha de evaluación en adelante no habrá nuevas inversiones en activo fijo. Sólo se realizará inversión en reposición por un valor igual a la depreciación de los activos.

$$Prop. Plantas y Equipos (t) = Prop. Plantas y Equipos (t - 1) + Compras (t) - Depreciacion (t) - Ventas Prop. Plantas y Equipos (t)$$

A continuación, se muestra la proyección de la cuenta propiedades, plantas y equipos para el periodo 2018-2022, considerando sólo la inversión en reposición acorde con la depreciación del ejercicio:

Tabla 39: Proyección Nuevas Inversiones y Propiedad, Plantas y equipos

ITEM	2017	2018T3	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Saldo Inicial PPE (Balance)	825.766	887.526	921.022	921.022	921.022	921.022	921.022
Compra PPE (FCE)	52.613	74.856	74.856	-	-	-	-
Inv. Reposición	-	-	13.199	46.942	48.600	50.835	53.567
Dep. Ejerc (EERR)	(39.598)	(39.598)	(52.798)	(46.942)	(48.600)	(50.835)	(53.567)
Venta PPE (FCE)	(279)	(1.760)	-	-	-	-	-
Saldo Final Est. PPE (Balance)	838.502	921.022	921.022	921.022	921.022	921.022	921.022
PPE / Ventas	1,07		1,20	1,23	1,19	1,14	1,08
PPE/Volumen	0,84		0,98	0,99	0,98	0,95	0,91

Fuente: Elaboración Propia.

9.3. Estimación Inversión en Capital de Trabajo.

Como Capital de Trabajo se consideraron todas las cuentas de activos y pasivos corrientes que no devengan intereses, incluido el efectivo.

Tabla 40: Cuentas Consideradas como Capital de Trabajo (CT)

Activos en UF	2018T3		Pasivos y Patrimonio en UF	
Efectivo	9.034	CT	Otros pasivos financieros	182.339 -
Otros activos financieros	3.040	CT	Cuentas por pagar	83.084 CT
Otros activos no financieros	13.271	CT	CxP Relacionadas	34.474 CT
Cuentas por cobrar	177.938	CT	Otras provisiones	32.164 CT
CxC con relacionadas	26.905	CT	Pasivos por imp corrientes	13.136 CT
Inventarios	542.186	CT	Provisiones empleados	14.108 CT
Activos biológicos	43.434	CT	Otros pasivos no financieros	2.168 CT
Activos por imp. corrientes	27.779	CT	Total Pasivos Corrientes	361.473
Total Activos Corrientes	843.587			
			Otros pasivos financieros	250.507 -
Otros activos financieros	1.300	-	Pasivos por imp. Diferidos	114.782 -
Inversiones método de participación	33.514	-	Total Pasivos No Corrientes	365.288
CxC con relacionadas	16.384	-		
Activos intangibles	36.393	-	Capital emitido	454.131 -
Propiedades, plantas y equipos	912.655	-	Ganancias (pérdidas) acumuladas	649.180 -
Total Activos No Corrientes	1.000.246		Otras reservas	12.124 -
			Particip. no controladoras	1 -
			Primas de emisión	1.636 -
			Total Patrimonio	1.117.071
Total Activos	1.843.832		Total Pasivos y Patrimonio	1.843.832

Fuente: Elaboración Propia.

Se calculó la inversión en Capital de Trabajo considerando la Razón de Capital de Trabajo Operativo Neto sobre Ventas:

$$R_{CTON} = \frac{CTON}{VENTAS}$$

Se consideró como estimador para la proyección el promedio histórico simple de los RCTON de los años 2014 a 2017. Este valor corresponde a 72,5%.

Tal como recomienda Maqueira²⁰ se supuso como criterio conservador el incremento en Capital de Trabajo anticipadamente al incremento en las ventas:

$$\Delta CTON_t = RCTON (Ventas_{t+1} - Ventas_t)$$

Es decir, se calculó la necesidad de Capital de Trabajo proyectada para cada año como la diferencia entre el Capital de Trabajo de 2 periodos consecutivos.

Tabla 41: Capital de Trabajo Operacional Neto Proyectado

<i>Cifras en UF</i>	2014	2015	2016	2017	2018 T3	2018E	2019	2020	2021	2022
(+) Efectivo	17.548	16.569	9.343	17.161	9.034					
(+) Otros activos financieros	6.429	225	20.938	11.424	3.040					
(+) Otros activos no financieros	11.963	11.982	11.871	12.229	13.271					
(+) CxC	174.212	206.036	157.269	152.253	177.938					
(+) CxC con relacionadas	70.946	65.945	50.601	47.991	26.905					
(+) Inventarios	411.489	447.793	473.084	436.020	542.186					
(+) Activos biológicos	87.614	84.489	77.324	79.851	43.434					
(+) Activos por imp. corrientes	19.197	19.066	17.218	17.303	27.779					
(-) CxP	177.485	167.943	106.157	81.672	83.084					
(-) CxP Relacionadas	19.300	17.319	19.962	42.718	34.474					
(-) Otras provisiones	14.733	34.682	27.639	29.077	32.164					
(-) Pasivos por imp corrientes	305	8.572	6.710	13.119	13.136					
(-) Provisiones empleados	17.651	19.827	16.894	18.267	14.108					
(-) Otros pasivos no financieros	-	-	442	3.243	2.168					
CTON	569.923	603.763	639.845	586.137	664.453	557.653	541.234	560.350	586.114	617.622
Δ CTON	(33.839)	(36.082)	53.708	(78.316)	106.800	16.418	(19.116)	(25.764)	(31.508)	
Ingresos por ventas	833.476	815.344	832.960	829.765	587.344	769.484	746.829	773.207	808.758	852.235
RCTON (Razón CTON/Vtas)	68,4%	74,1%	76,8%	70,6%		72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%
RCTON (Promedio 2014-2017)	72,5%									

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Emiliana

²⁰ Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas Teoría y Práctica, ed Thomsom, 2015, página 387.

9.4. Estimación déficit o exceso de Capital de Trabajo.

Se calculó el exceso de CTON al 30 de septiembre de 2018 versus el estimado de cierre de dicho año. Dicho exceso correspondió a UF 106.800. La cifra es alta, pero se debiese explicar considerando el hecho que en la industria del vino existe una acumulación de stock en los meses de cosecha y vinificación (abril a junio) que luego disminuye fuertemente entre julio y diciembre Las UF 106.800 equivalen al costo de 190 mil C9L y se proyectaron ventas para el cuarto trimestre de 2018 de 206 mil C9L, por lo tanto, la fuerte disminución de inventario proyectada es menor al volumen de venta proyectado para igual periodo.

9.5. Activos Prescindibles de la empresa al 30 de septiembre de 2018.

Se consideran Activos Prescindibles aquellos que no son necesarios para la generación de Flujos de Caja de la empresa²¹. Al 30 de septiembre de 2018, Emiliana no cuenta con activos de esta categoría, por lo tanto, se considera que todos los activos a dicha fecha son necesarios para dar continuidad al correcto funcionamiento de sus operaciones. A continuación, se analizan los activos uno a uno para fundamentar lo anterior.

Tabla 42: Detalle de Efectivo y equivalentes

<i>Efectivo y equivalentes</i>	UF
Saldo en bancos	6.860
Saldo en caja	187
Fondos Mutuos	1.845
Valores por depositar	142
	9.034

Fuente: Nota 6 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

La empresa cuenta solo con algo más de UF 9.000 para hacer frente a sus pagos a proveedores a corto plazo. Lo anterior equivale solo al 11% de las UF 83.084 que tiene en Cuentas por pagar corrientes al 30 de septiembre. Dado lo anterior, Emiliana no cuenta con Efectivo y equivalentes de los que pueda prescindir sin afectar su correcta operación.

²¹ Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 9, pp.393.

Tabla 43: Detalle de Otros activos financieros

Otros activos financieros	UF
Forward	1.609
Cross Currency Swap	1.430
	3.040

Fuente: Nota 8 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

La empresa cuenta con algo más de UF 3.000 en derivados financieros de cobertura cambiaria. Estos representan menos del 1% de las ventas de los últimos 12 meses. No se consideran prescindibles, ya que sirven para mitigar el riesgo de tipo de cambio al que se enfrenta la compañía dada su operación principalmente exportadora.

Tabla 44: Detalle de Otros activos no financieros

Otros activos no financieros	UF
Gastos Acumulados (compra de Uva)	83
Arriendos Pagados por Anticipado	5.794
Seguros Pagados por Anticipado	3.073
Gastos Anticipado	1.283
Bodega Vinificación	2.136
Proyecto Corfo (subsidio)	902
	13.271

Fuente: Nota 10 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

Los Otros activos financieros corresponden a gastos anticipados. Estos no son enajenables y, por tanto, tampoco prescindibles.

Tabla 45: Detalle Inversiones método de participación

Inversiones método de participación	UF
Soc. Com. y Promotora la Uva Ltda.	5.246
Wine Packaginig	28.268
	33.514

Fuente: Nota 13 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

Emiliana cuenta con inversiones en otras dos empresas relacionadas. Dichas inversiones se consideran no prescindibles, ya que son necesarias para su correcta operación. La Sociedad Comercializadora y Promotora la Uva Ltda la provee de mostos y Wine Packaginig corresponde a la planta de embotellación. Ambos procesos son de alta relevancia en la industria del vino, por lo que mantener dichas inversiones le permite a Emiliana disminuir riesgos operacionales en procesos claves.

Tabla 46: Detalle Activos intangibles

Activos intangibles	UF
Marcas Comerciales	6.015
<i>Coyam</i>	3.609
<i>Corpora</i>	421
<i>Adobe</i>	1.985
Programas Informáticos	1.358
Otros Derechos Intangibles	28.698
Intangibles en Desarrollo	322
	42.408

Fuente: Nota 14 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

Emiliana cuenta solo con activos intangibles necesarios para su correcta operación. Sus marcas comerciales, valoradas en algo más de UF 6.000 son esenciales para la continuidad de sus operaciones. Los Programas informáticos y los intangibles en desarrollo (activación de gastos de implementación de programas informáticos) son necesarios para el correcto funcionamiento de la empresa. Los Otros derechos intangibles corresponden a derechos de agua de Emiliana, fundamentales para el riego de sus campos vitivinícolas.

Tabla 47: Detalle Propiedades, plantas y equipos

Propiedades, plantas y equipos	UF
Terrenos	314.379
Edificios	25.798
Maquinaria	24.976
Equipos de Transporte	607
Enseres y Accesorios	246.498
Equipos Informáticos	1.010
Construcciones en Proceso	34.160
Otras Propiedades, Plantas y Equipos	64.895
Plantas Productoras	200.332
	912.655

Fuente: Nota 15 Estados Financieros Viñedos Emiliana.

La empresa cuenta con algo más de UF 900.000 en PPE al 30 de septiembre de 2018. La partida de mayor relevancia corresponde a Terrenos, los que son fundamentales para la operación, ya que en ellos se encuentran plantadas las vides. Los Enseres y accesorios corresponden a los edificios, instalaciones, barricas, maquinarias y equipos agrícolas y enológicos, todos necesarios para la correcta operación de las actividades de Emiliana. Las otras propiedades, plantas y equipos corresponden a animales, muebles de oficina, maquinarias, estanques, equipos de frío y otros, todos necesarios para la operación de la

empresa. Los animales son necesarios, ya que al ser Emiliana un viñedo orgánico hace uso de éstos para variadas funciones, tales como control de plagas y desbrote.

10. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

Acorde a lo expuesto en el punto 2.2. **Método de Flujos de Caja Descontados** se utilizará el flujo de caja libre como método de valoración.

Tabla 48: Flujo de Caja Libre

Flujo de Caja Libre UF ²²	2018T3	2018T4	2019	2020	2021	2022	2023
Resultados del Ejercicio	24.196	14.100	33.582	34.769	36.111	38.366	-
Ajustes							
(+) Depreciación y Amortización		13.199	46.942	48.600	50.835	53.567	
(-) Otros Ingresos		-	-	-	-	-	
(+) Otros Egresos		-	1.082	1.082	1.082	1.082	
(-) Ingresos Financieros		(106)	(167)	(173)	(180)	(190)	
(+) Gastos Financieros		1.998	6.791	7.401	8.117	8.380	
(+/-) Inversiones en CTON		16.418	(19.116)	(25.764)	(31.508)	-	
(-) Inversiones Nuevas PPE		-	-	-	-	-	
(-) Inversiones Reposición PPE		-	(46.942)	(48.600)	(50.835)	(53.567)	
Flujo de Caja Libre		45.610	22.442	17.316	13.622	47.638	47.638
Valor Terminal FC año 2022 constante						960.417	
FCF + VT WACC @ 4,96% Real		45.610	22.442	17.316	13.622	1.008.055	

Fuente: Elaboración Propia.

Para esta estimación de flujo de caja libre se consideró un flujo perpetuo sin crecimiento a partir del año 2022. Los flujos se descontaron al 30 de septiembre de 2018 a la tasa WACC de 4,96% real. Dado lo anterior, el valor de los Activos Operacionales de la empresa descontados al 30 de septiembre de 2018 es de UF 913.952.

Al valor de los activos operacionales, se incorporó el exceso de CTON al 30 de septiembre de 2018. Con ello el valor de la empresa asciende a UF 1.020.752. Al restar la deuda financiera se obtuvo el valor del patrimonio económico de UF 587.907. Dicho valor dividido por el número de acciones y multiplicado por el valor de la UF al 30 de septiembre de 2018 entrega un resultado de UF 0,0009 o \$25,27 por acción.

²² Cifras correspondientes a Otros Ingresos, Otros Egresos, Ingresos Financieros y Gastos Financieros se encuentran descontadas de impuesto.

Tabla 49: Detalle Valoración Empresa

Valoración Económica	UF	MM\$
VP FCL+VT @ 4,98% Real (al 30/09/18)	913.952	25.003
(+) Valor Activos Prescindibles	-	-
(+/-) Exceso/Déficit de CTON (al 30/09/18)	106.800	2.922
Valor de la Empresa	1.020.752	27.925
(-) Deuda Financiera	(432.845)	(11.842)
Patrimonio a Valor Económico	587.907	16.084
Estimación Precio Acción	0,0009	25,27

Fuente: Elaboración Propia.

▪ **Resumen de supuestos considerados en la valoración:**

- **Inversiones:**

- No existen inversiones en nuevos activos dado la relación actual de PPE/Ventas, ROA, costos de la deuda y estructura de capital de Emiliana revisadas en punto 9.2 *Estimación inversión nuevos activos*. Adicional, también se proyecta un flujo sin crecimiento a partir del año 2022. Dado lo anterior, solo existirán a partir del año 2022 inversiones en reposición equivalentes al valor de la depreciación.

- **Capital de Trabajo:**

- La variación de Capital de Trabajo Neto se comportará en base al promedio de los años 2014 a 2017 con respecto a las ventas (72,47%).

11. Conclusiones

Durante el periodo analizado podemos observar una transformación de viñedos Emiliana hacia una viña 100% orgánica, lo cual ha tenido como consecuencia la disminución de volúmenes vendidos de la compañía desde 1,27 millones de cajas en 2014 a 1,00 millones de cajas estimado para el año 2022 al dejar de comercializar vinos no orgánicos, pero con aumentos en los precios de venta desde USD/C9L 27,6 en 2014 a USD/C9L 39,4 en 2022 producto de este cambio.

La transformación de los viñedos a la categoría orgánico ha llevado a la compañía a un aumento de la deuda y por ello a una modificación de la estructura de capital, pasando de ser una compañía con un 34% de deuda/patrimonio en 2013 a un 65% de apalancamiento en 2018T3. Lo anterior, sumado a los bajos resultados de la compañía con respecto a la industria, con % EBIT/Venta promedio del 7,2% y ROA de 3,5%, además de un aumento en los gastos financieros y a una constante inversión con estancamiento en las ventas que mantiene un ratio PPE/Ventas por sobre 1 para 2018T3, permiten establecer que la compañía no tiene capacidad para seguir aumentando su nivel de apalancamiento en los próximos años.

En base a estos supuestos, se realizó la proyección de estado de resultados y flujo de caja libre para Viñedos Emiliana al año 2022, obteniendo un valor de la empresa al 30 de septiembre de 2018 de UF 1.020.752 y una valorización de la acción de UF 0,0009 a través del método de flujo de caja libre descontado, un 32% bajo el precio de mercado en dicha fecha.

La diferencia del Valor de la acción obtenido versus el Precio spot al 30 de septiembre de 2018 podría explicarse en parte debido a la baja liquidez de la acción de la compañía. Es posible que el precio de la acción no esté reflejando correctamente toda la información disponible en el mercado. Al ver la evolución en el tiempo²³ se observa que el precio del IGPA ha aumentado en un 42% nominal entre septiembre de 2014 y septiembre de 2018 versus una caída del precio de Emiliana de un 17% en igual periodo, dicha tendencia bajista podría consolidarse en el corto plazo, convergiendo el precio a valores más cercanos a los estimados en este trabajo.

²³ Ver Anexo 7, Evolución Precio de la acción Emiliana versus IGPA, periodo 2014T3 a 2018T3.

Bibliografía

- [1] Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000.
- [2] Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010.
- [3] Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002).
- [4] Comisión para el Mercado Financiero, CMF. [En línea]. Disponible en: <http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>
- [5] Reporte de Sustentabilidad Viñedos Emiliana, [En línea]. Disponible en: <http://www.emiliana.cl/#sustainability>
- [6] Intelvid, sitio web de estadísticas de exportación de la industria vitivinícola chilena, [En línea]. Disponible en: <http://intelvid.la>
- [7] Direcon, Reporte Anual Comercio Exterior de Chile 2017, [En línea]. Disponible en: <https://www.direcon.gob.cl/2018/01/informe-direcon-prochile-exportaciones-2017-alcanzan-us68-mil-millones-y-crecen-13/>
- [8] Olivares, Jose. Apuntes de Clases, Capítulo 10: Análisis Financiero. Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile.
- [9] Capdevila, C. (2018). Entrevista a Rafael Guilisasti, Presidente Viña Emiliana, Sección Economía y Negocios, Diario El Mercurio, [En Línea]. Disponible en: <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=512799>
- [10] Fernández, Pablo. “Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos”, IESE Business School, (2017).

Anexo 1: Estados Financieros Concha y Toro.

Estados de Resultados en UF 2014-2018T3

EERR en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos por ventas	23.685.820	24.823.124	24.990.440	24.023.484	15.745.390
Costo de ventas	(14.723.653)	(15.275.811)	(15.651.366)	(15.377.157)	(10.635.324)
Margen Bruto	8.962.167	9.547.312	9.339.075	8.646.327	5.110.065
Costos de distribución	(5.461.981)	(5.486.621)	(5.727.691)	(5.346.526)	(2.788.166)
Gastos de administración	(906.209)	(1.242.190)	(1.197.897)	(1.160.917)	(997.858)
Otros ingresos	45.008	65.698	328.750	284.774	268.315
Otros gastos, por función	(80.402)	(113.056)	(78.460)	(113.339)	(64.266)
Resultado Operacional	2.558.583	2.771.144	2.663.777	2.310.319	1.528.090
Ingresos financieros	29.911	24.255	36.840	21.290	28.950
Gastos Financieros	(419.956)	(391.541)	(391.129)	(372.626)	(313.951)
VPP método de participación	150.020	207.761	171.211	121.449	93.175
Diferencias de cambio	90.627	31.077	28.460	320.431	368.408
Unidades de reajuste	(119.099)	(33.143)	(1.491)	(23.451)	(28.281)
Resultado No Operacional	(268.498)	(161.591)	(156.108)	67.093	148.302
Utilidad antes de impuesto	2.290.085	2.609.553	2.507.669	2.377.412	1.676.392
Impuesto a la renta	(517.605)	(644.506)	(665.797)	(511.968)	(288.557)
Utilidad después de impuesto	1.772.481	1.965.048	1.841.871	1.865.444	1.387.835
Depreciaciones y Amortizaciones	786.600	831.553	420.418	565.956	669.060
EBITDA	3.345.184	3.602.698	3.084.194	2.876.275	2.197.150

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Concha y Toro.

Estados de Resultados como proporción de las ventas 2014-2018T3

EERR en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos por ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	(62,2%)	(61,5%)	(62,6%)	(64,0%)	(67,5%)
Margen Bruto	37,8%	38,5%	37,4%	36,0%	32,5%
Costos de distribución	(23,1%)	(22,1%)	(22,9%)	(22,3%)	(17,7%)
Gastos de administración	(3,8%)	(5,0%)	(4,8%)	(4,8%)	(6,3%)
Otros ingresos	0,2%	0,3%	1,3%	1,2%	1,7%
Otros gastos, por función	(0,3%)	(0,5%)	(0,3%)	(0,5%)	(0,4%)
Resultado Operacional	10,8%	11,2%	10,7%	9,6%	9,7%
Ingresos financieros	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Gastos Financieros	(1,8%)	(1,6%)	(1,6%)	(1,6%)	(2,0%)
VPP método de participación	0,6%	0,8%	0,7%	0,5%	0,6%
Diferencias de cambio	0,4%	0,1%	0,1%	1,3%	2,3%
Unidades de reajuste	(0,5%)	(0,1%)	(0,0%)	(0,1%)	(0,2%)
Resultado No Operacional	(1,1%)	(0,7%)	(0,6%)	0,3%	0,9%
Utilidad antes de impuesto	9,7%	10,5%	10,0%	9,9%	10,6%
Impuesto a la renta	(2,2%)	(2,6%)	(2,7%)	(2,1%)	(1,8%)
Utilidad después de impuesto	7,5%	7,9%	7,4%	7,8%	8,8%
Depreciaciones y Amortizaciones	3,3%	3,3%	1,7%	2,4%	4,2%
EBITDA	14,1%	14,5%	12,3%	12,0%	14,0%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Concha y Toro.

Balance General en UF 2014-2018T3

Activos en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	1.230.521	1.195.329	1.791.922	1.162.855	1.288.209
Otros activos financieros	286.412	251.270	208.444	383.057	449.552
Otros activos no financieros	756.174	898.146	284.596	258.809	225.956
Cuentas por cobrar	6.301.182	6.829.235	6.844.269	6.993.860	6.184.093
CxC Relacionadas	403.518	446.928	491.679	424.645	94.572
Inventarios	8.865.686	9.207.759	8.775.793	8.796.621	11.120.427
Activos biológicos	662.567	712.444	728.188	707.111	529.412
Activos por imp. corrientes	737.991	547.055	664.248	1.121.712	534.581
Total Activos Corrientes	19.244.051	20.088.167	19.789.140	19.848.668	20.426.802
Otros activos financieros	350.467	478.094	694.675	954.978	933.293
Otros activos no financieros	196.521	243.533	169.550	157.770	121.874
Inversiones método de participación	824.746	920.916	889.383	814.225	802.078
CxC no corrientes	-	-	175.509	27.704	17.239
Activos intangibles	1.442.118	1.604.836	1.542.726	1.620.509	1.652.426
Plusvalía	985.170	1.107.994	1.016.011	1.157.611	2.412.745
Propiedades, plantas y equipos	13.877.322	13.569.057	13.701.392	14.244.905	14.199.798
Activos por imp. diferidos	356.074	516.708	576.319	610.196	577.236
Total Activos No Corrientes	18.032.417	18.441.139	18.765.565	19.587.897	20.716.688
Total Activos	37.276.468	38.529.306	38.554.705	39.436.565	41.143.490
Pasivos y Patrimonio en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	2.487.909	3.544.876	3.871.228	5.241.128	4.447.785
Cuentas por pagar	3.379.704	4.174.845	4.501.732	4.506.051	5.127.223
CxP Relacionadas	211.004	243.155	199.498	274.712	204.884
Otras provisiones	1.214.441	1.277.957	862.512	650.064	646.189
Pasivos por imp corrientes	920.404	704.524	1.124.256	702.047	213.688
Provisiones empleados	373.906	526.614	600.474	562.537	568.803
Otros pasivos no financieros	47.279	116.663	31.669	30.415	24.136
Total Pasivos Corrientes	8.634.646	10.588.634	11.191.369	11.966.955	11.232.709
Otros pasivos financieros	8.783.902	8.154.410	5.654.780	4.769.366	6.656.170
CxP Relacionadas	29.742	20.936	12.130	10.917	10.917
Pasivos por imp. diferidos	1.737.743	1.903.844	1.912.416	1.991.674	2.019.381
Provisiones empleados	100.013	102.130	108.534	105.602	105.334
Otros pasivos no financieros	2.886	32.012	26.660	22.219	23.357
Total Pasivos No Corrientes	10.654.287	10.213.333	7.714.519	6.899.778	8.815.160
Capital emitido	3.418.137	3.284.502	3.194.886	3.141.218	3.076.997
Ganancias (pérdidas) acum.	14.928.071	15.508.950	16.188.008	17.013.277	17.613.459
Otras reservas	(415.405)	(1.129.499)	209.101	308.374	290.580
Particip. no controladoras	56.732	63.385	56.822	106.964	114.586
Patrimonio	17.987.535	17.727.338	19.648.816	20.569.832	21.095.621
Total Pasivos y Patrimonio	37.276.468	38.529.306	38.554.705	39.436.565	41.143.490

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Concha y Toro.

Balance General como proporción de los activos totales

Activos en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	3%	3%	5%	3%	3%
Otros activos financieros	1%	1%	1%	1%	1%
Otros activos no financieros	2%	2%	1%	1%	1%
Cuentas por cobrar	17%	18%	18%	18%	15%
CxC Relacionadas	1%	1%	1%	1%	0%
Inventarios	24%	24%	23%	22%	27%
Activos biológicos	2%	2%	2%	2%	1%
Activos por imp. Corrientes	2%	1%	2%	3%	1%
Total Activos Corrientes	52%	52%	51%	50%	50%
Otros activos financieros	1%	1%	2%	2%	2%
Otros activos no financieros	1%	1%	0%	0%	0%
Inversiones método de participación	2%	2%	2%	2%	2%
CxC no corrientes	-	-	0%	0%	0%
Activos intangibles	4%	4%	4%	4%	4%
Plusvalía	3%	3%	3%	3%	6%
Propiedades, plantas y equipos	37%	35%	36%	36%	35%
Activos por imp. Diferidos	1%	1%	1%	2%	1%
Total Activos No Corrientes	48%	48%	49%	50%	50%
Total Activos	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivos y Patrimonio en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	6,7%	9,2%	10,0%	13,3%	10,8%
Cuentas por pagar	9,1%	10,8%	11,7%	11,4%	12,5%
CxP Relacionadas	0,6%	0,6%	0,5%	0,7%	0,5%
Otras provisiones	3,3%	3,3%	2,2%	1,6%	1,6%
Pasivos por imp corrientes	2,5%	1,8%	2,9%	1,8%	0,5%
Provisiones empleados	1,0%	1,4%	1,6%	1,4%	1,4%
Otros pasivos no financieros	0,1%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Total Pasivos Corrientes	23,2%	27,5%	29,0%	30,3%	27,3%
Otros pasivos financieros	23,6%	21,2%	14,7%	12,1%	16,2%
CxP Relacionadas	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Pasivos por imp. Diferidos	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%	4,9%
Provisiones empleados	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Otros pasivos no financieros	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Total Pasivos No Corrientes	28,6%	26,5%	20,0%	17,5%	21,4%
Capital emitido	9,2%	8,5%	8,3%	8,0%	7,5%
Ganancias (pérdidas) acum.	40,0%	40,3%	42,0%	43,1%	42,8%
Otras reservas	(1,1%)	(2,9%)	0,5%	0,8%	0,7%
Particip. no controladoras	0,2%	0,2%	0,1%	0,3%	0,3%
Patrimonio	48,3%	46,0%	51,0%	52,2%	51,3%
Total Pasivos y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Concha y Toro.

Flujo de Efectivo en UF 2014-2018T3

<i>Flujo de Efectivo en UF</i>	2014	2015	2016	2017	2018T3
Flujos Operacionales					
Cobros de las ventas	21.453.729	22.684.168	23.574.099	25.385.463	17.746.417
Pagos a proveedores	(16.995.686)	(16.615.461)	(18.045.240)	(20.121.244)	(13.934.078)
Pagos por cuenta de los empleados	(2.764.746)	(2.928.427)	(2.773.781)	(2.841.571)	(2.190.939)
Dividendos pagados	(573.288)	(712.133)	(785.965)	(769.852)	(578.307)
Intereses recibidos	58.277	19.049	21.759	17.506	30.110
Impuestos pagados	(486.081)	(241.041)	(386.815)	(943.692)	(207.200)
Otras entradas (salidas) de efectivo	152.855	229.640	60.878	19.609	(129.770)
Flujo Operacional	845.060	2.435.795	1.664.934	746.219	736.234
Flujos Inversiones					
Otros pagos para adquirir patrimonio	4.769	-	-	(215.115)	(320.147)
Préstamos a entidades relacionadas	-	-	-	(1.008)	-
Ventas PPE	6.364	8.431	381.753	81.149	418
Compras PPE	(1.063.150)	(874.536)	(1.602.662)	(1.777.347)	(742.862)
Compras de activos intangibles	(101.622)	(64.724)	(101.683)	(92.520)	(25.755)
Subvenciones del gobierno	1.872	1.968	2.828	5.600	5.503
Cobros a entidades relacionadas	-	-	-	1.989	-
Dividendos recibidos	44.304	125.661	172.160	77.971	3.524
Otras entradas (salidas) de efectivo	(5)	-	-	-	91
Flujos de Inversión	(1.107.469)	(803.200)	(1.147.604)	(1.919.282)	(1.079.227)
Flujos de Financiación					
Pagos por otras participaciones en el patrimonio	(8.162)	-	-	-	-
Importes de préstamos C/P	3.100.863	624.577	3.695.695	4.883.192	4.783.228
Importes de préstamos L/P	-	-	-	-	442.517
Pagos de préstamos	-	-	(3.166.127)	(3.920.852)	(4.557.772)
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	(1.838.370)	(1.969.114)	-	(1.979)	(1.589)
Intereses pagados	(323.112)	(300.228)	(310.746)	(351.801)	(215.454)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(1.105)	1.421	1.041	104	-
Otras entradas (salidas) de efectivo	-	-	-	-	199
Flujos de Financiación	930.114	(1.643.344)	219.863	608.665	451.130
Flujo de Efectivo del Periodo	667.704	(10.749)	737.193	(564.398)	108.136
Variación tasa de cambio	41.007	23.665	(107.986)	(34.568)	40.992
Flujo de Efectivo Neto del Periodo	708.711	12.916	629.207	(598.966)	149.128
Saldo Inicial	521.809	1.182.412	1.162.715	1.761.821	1.139.081
Saldo Final	1.230.521	1.195.329	1.791.922	1.162.855	1.288.209

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Concha y Toro.

Anexo 2: Estados Financieros VSPT.

Estados de Resultados en UF 2014-2018T3

<i>EERR en UF</i>	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos por ventas	6.998.329	7.394.529	7.643.928	7.629.402	5.530.574
Costo de ventas	(3.960.012)	(4.134.219)	(4.286.411)	(4.710.938)	(3.628.343)
Margen Bruto	3.038.318	3.260.310	3.357.517	2.918.464	1.902.232
Costos de distribución	(416.192)	(414.783)	(415.597)	(537.017)	(390.813)
Gastos de administración	(627.805)	(521.355)	(545.549)	(469.687)	(313.408)
Otros ingresos	23.943	29.319	47.931	33.756	25.309
Otros gastos, por función	(1.012.064)	(1.084.101)	(1.032.832)	(1.030.548)	(703.514)
Resultado Operacional	1.006.199	1.269.390	1.411.470	914.968	519.806
Ingresos financieros	17.320	18.994	25.702	15.287	3.955
Gastos Financieros	(84.256)	(70.862)	(59.416)	(57.433)	(45.417)
Diferencias de cambio	37.267	76.718	(14.475)	(13.105)	3.876
Otras ganancias (pérdidas)	(8.976)	11.894	13.812	4.013	(27.427)
Unidades de reajuste	(22.473)	(13.507)	(8.085)	(4.065)	(3.451)
Resultado No Operacional	(61.118)	23.237	(42.463)	(55.303)	(68.464)
Utilidad antes de impuesto	945.082	1.292.626	1.369.007	859.665	451.342
Impuesto a la renta	(160.958)	(277.173)	(305.472)	(198.607)	(109.797)
Utilidad después de impuesto	784.124	1.015.453	1.063.535	661.058	341.544
Depreciaciones y Amortizaciones	288.950	295.328	268.673	280.057	214.477
EBITDA	1.295.149	1.564.718	1.680.144	1.195.025	734.283

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de VSPT.

Estados de Resultados como proporción de las ventas 2014-2018T3

EERR en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos por ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	(56,6%)	(55,9%)	(56,1%)	(61,7%)	(65,6%)
Margen Bruto	43,4%	44,1%	43,9%	38,3%	34,4%
Costos de distribución	(5,9%)	(5,6%)	(5,4%)	(7,0%)	(7,1%)
Gastos de administración	(9,0%)	(7,1%)	(7,1%)	(6,2%)	(5,7%)
Otros ingresos	0,3%	0,4%	0,6%	0,4%	0,5%
Otros gastos, por función	(14,5%)	(14,7%)	(13,5%)	(13,5%)	(12,7%)
Resultado Operacional	14,4%	17,2%	18,5%	12,0%	9,4%
Ingresos financieros	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%
Gastos Financieros	(1,2%)	(1,0%)	(0,8%)	(0,8%)	(0,8%)
Diferencias de cambio	0,5%	1,0%	(0,2%)	(0,2%)	0,1%
Otras ganancias (pérdidas)	(0,1%)	0,2%	0,2%	0,1%	(0,5%)
Unidades de reajuste	(0,3%)	(0,2%)	(0,1%)	(0,1%)	(0,1%)
Resultado No Operacional	(0,9%)	0,3%	(0,6%)	(0,7%)	(1,2%)
Utilidad antes de impuesto	13,5%	17,5%	17,9%	11,3%	8,2%
Impuesto a la renta	(2,3%)	(3,7%)	(4,0%)	(2,6%)	(2,0%)
Utilidad después de impuesto	11,2%	13,7%	13,9%	8,7%	6,2%
Depreciaciones y Amortizaciones	4,1%	4,0%	3,5%	3,7%	3,9%
EBITDA	18,5%	21,2%	22,0%	15,7%	13,3%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de VSPT.

Balance General en UF 2014-2018T3

Activos en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	873.160	922.422	912.303	521.871	317.533
Otros activos financieros	19.214	59.251	16.690	10.204	22.779
Otros activos no financieros	77.576	100.073	35.846	31.044	27.708
Cuentas por cobrar	1.732.844	1.843.392	1.729.444	1.555.410	1.946.779
CxC Relacionadas	152.065	140.247	107.672	147.670	132.251
Inventarios	2.414.221	2.081.975	2.303.936	2.411.745	2.768.571
Activos biológicos	-	297.839	301.669	304.412	162.116
Activos por imp. corrientes	54.525	43.438	44.161	201.940	94.570
Activos no corrientes	12.173	88.816	84.416	81.552	84.126
Total Activos Corrientes	5.335.777	5.577.453	5.536.137	5.265.848	5.556.434
Otros activos financieros	13.935	3.130	7.734	-	-
Otros activos no financieros	46.627	37.847	42.672	27.970	19.516
CxC no corrientes	-	-	-	-	62
CxC a entidades relacionadas	1.908	-	-	130	-
Activos intangibles	850.206	814.677	791.170	782.161	773.423
Plusvalía	1.171.793	1.125.981	1.095.259	1.076.861	1.054.845
Propiedades, plantas y equipos	3.526.359	4.056.370	4.211.551	4.269.400	4.603.813
Activos biológicos	734.330	-	-	-	-
Activos por imp. diferidos	384.839	413.393	345.444	343.333	316.460
Total Activos No Corrientes	6.729.999	6.451.397	6.493.830	6.499.854	6.768.119
Total Activos	12.065.776	12.028.849	12.029.967	11.765.703	12.324.553
Pasivos y Patrimonio en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	557.876	531.217	485.422	538.719	850.332
Cuentas por pagar	1.195.661	1.262.367	1.322.002	1.228.408	1.208.453
CxP Relacionadas	219.716	178.399	119.195	152.569	258.309
Pasivos por imp corrientes	128.509	139.513	100.900	26.956	19.077
Provisiones empleados	121.993	112.810	108.359	103.429	89.727
Otros pasivos no financieros	396.441	510.829	534.209	333.395	173.935
Total Pasivos Corrientes	2.620.197	2.735.135	2.670.088	2.383.476	2.599.833
Otros pasivos financieros	739.508	598.473	580.061	380.328	672.181
Otras provisiones a largo plazo	1.229	2.802	2.031	1.866	-
Pasivos por imp. diferidos	637.066	642.692	663.792	728.627	772.857
Provisiones empleados	28.623	31.200	36.782	54.237	62.738
Total Pasivos No Corrientes	1.406.426	1.275.168	1.282.666	1.165.057	1.507.776
Capital emitido	5.027.328	4.830.781	4.698.976	4.620.042	4.525.587
Ganancias (pérdidas) acum.	1.992.410	2.271.553	2.543.794	2.831.592	2.943.963
Otras reservas	1.019.335	916.212	834.442	765.536	747.395
Particip. no controladoras	79	-	-	-	-
Patrimonio	8.039.153	8.018.546	8.077.212	8.217.170	8.216.945
Total Pasivos y Patrimonio	12.065.776	12.028.849	12.029.967	11.765.703	12.324.553

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de VSPT.

Balance General como proporción de los activos totales

Activos en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	7%	8%	8%	4%	3%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos no financieros	1%	1%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar	14%	15%	14%	13%	16%
CxC Relacionadas	1%	1%	1%	1%	1%
Inventarios	20%	17%	19%	20%	22%
Activos biológicos	-	2%	3%	3%	1%
Activos por imp. corrientes	0%	0%	0%	2%	1%
Activos no corrientes	0%	1%	1%	1%	1%
Total Activos Corrientes	44%	46%	46%	45%	45%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	-	-
Otros activos no financieros	0%	0%	0%	0%	0%
CxC no corrientes	-	-	-	-	0%
CxC a entidades relacionadas	0%	-	-	0%	-
Activos intangibles	7%	7%	7%	7%	6%
Plusvalía	10%	9%	9%	9%	9%
Propiedades, plantas y equipos	29%	34%	35%	36%	37%
Activos biológicos	6%	-	-	-	-
Activos por imp. diferidos	3%	3%	3%	3%	3%
Total Activos No Corrientes	56%	54%	54%	55%	55%
Total Activos	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivos y Patrimonio en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	4,6%	4,4%	4,0%	4,6%	6,9%
Cuentas por pagar	9,9%	10,5%	11,0%	10,4%	9,8%
CxP Relacionadas	1,8%	1,5%	1,0%	1,3%	2,1%
Pasivos por imp corrientes	1,1%	1,2%	0,8%	0,2%	0,2%
Provisiones empleados	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%
Otros pasivos no financieros	3,3%	4,2%	4,4%	2,8%	1,4%
Total Pasivos Corrientes	21,7%	22,7%	22,2%	20,3%	21,1%
Otros pasivos financieros	6,1%	5,0%	4,8%	3,2%	5,5%
Otras provisiones a largo plazo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
Pasivos por imp. diferidos	5,3%	5,3%	5,5%	6,2%	6,3%
Provisiones empleados	0,2%	0,3%	0,3%	0,5%	0,5%
Total Pasivos No Corrientes	11,7%	10,6%	10,7%	9,9%	12,2%
Capital emitido	41,7%	40,2%	39,1%	39,3%	36,7%
Ganancias (pérdidas) acum.	16,5%	18,9%	21,1%	24,1%	23,9%
Otras reservas	8,4%	7,6%	6,9%	6,5%	6,1%
Particip. no controladoras	0,0%	-	-	-	-
Patrimonio	66,6%	66,7%	67,1%	69,8%	66,7%
Total Pasivos y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de VSPT.

Flujo de Efectivo en UF 2014-2018T3

Flujo de Efectivo en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Flujos Operacionales					
Cobros de las ventas	8.299.618	8.580.336	8.822.778	9.039.047	6.241.842
Otros cobros	361.838	410.828	472.457	491.385	276.976
Pagos a proveedores	(6.007.273)	(6.039.103)	(6.489.355)	(7.090.901)	(5.365.924)
Pagos por cuenta de los empleados	(715.948)	(854.156)	(818.803)	(856.408)	(662.795)
Otros pagos	(447.908)	(579.198)	(536.748)	(584.209)	(416.203)
Dividendos recibidos	109	47	57	44	-
Intereses pagados	(76.447)	(50.269)	(61.816)	(73.731)	(29.957)
Intereses recibidos	17.309	18.966	25.688	15.347	3.947
Impuestos pagados	(126.979)	(269.056)	(225.596)	(327.184)	33.584
Otras entradas (salidas) de efectivo	(24.295)	(1.737)	61.900	(10.098)	(38.622)
Flujo Operacional	1.280.024	1.216.658	1.250.562	603.291	42.849
Flujos Inversiones					
Ventas PPE	6.229	9.586	48.137	2.897	5.185
Compras PPE	(421.423)	(389.988)	(555.133)	(398.911)	(504.586)
Compras de activos intangibles	(2.222)	(2.256)	(5.360)	(9.633)	(9.207)
Flujos de Inversión	(417.416)	(382.658)	(512.356)	(405.647)	(508.608)
Flujos de Financiación					
Importes de préstamos C/P	230.884	23.369	352.464	220.457	1.092.169
Importes de préstamos L/P	373.828	194.491	-	-	269.823
Préstamos de entidades relacionadas	37.333	51.229	26.159	16.909	14.346
Pagos de préstamos	(371.022)	(393.989)	(363.579)	(280.152)	(727.383)
Pagos de pasivos por arrendamiento financiero	-	(125)	(125)	(210)	(109)
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	(34.669)	(92.969)	(84.328)	(16.915)	(14.346)
Dividendos pagados	(220.747)	(525.768)	(671.109)	(507.584)	(331.547)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(439.826)	(9.964)	25.432	1.350	(5.950)
Flujos de Financiación	(424.220)	(753.726)	(715.087)	(566.145)	297.002
Flujo de Efectivo del Periodo	438.389	80.274	23.119	(368.501)	(168.756)
Variación tasa de cambio	14.884	3.126	(8.071)	(6.605)	(24.912)
Flujo de Efectivo Neto del Periodo	453.273	83.399	15.048	(375.106)	(193.669)
Saldo Inicial	419.886	839.023	897.254	896.978	511.202
Saldo Final	873.160	922.422	912.303	521.871	317.533

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de VSPT.

Anexo 3: Estados Financieros Santa Rita.

Estados de Resultados en UF 2014-2018T3

<i>EERR en UF</i>	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos por ventas	5.478.757	6.032.328	6.309.685	6.110.447	4.358.621
Costo de ventas	(3.124.613)	(3.506.054)	(3.685.192)	(3.683.128)	(2.674.643)
Margen Bruto	2.354.144	2.526.274	2.624.493	2.427.319	1.683.978
Costos de distribución	(227.755)	(258.522)	(261.490)	(242.952)	(190.797)
Gastos de administración	(1.552.165)	(1.703.422)	(1.687.687)	(1.596.154)	(1.185.168)
Otros ingresos	29.220	40.486	38.172	41.233	25.160
Resultado Operacional	603.444	604.816	713.488	629.446	333.173
Ingresos financieros	14.320	13.874	4.181	142	787
Gastos Financieros	(78.761)	(74.969)	(73.786)	(71.059)	(64.242)
VPP método de participación	25.148	28.057	44.242	48.955	22.473
Diferencias de cambio	16.736	119.103	19.763	25.269	101.238
Otras ganancias (pérdidas)	4.970	6.073	7.402	5.234	2.656
Unidades de reajuste	(91.613)	(66.841)	(46.820)	(29.081)	(35.177)
Resultado No Operacional	(109.200)	25.296	(45.019)	(20.540)	27.734
Utilidad antes de impuesto	494.244	630.112	668.469	608.907	358.251
Impuesto a la renta	(83.614)	(145.847)	(122.410)	(118.593)	(85.063)
Utilidad después de impuesto	410.630	484.266	546.059	490.313	273.188
Depreciaciones y Amortizaciones	180.295	158.459	161.853	198.491	200.019
EBITDA	783.739	763.275	875.340	827.937	533.191

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Santa Rita.

Estados de Resultados como proporción de las ventas 2014-2018T3

<i>EERR en UF</i>	2014	2015	2016	2017	2018T3
Ingresos por ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	(57,0%)	(58,1%)	(58,4%)	(60,3%)	(61,4%)
Margen Bruto	43,0%	41,9%	41,6%	39,7%	38,6%
Costos de distribución	(4,2%)	(4,3%)	(4,1%)	(4,0%)	(4,4%)
Gastos de administración	(28,3%)	(28,2%)	(26,7%)	(26,1%)	(27,2%)
Otros ingresos	0,5%	0,7%	0,6%	0,7%	0,6%
Resultado Operacional	11,0%	10,0%	11,3%	10,3%	7,6%
Ingresos financieros	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
Gastos Financieros	(1,4%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,2%)	(1,5%)
VPP método de participación	0,5%	0,5%	0,7%	0,8%	0,5%
Diferencias de cambio	0,3%	2,0%	0,3%	0,4%	2,3%
Otras ganancias (pérdidas)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Unidades de reajuste	(1,7%)	(1,1%)	(0,7%)	(0,5%)	(0,8%)
Resultado No Operacional	(2,0%)	0,4%	(0,7%)	(0,3%)	0,6%
Utilidad antes de impuesto	9,0%	10,4%	10,6%	10,0%	8,2%
Impuesto a la renta	(1,5%)	(2,4%)	(1,9%)	(1,9%)	(2,0%)
Utilidad después de impuesto	7,5%	8,0%	8,7%	8,0%	6,3%
Depreciaciones y Amortizaciones	3,3%	2,6%	2,6%	3,2%	4,6%
EBITDA	14,3%	12,7%	13,9%	13,5%	12,2%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Santa Rita.

Balance General en UF 2014-2018T3

Activos en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	965.492	467.688	78.479	276.048	201.152
Otros activos financieros	15.870	704	5.248	25.028	764
Otros activos no financieros	24.030	32.771	30.039	17.440	56.798
Cuentas por cobrar	1.619.419	2.052.543	2.085.561	1.988.069	2.142.526
CxC Relacionadas	18.925	31.929	46.457	43.970	30.716
Inventarios	2.093.406	1.836.557	2.053.584	2.090.094	2.371.391
Activos biológicos	273.791	320.579	348.809	332.190	157.648
Activos por imp. corrientes	130.115	89.104	122.791	75.741	118.317
Total Activos Corrientes	5.141.048	4.831.875	4.770.970	4.848.580	5.079.312
Otros activos financieros	-	-	-	-	61.888
Otros activos no financieros	79.173	85.331	94.802	63.180	-
Inversiones método de participación	723.539	841.723	803.267	721.961	771.438
Activos intangibles	144.553	159.653	156.029	377.124	365.592
Propiedades, plantas y eq.	3.507.337	3.648.150	3.750.495	3.826.440	3.918.926
Propiedades de inversión	15.593	14.536	13.704	13.046	12.465
Activos por imp. corr, no corr.	-	-	-	13.972	15.583
Activos por imp. diferidos	62.608	7.473	8.632	23.023	8.807
Total Activos No Corrientes	4.532.801	4.756.865	4.826.928	5.038.746	5.154.698
Total Activos	9.673.849	9.588.740	9.597.898	9.887.326	10.234.010
Pasivos y Patrimonio en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	39.028	40.693	24.975	135.650	815.429
Cuentas por pagar	700.457	974.955	1.031.562	671.887	583.844
CxP Relacionadas	267.533	372.616	455.976	370.533	366.672
Pasivos por imp corrientes	206.402	166.279	123.422	102.630	107.382
Provisiones empleados	40.284	44.763	44.688	42.817	39.022
Otros pasivos no financieros	8.214	9.687	10.920	9.805	5.463
Total Pasivos Corrientes	1.261.919	1.608.992	1.691.544	1.333.322	1.917.811
Otros pasivos financieros	1.769.093	1.763.999	1.761.186	2.338.097	2.368.347
Cuentas por pagar	-	-	-	76.046	74.055
Pasivos por imp. diferidos	195.666	175.399	139.288	147.939	123.835
Provisiones empleados	-	-	49.125	49.841	50.465
Total Pasivos No Corrientes	1.964.759	1.939.398	1.949.599	2.611.923	2.616.701
Capital emitido	2.552.240	2.452.458	2.385.544	2.345.471	2.297.519
Ganancias (pérdidas) acum.	4.200.369	3.916.411	4.045.975	4.223.137	4.273.361
Otras reservas	(305.766)	(328.865)	(475.132)	(626.913)	(871.736)
Particip. no controladoras	329	345	369	387	354
Patrimonio	6.447.171	6.040.349	5.956.755	5.942.082	5.699.498
Total Pasivos y Patrimonio	9.673.849	9.588.740	9.597.898	9.887.326	10.234.010

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Santa Rita.

Balance General como proporción de los activos totales

Activos en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Efectivo	10%	5%	1%	3%	2%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos no financieros	0%	0%	0%	0%	1%
Cuentas por cobrar	17%	21%	22%	20%	21%
CxC Relacionadas	0%	0%	0%	0%	0%
Inventarios	22%	19%	21%	21%	23%
Activos biológicos	3%	3%	4%	3%	2%
Activos por imp. corrientes	1%	1%	1%	1%	1%
Total Activos Corrientes	53%	50%	50%	49%	50%
Otros activos financieros	-	-	-	-	1%
Otros activos no financieros	1%	1%	1%	1%	-
Inversiones método de participación	7%	9%	8%	7%	8%
Activos intangibles	1%	2%	2%	4%	4%
Propiedades, plantas y eq.	36%	38%	39%	39%	38%
Propiedades de inversión	0%	0%	0%	0%	0%
Activos por imp. corr, no corr.	-	-	-	0%	0%
Activos por imp. diferidos	1%	0%	0%	0%	0%
Total Activos No Corrientes	47%	50%	50%	51%	50%
Total Activos	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivos y Patrimonio en %	2014	2015	2016	2017	2018T3
Otros pasivos financieros	0,4%	0,4%	0,3%	1,4%	8,0%
Cuentas por pagar	7,2%	10,2%	10,7%	6,8%	5,7%
CxP Relacionadas	2,8%	3,9%	4,8%	3,7%	3,6%
Pasivos por imp corrientes	2,1%	1,7%	1,3%	1,0%	1,0%
Provisiones empleados	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Otros pasivos no financieros	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Total Pasivos Corrientes	13,0%	16,8%	17,6%	13,5%	18,7%
Otros pasivos financieros	18,3%	18,4%	18,3%	23,6%	23,1%
Cuentas por pagar	-	-	-	0,8%	0,7%
Pasivos por imp. diferidos	2,0%	1,8%	1,5%	1,5%	1,2%
Provisiones empleados	-	-	0,5%	0,5%	0,5%
Total Pasivos No Corrientes	20,3%	20,2%	20,3%	26,4%	25,6%
Capital emitido	26,4%	25,6%	24,9%	23,7%	22,4%
Ganancias (pérdidas) acum.	43,4%	40,8%	42,2%	42,7%	41,8%
Otras reservas	(3,2%)	(3,4%)	(5,0%)	(6,3%)	(8,5%)
Particip. no controladoras	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Patrimonio	66,6%	63,0%	62,1%	60,1%	55,7%
Total Pasivos y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Santa Rita.

Flujo de Efectivo en UF 2014-2018T3

Flujo de Efectivo en UF	2014	2015	2016	2017	2018T3
Flujos Operacionales					
Cobros de las ventas	6.058.128	6.365.311	6.738.229	6.537.852	4.506.488
Pagos a proveedores	(3.978.165)	(4.464.620)	(4.997.419)	(5.012.169)	(3.680.157)
Pagos por cuenta de los empleados	(753.580)	(755.704)	(796.320)	(755.043)	(525.330)
Otros pagos	(321.476)	(442.293)	(402.600)	(370.880)	(242.380)
Intereses pagados	(77.583)	(76.663)	(81.740)	(85.440)	(83.426)
Intereses recibidos	14.007	13.531	3.799	142	787
Impuestos pagados	(12.332)	(119.289)	(156.399)	(48.024)	(53.113)
Flujo Operacional	928.998	520.272	307.551	266.438	(77.131)
Flujos Inversiones					
Ventas PPE	1.257	218	7.122	9.549	2.268
Compras PPE	(154.473)	(492.988)	(451.299)	(380.982)	(402.644)
Compras de activos intangibles	(5.232)	(28.095)	(22.443)	(159.431)	(661)
Compras de otros activos a largo plazo	(44.321)	(45.926)	-	-	-
Pagos de contratos derivados	(15.991)	(16.442)	-	(13.062)	(4.921)
Cobros de contratos derivados	-	-	31.867	-	-
Dividendos recibidos	934	-	13.105	43.238	24.417
Flujos de Inversión	(217.826)	(583.232)	(421.648)	(500.688)	(381.542)
Flujos de Financiación					
Importes de préstamos C/P	-	6.488	247.086	933.749	657.968
Importes de préstamos L/P	6.340	-	-	604.102	-
Pagos de préstamos	(26.732)	(11.612)	(256.334)	(789.861)	(440)
Dividendos pagados	(123.923)	(392.345)	(235.594)	(268.409)	(240.116)
Flujos de Financiación	(144.315)	(397.469)	(244.842)	479.580	417.413
Flujo de Efectivo del Periodo	566.857	(460.429)	(358.939)	245.330	(41.259)
Variación tasa de cambio	11.593	372	(17.508)	(46.443)	(27.993)
Flujo de Efectivo Neto del Periodo	578.450	(460.057)	(376.448)	198.887	(69.252)
Saldo Inicial	387.042	927.745	454.927	77.161	270.405
Saldo Final	965.492	467.688	78.479	276.048	201.152

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Financieros de Santa Rita.

Anexo 4: Tabla de desarrollo bono BCTOR-K.

Valor Nominal:	UF 500.000						
Intereses:	Semestrales						
Amortización:	28 cuotas semestrales iguales a partir del 1° de marzo de 2025						
Tasa de Interés Anual:	3,3%						
Tasa de Interés Semestral:	1,6366%						
Cupón	Cuota de Intereses	Cuota de Amortizaciones	Fecha de Vencimiento	Intereses	Amortización	Valor Cupón	Saldo Insoluto
0	0		01-09-2014				500,0000
1	1		01-03-2015	8,1830	0,0000		500,0000
2	2		01-09-2015	8,1830	0,0000		500,0000
3	3		01-03-2016	8,1830	0,0000		500,0000
4	4		01-09-2016	8,1830	0,0000		500,0000
5	5		01-03-2017	8,1830	0,0000		500,0000
6	6		01-09-2017	8,1830	0,0000		500,0000
7	7		01-03-2018	8,1830	0,0000		500,0000
8	8		01-09-2018	8,1830	0,0000		500,0000
9	9		01-03-2019	8,1830	0,0000		500,0000
10	10		01-09-2019	8,1830	0,0000		500,0000
11	11		01-03-2020	8,1830	0,0000		500,0000
12	12		01-09-2020	8,1830	0,0000		500,0000
13	13		01-03-2021	8,1830	0,0000		500,0000
14	14		01-09-2021	8,1830	0,0000		500,0000
15	15		01-03-2022	8,1830	0,0000		500,0000
16	16		01-09-2022	8,1830	0,0000		500,0000
17	17		01-03-2023	8,1830	0,0000		500,0000
18	18		01-09-2023	8,1830	0,0000		500,0000
19	19		01-03-2024	8,1830	0,0000		500,0000
20	20		01-09-2024	8,1830	0,0000		500,0000
21	21	1	01-03-2025	8,1830	17,8571	26,0401	482,1429
22	22	2	01-09-2025	7,8908	17,8571	25,7479	464,2857
23	23	3	01-03-2026	7,5985	17,8571	25,4556	446,4286
24	24	4	01-09-2026	7,3063	17,8571	25,1634	428,5714
25	25	5	01-03-2027	7,0140	17,8571	24,8711	410,7143
26	26	6	01-09-2027	6,7218	17,8571	24,5789	392,8571
27	27	7	01-03-2028	6,4295	17,8571	24,2866	375,0000
28	28	8	01-09-2028	6,1373	17,8571	23,9944	357,1429
29	29	9	01-03-2029	5,8450	17,8571	23,7021	339,2857
30	30	10	01-09-2029	5,5528	17,8571	23,4099	321,4286
31	31	11	01-03-2030	5,2605	17,8571	23,1176	303,5714
32	32	12	01-09-2030	4,9683	17,8571	22,8254	285,7143
33	33	13	01-03-2031	4,6760	17,8571	22,5331	267,8571
34	34	14	01-09-2031	4,3838	17,8571	22,2409	250,0000
35	35	15	01-03-2032	4,0915	17,8571	21,9486	232,1429
36	36	16	01-09-2032	3,7993	17,8571	21,6564	214,2857
37	37	17	01-03-2033	3,5070	17,8571	21,3641	196,4286
38	38	18	01-09-2033	3,2148	17,8571	21,0719	178,5714
39	39	19	01-03-2034	2,9225	17,8571	20,7796	160,7143
40	40	20	01-09-2034	2,6303	17,8571	20,4874	142,8571
41	41	21	01-03-2035	2,3380	17,8571	20,1951	125,0000
42	42	22	01-09-2035	2,0458	17,8571	19,9029	107,1429
43	43	23	01-03-2036	1,7535	17,8571	19,6106	89,2857
44	44	24	01-09-2036	1,4613	17,8571	19,3184	71,4286
45	45	25	01-03-2037	1,1690	17,8571	19,0261	53,5714
46	46	26	01-09-2037	0,8768	17,8571	18,7339	35,7143
47	47	27	01-03-2038	0,5845	17,8571	18,4416	17,8571
48	48	28	01-09-2038	0,2923	17,8571	18,1494	0,0000

Anexo 5: Serie de datos para cálculos de Betas.

Fecha	Emiliana	IGPA	UF	Variaciones de Precios Nominales		Variaciones de Precios Reales		
				Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA	Δ Px UF	Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA
28-09-2014	35,50	19168,92	24.163,20					
05-10-2014	45,00	18811,48	24.180,09	0,2676	-0,0186	0,0007	0,2667	-0,0193
12-10-2014	45,00	18510,78	24.208,41	0,0000	-0,0160	0,0012	-0,0012	-0,0171
19-10-2014	45,00	18763,56	24.252,01	0,0000	0,0137	0,0018	-0,0018	0,0118
26-10-2014	45,00	18842,72	24.295,68	0,0000	0,0042	0,0018	-0,0018	0,0024
02-11-2014	45,00	18986,40	24.339,44	0,0000	0,0076	0,0018	-0,0018	0,0058
09-11-2014	45,00	19109,20	24.383,27	0,0000	0,0065	0,0018	-0,0018	0,0047
16-11-2014	45,00	19422,44	24.439,95	0,0000	0,0164	0,0023	-0,0023	0,0140
23-11-2014	45,00	19457,82	24.496,76	0,0000	0,0018	0,0023	-0,0023	-0,0005
30-11-2014	45,00	19357,98	24.553,70	0,0000	-0,0051	0,0023	-0,0023	-0,0074
07-12-2014	45,00	18674,66	24.610,77	0,0000	-0,0353	0,0023	-0,0023	-0,0375
14-12-2014	45,00	18692,54	24.627,10	0,0000	0,0010	0,0007	-0,0007	0,0003
21-12-2014	45,00	18727,92	24.627,10	0,0000	0,0019	0,0000	0,0000	0,0019
28-12-2014	43,50	18870,20	24.627,10	-0,0333	0,0076	0,0000	-0,0333	0,0076
04-01-2015	43,50	18608,54	24.627,10	0,0000	-0,0139	0,0000	0,0000	-0,0139
11-01-2015	43,50	18378,88	24.620,73	0,0000	-0,0123	-0,0003	0,0003	-0,0121
18-01-2015	43,50	18893,45	24.598,46	0,0000	0,0280	-0,0009	0,0009	0,0289
25-01-2015	43,50	18761,30	24.576,21	0,0000	-0,0070	-0,0009	0,0009	-0,0061
01-02-2015	43,50	19216,59	24.553,98	0,0000	0,0243	-0,0009	0,0009	0,0252
08-02-2015	43,50	19358,51	24.531,76	0,0000	0,0074	-0,0009	0,0009	0,0083
15-02-2015	41,99	19430,81	24.533,84	-0,0347	0,0037	0,0001	-0,0348	0,0036
22-02-2015	41,99	19357,66	24.539,98	0,0000	-0,0038	0,0003	-0,0003	-0,0040
01-03-2015	41,90	19163,92	24.546,11	-0,0021	-0,0100	0,0002	-0,0024	-0,0103
08-03-2015	41,90	18707,67	24.552,24	0,0000	-0,0238	0,0002	-0,0002	-0,0241
15-03-2015	41,90	18937,08	24.572,10	0,0000	0,0123	0,0008	-0,0008	0,0114
22-03-2015	41,90	18957,10	24.594,26	0,0000	0,0011	0,0009	-0,0009	0,0002
29-03-2015	41,90	19295,13	24.616,44	0,0000	0,0178	0,0009	-0,0009	0,0169
05-04-2015	41,90	19592,46	24.638,64	0,0000	0,0154	0,0009	-0,0009	0,0145
12-04-2015	41,90	19518,29	24.666,08	0,0000	-0,0038	0,0011	-0,0011	-0,0049
19-04-2015	41,80	19748,94	24.700,53	-0,0024	0,0118	0,0014	-0,0038	0,0104
26-04-2015	42,00	19625,33	24.735,04	0,0048	-0,0063	0,0014	0,0034	-0,0076
03-05-2015	42,00	19886,14	24.769,59	0,0000	0,0133	0,0014	-0,0014	0,0119
10-05-2015	42,00	19936,17	24.804,03	0,0000	0,0025	0,0014	-0,0014	0,0011
17-05-2015	41,99	19718,56	24.837,55	-0,0002	-0,0109	0,0014	-0,0016	-0,0123
24-05-2015	41,50	19662,20	24.871,13	-0,0117	-0,0029	0,0014	-0,0130	-0,0042
31-05-2015	41,50	19328,08	24.904,75	0,0000	-0,0170	0,0014	-0,0013	-0,0183
07-06-2015	41,50	19270,15	24.938,41	0,0000	-0,0030	0,0014	-0,0013	-0,0043
14-06-2015	41,50	18965,16	24.956,35	0,0000	-0,0158	0,0007	-0,0007	-0,0165
21-06-2015	41,30	18924,72	24.967,99	-0,0048	-0,0021	0,0005	-0,0053	-0,0026
28-06-2015	40,00	18752,64	24.979,63	-0,0315	-0,0091	0,0005	-0,0319	-0,0096
05-07-2015	40,00	18891,62	24.991,28	0,0000	0,0074	0,0005	-0,0005	0,0069
12-07-2015	40,00	18957,65	25.010,01	0,0000	0,0035	0,0007	-0,0007	0,0027
19-07-2015	40,00	18703,05	25.038,19	0,0000	-0,0134	0,0011	-0,0011	-0,0145
26-07-2015	40,00	18833,52	25.066,41	0,0000	0,0070	0,0011	-0,0011	0,0058
02-08-2015	40,00	18781,66	25.094,65	0,0000	-0,0028	0,0011	-0,0011	-0,0039
09-08-2015	40,00	18513,95	25.122,93	0,0000	-0,0143	0,0011	-0,0011	-0,0154
16-08-2015	40,00	18107,08	25.145,59	0,0000	-0,0220	0,0009	-0,0009	-0,0229
23-08-2015	39,00	18546,02	25.168,26	-0,0250	0,0242	0,0009	-0,0259	0,0233
30-08-2015	39,00	18249,01	25.190,96	0,0000	-0,0160	0,0009	-0,0009	-0,0169
06-09-2015	39,00	18315,16	25.213,68	0,0000	0,0036	0,0009	-0,0009	0,0027
13-09-2015	39,00	18538,51	25.246,89	0,0000	0,0122	0,0013	-0,0013	0,0109
20-09-2015	39,00	18211,02	25.288,02	0,0000	-0,0177	0,0016	-0,0016	-0,0193
27-09-2015	39,00	18077,66	25.329,21	0,0000	-0,0073	0,0016	-0,0016	-0,0089
04-10-2015	39,00	18714,35	25.370,47	0,0000	0,0352	0,0016	-0,0016	0,0335
11-10-2015	39,00	18623,28	25.408,15	0,0000	-0,0049	0,0015	-0,0015	-0,0063
18-10-2015	39,00	19064,24	25.436,79	0,0000	0,0237	0,0011	-0,0011	0,0225
25-10-2015	39,00	18811,30	25.465,45	0,0000	-0,0133	0,0011	-0,0011	-0,0144
01-11-2015	39,00	18895,08	25.494,15	0,0000	0,0045	0,0011	-0,0011	0,0033
08-11-2015	39,00	18557,10	25.522,87	0,0000	-0,0179	0,0011	-0,0011	-0,0190
15-11-2015	39,00	18842,27	25.547,37	0,0000	0,0154	0,0010	-0,0010	0,0144
22-11-2015	39,00	18305,39	25.571,18	0,0000	-0,0285	0,0009	-0,0009	-0,0294
29-11-2015	39,00	17843,70	25.595,01	0,0000	-0,0252	0,0009	-0,0009	-0,0261

Fecha	Emiliana	IGPA	UF	Variaciones de Precios Nominales		Variaciones de Precios Reales		
				Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA	Δ Px UF	Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA
06-12-2015	39,00	17493,78	25.618,86	0,0000	-0,0196	0,0009	-0,0009	-0,0205
13-12-2015	39,00	17897,21	25.629,09	0,0000	0,0231	0,0004	-0,0004	0,0227
20-12-2015	38,00	18020,37	25.629,09	-0,0256	0,0069	0,0000	-0,0256	0,0069
27-12-2015	35,00	18151,50	25.629,09	-0,0789	0,0073	0,0000	-0,0789	0,0073
03-01-2016	34,00	17617,79	25.629,09	-0,0286	-0,0294	0,0000	-0,0286	-0,0294
10-01-2016	34,00	17297,23	25.629,09	0,0000	-0,0182	0,0000	0,0000	-0,0182
17-01-2016	34,00	17491,10	25.629,09	0,0000	0,0112	0,0000	0,0000	0,0112
24-01-2016	34,00	18243,46	25.629,09	0,0000	0,0430	0,0000	0,0000	0,0430
31-01-2016	34,00	17984,74	25.629,09	0,0000	-0,0142	0,0000	0,0000	-0,0142
07-02-2016	33,50	18031,60	25.629,09	-0,0147	0,0026	0,0000	-0,0147	0,0026
14-02-2016	33,50	18411,73	25.651,14	0,0000	0,0211	0,0009	-0,0009	0,0202
21-02-2016	34,00	18239,37	25.682,04	0,0149	-0,0094	0,0012	0,0137	-0,0106
28-02-2016	34,00	18796,55	25.712,98	0,0000	0,0305	0,0012	-0,0012	0,0293
06-03-2016	34,00	18815,72	25.743,95	0,0000	0,0010	0,0012	-0,0012	-0,0002
13-03-2016	34,00	19387,73	25.767,20	0,0000	0,0304	0,0009	-0,0009	0,0295
20-03-2016	34,00	19054,31	25.784,63	0,0000	-0,0172	0,0007	-0,0007	-0,0179
27-03-2016	38,00	19340,64	25.802,08	0,1176	0,0150	0,0007	0,1169	0,0143
03-04-2016	38,00	19256,07	25.819,54	0,0000	-0,0044	0,0007	-0,0007	-0,0050
10-04-2016	38,00	19434,77	25.837,95	0,0000	0,0093	0,0007	-0,0007	0,0086
17-04-2016	38,00	19515,63	25.862,03	0,0000	0,0042	0,0009	-0,0009	0,0032
24-04-2016	38,00	19655,14	25.886,13	0,0000	0,0071	0,0009	-0,0009	0,0062
01-05-2016	38,00	19689,44	25.910,25	0,0000	0,0017	0,0009	-0,0009	0,0008
08-05-2016	35,00	19662,29	25.934,40	-0,0789	-0,0014	0,0009	-0,0798	-0,0023
15-05-2016	35,00	19404,24	25.952,89	0,0000	-0,0131	0,0007	-0,0007	-0,0138
22-05-2016	35,00	19479,52	25.970,45	0,0000	0,0039	0,0007	-0,0007	0,0032
29-05-2016	35,00	19481,80	25.988,03	0,0000	0,0001	0,0007	-0,0007	-0,0006
05-06-2016	35,00	19572,98	26.005,61	0,0000	0,0047	0,0007	-0,0007	0,0040
12-06-2016	37,00	19651,22	26.020,86	0,0571	0,0040	0,0006	0,0565	0,0034
19-06-2016	35,00	19588,26	26.032,99	-0,0541	-0,0032	0,0005	-0,0545	-0,0037
26-06-2016	37,00	19875,22	26.045,13	0,0571	0,0146	0,0005	0,0567	0,0142
03-07-2016	37,00	19898,49	26.057,28	0,0000	0,0012	0,0005	-0,0005	0,0007
10-07-2016	37,00	20228,03	26.071,05	0,0000	0,0166	0,0005	-0,0005	0,0160
17-07-2016	37,00	20450,85	26.094,56	0,0000	0,0110	0,0009	-0,0009	0,0101
24-07-2016	37,00	20368,48	26.118,09	0,0000	-0,0040	0,0009	-0,0009	-0,0049
31-07-2016	37,40	20369,10	26.141,65	0,0108	0,0000	0,0009	0,0099	-0,0009
07-08-2016	37,40	20560,14	26.165,22	0,0000	0,0094	0,0009	-0,0009	0,0085
14-08-2016	37,40	20493,65	26.180,40	0,0000	-0,0032	0,0006	-0,0006	-0,0038
21-08-2016	37,40	20531,05	26.192,21	0,0000	0,0018	0,0005	-0,0005	0,0014
28-08-2016	37,00	20543,60	26.204,03	-0,0107	0,0006	0,0005	-0,0111	0,0002
04-09-2016	37,00	20347,08	26.215,85	0,0000	-0,0096	0,0005	-0,0005	-0,0100
11-09-2016	37,00	20154,38	26.224,30	0,0000	-0,0095	0,0003	-0,0003	-0,0098
18-09-2016	37,00	20370,06	26.224,30	0,0000	0,0107	0,0000	0,0000	0,0107
25-09-2016	37,00	20046,48	26.224,30	0,0000	-0,0159	0,0000	0,0000	-0,0159
02-10-2016	37,00	20317,35	26.224,30	0,0000	0,0135	0,0000	0,0000	0,0135
09-10-2016	37,00	20746,20	26.224,30	0,0000	0,0211	0,0000	0,0000	0,0211
16-10-2016	37,00	21267,66	26.236,13	0,0000	0,0251	0,0005	-0,0005	0,0247
23-10-2016	37,00	21423,49	26.247,97	0,0000	0,0073	0,0005	-0,0005	0,0069
30-10-2016	37,00	21073,75	26.259,82	0,0000	-0,0163	0,0005	-0,0005	-0,0168
06-11-2016	37,00	20792,95	26.271,67	0,0000	-0,0133	0,0005	-0,0005	-0,0138
13-11-2016	37,00	20935,63	26.283,75	0,0000	0,0069	0,0005	-0,0005	0,0064
20-11-2016	40,00	21025,34	26.296,01	0,0811	0,0043	0,0005	0,0806	0,0038
27-11-2016	40,00	20991,27	26.308,27	0,0000	-0,0016	0,0005	-0,0005	-0,0021
04-12-2016	40,00	21321,77	26.320,54	0,0000	0,0157	0,0005	-0,0005	0,0153
11-12-2016	35,00	21056,36	26.331,00	-0,1250	-0,0124	0,0004	-0,1253	-0,0128
18-12-2016	35,00	20308,65	26.336,94	0,0000	-0,0355	0,0002	-0,0002	-0,0357
25-12-2016	35,00	20734,17	26.342,89	0,0000	0,0210	0,0002	-0,0002	0,0207
01-01-2017	35,00	20818,33	26.348,83	0,0000	0,0041	0,0002	-0,0002	0,0038
08-01-2017	35,00	21109,82	26.354,78	0,0000	0,0140	0,0002	-0,0002	0,0138
15-01-2017	35,00	21221,43	26.345,42	0,0000	0,0053	-0,0004	0,0004	0,0056
22-01-2017	35,00	21323,88	26.333,51	0,0000	0,0048	-0,0005	0,0005	0,0053
29-01-2017	35,00	21266,72	26.321,61	0,0000	-0,0027	-0,0005	0,0005	-0,0022
05-02-2017	35,00	21518,10	26.309,71	0,0000	0,0118	-0,0005	0,0005	0,0123
12-02-2017	35,00	21709,15	26.316,98	0,0000	0,0089	0,0003	-0,0003	0,0086
19-02-2017	35,00	21725,80	26.349,81	0,0000	0,0008	0,0012	-0,0012	-0,0005

Fecha	Emiliana	IGPA	UF	Variaciones de Precios Nominales		Variaciones de Precios Reales		
				Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA	Δ Px UF	Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA
26-02-2017	35,00	22195,82	26.382,69	0,0000	0,0216	0,0012	-0,0012	0,0204
05-03-2017	35,00	22487,72	26.415,61	0,0000	0,0132	0,0012	-0,0012	0,0119
12-03-2017	40,00	23329,76	26.439,54	0,1429	0,0374	0,0009	0,1418	0,0365
19-03-2017	40,00	23844,49	26.451,47	0,0000	0,0221	0,0005	-0,0005	0,0216
26-03-2017	40,00	23967,87	26.463,41	0,0000	0,0052	0,0005	-0,0005	0,0047
02-04-2017	40,00	24473,07	26.475,35	0,0000	0,0211	0,0005	-0,0005	0,0206
09-04-2017	40,00	24360,46	26.487,30	0,0000	-0,0046	0,0005	-0,0005	-0,0051
16-04-2017	40,00	24160,77	26.511,98	0,0000	-0,0082	0,0009	-0,0009	-0,0091
23-04-2017	33,00	24088,63	26.536,69	-0,1750	-0,0030	0,0009	-0,1758	-0,0039
30-04-2017	33,00	24297,93	26.561,42	0,0000	0,0087	0,0009	-0,0009	0,0077
07-05-2017	33,00	24331,46	26.586,17	0,0000	0,0014	0,0009	-0,0009	0,0004
14-05-2017	33,00	24084,75	26.601,82	0,0000	-0,0101	0,0006	-0,0006	-0,0107
21-05-2017	35,00	24515,14	26.613,83	0,0606	0,0179	0,0005	0,0601	0,0174
28-05-2017	35,00	24558,02	26.625,84	0,0000	0,0017	0,0005	-0,0005	0,0013
04-06-2017	35,00	24287,06	26.637,85	0,0000	-0,0110	0,0005	-0,0005	-0,0115
11-06-2017	35,00	24211,86	26.648,22	0,0000	-0,0031	0,0004	-0,0004	-0,0035
18-06-2017	35,00	23878,79	26.654,43	0,0000	-0,0138	0,0002	-0,0002	-0,0140
25-06-2017	35,00	23787,44	26.660,65	0,0000	-0,0038	0,0002	-0,0002	-0,0041
02-07-2017	35,00	24286,47	26.666,87	0,0000	0,0210	0,0002	-0,0002	0,0207
09-07-2017	34,00	24955,16	26.673,09	-0,0286	0,0275	0,0002	-0,0288	0,0273
16-07-2017	34,00	25028,84	26.648,96	0,0000	0,0030	-0,0009	0,0009	0,0039
23-07-2017	34,00	25354,16	26.624,85	0,0000	0,0130	-0,0009	0,0009	0,0139
30-07-2017	34,00	25480,89	26.600,77	0,0000	0,0050	-0,0009	0,0009	0,0059
06-08-2017	34,00	25122,29	26.576,70	0,0000	-0,0141	-0,0009	0,0009	-0,0132
13-08-2017	34,00	25544,22	26.573,25	0,0000	0,0168	-0,0001	0,0001	0,0169
20-08-2017	34,00	25842,31	26.585,24	0,0000	0,0117	0,0005	-0,0005	0,0112
27-08-2017	34,10	25838,50	26.597,24	0,0029	-0,0001	0,0005	0,0025	-0,0006
03-09-2017	34,00	25475,58	26.609,24	-0,0029	-0,0140	0,0005	-0,0034	-0,0145
10-09-2017	35,00	25973,23	26.621,30	0,0294	0,0195	0,0005	0,0289	0,0191
17-09-2017	34,10	26406,84	26.633,72	-0,0257	0,0167	0,0005	-0,0262	0,0162
24-09-2017	34,25	26682,39	26.646,14	0,0044	0,0104	0,0005	0,0039	0,0100
01-10-2017	36,00	27432,86	26.658,56	0,0511	0,0281	0,0005	0,0506	0,0276
08-10-2017	36,00	27343,11	26.670,99	0,0000	-0,0033	0,0005	-0,0005	-0,0037
15-10-2017	36,00	27671,88	26.662,44	0,0000	0,0120	-0,0003	0,0003	0,0123
22-10-2017	37,00	27657,71	26.650,39	0,0278	-0,0005	-0,0005	0,0282	-0,0001
29-10-2017	37,00	27580,52	26.638,34	0,0000	-0,0028	-0,0005	0,0005	-0,0023
05-11-2017	37,00	27175,04	26.626,30	0,0000	-0,0147	-0,0005	0,0005	-0,0143
12-11-2017	37,00	27139,76	26.635,35	0,0000	-0,0013	0,0003	-0,0003	-0,0016
19-11-2017	37,00	25366,80	26.672,55	0,0000	-0,0653	0,0014	-0,0014	-0,0666
26-11-2017	35,50	25274,71	26.709,81	-0,0405	-0,0036	0,0014	-0,0419	-0,0050
03-12-2017	35,00	24616,07	26.747,12	-0,0141	-0,0261	0,0014	-0,0155	-0,0274
10-12-2017	35,00	26234,79	26.780,00	0,0000	0,0658	0,0012	-0,0012	0,0645
17-12-2017	35,00	27851,01	26.786,05	0,0000	0,0616	0,0002	-0,0002	0,0614
24-12-2017	35,10	27980,78	26.792,09	0,0029	0,0047	0,0002	0,0026	0,0044
31-12-2017	35,10	28636,41	26.798,14	0,0000	0,0234	0,0002	-0,0002	0,0232
07-01-2018	35,10	28829,85	26.804,19	0,0000	0,0068	0,0002	-0,0002	0,0065
14-01-2018	35,10	29402,17	26.810,24	0,0000	0,0199	0,0002	-0,0002	0,0196
21-01-2018	35,10	29413,50	26.816,29	0,0000	0,0004	0,0002	-0,0002	0,0002
28-01-2018	35,10	29293,29	26.822,35	0,0000	-0,0041	0,0002	-0,0002	-0,0043
04-02-2018	35,10	28011,21	26.828,40	0,0000	-0,0438	0,0002	-0,0002	-0,0440
11-02-2018	35,10	28293,23	26.842,29	0,0000	0,0101	0,0005	-0,0005	0,0095
18-02-2018	35,10	28783,39	26.875,78	0,0000	0,0173	0,0012	-0,0012	0,0161
25-02-2018	35,10	27799,46	26.909,31	0,0000	-0,0342	0,0012	-0,0012	-0,0354
04-03-2018	38,50	28197,82	26.942,89	0,0969	0,0143	0,0012	0,0955	0,0131
11-03-2018	38,50	28033,02	26.966,89	0,0000	-0,0058	0,0009	-0,0009	-0,0067
18-03-2018	38,49	27530,52	26.966,89	-0,0003	-0,0179	0,0000	-0,0003	-0,0179
25-03-2018	37,00	27736,23	26.966,89	-0,0387	0,0075	0,0000	-0,0387	0,0075
01-04-2018	37,00	27973,86	26.966,89	0,0000	0,0086	0,0000	0,0000	0,0086
08-04-2018	37,00	28166,50	26.966,89	0,0000	0,0069	0,0000	0,0000	0,0069
15-04-2018	37,00	28575,11	26.977,67	0,0000	0,0145	0,0004	-0,0004	0,0141
22-04-2018	37,00	28582,25	26.990,25	0,0000	0,0002	0,0005	-0,0005	-0,0002
29-04-2018	37,00	28344,67	27.002,83	0,0000	-0,0083	0,0005	-0,0005	-0,0088
06-05-2018	37,00	28796,25	27.015,43	0,0000	0,0159	0,0005	-0,0005	0,0155
13-05-2018	37,10	28679,66	27.031,27	0,0027	-0,0040	0,0006	0,0021	-0,0046

Fecha	Emiliana	IGPA	UF	Variaciones de Precios Nominales		Variaciones de Precios Reales		
				Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA	Δ Px UF	Δ Px Emiliana	Δ Px IGPA
20-05-2018	37,10	28205,50	27.049,56	0,0000	-0,0165	0,0007	-0,0007	-0,0172
27-05-2018	37,10	27705,23	27.067,86	0,0000	-0,0177	0,0007	-0,0007	-0,0184
03-06-2018	38,50	27937,27	27.086,17	0,0377	0,0084	0,0007	0,0370	0,0077
10-06-2018	37,00	27658,37	27.104,59	-0,0390	-0,0100	0,0007	-0,0396	-0,0107
17-06-2018	37,00	27231,05	27.123,54	0,0000	-0,0154	0,0007	-0,0007	-0,0161
24-06-2018	37,00	26843,21	27.142,50	0,0000	-0,0142	0,0007	-0,0007	-0,0149
01-07-2018	37,00	26798,14	27.161,48	0,0000	-0,0017	0,0007	-0,0007	-0,0024
08-07-2018	37,00	26849,63	27.180,47	0,0000	0,0019	0,0007	-0,0007	0,0012
15-07-2018	37,00	27337,74	27.188,45	0,0000	0,0182	0,0003	-0,0003	0,0179
22-07-2018	37,00	27088,99	27.194,59	0,0000	-0,0091	0,0002	-0,0002	-0,0093
29-07-2018	37,20	27256,71	27.200,72	0,0054	0,0062	0,0002	0,0052	0,0060
05-08-2018	37,20	26663,91	27.206,86	0,0000	-0,0217	0,0002	-0,0002	-0,0220
12-08-2018	37,20	26502,46	27.220,88	0,0000	-0,0061	0,0005	-0,0005	-0,0066
19-08-2018	37,20	26561,36	27.245,43	0,0000	0,0022	0,0009	-0,0009	0,0013
26-08-2018	37,20	26589,85	27.270,00	0,0000	0,0011	0,0009	-0,0009	0,0002
02-09-2018	37,20	26452,09	27.294,60	0,0000	-0,0052	0,0009	-0,0009	-0,0061
09-09-2018	37,20	27104,65	27.319,21	0,0000	0,0247	0,0009	-0,0009	0,0237
16-09-2018	37,20	27607,13	27.331,95	0,0000	0,0185	0,0005	-0,0005	0,0181
23-09-2018	37,20	26885,86	27.344,69	0,0000	-0,0261	0,0005	-0,0005	-0,0266
30-09-2018	37,20	26792,58	27.357,45	0,0000	-0,0035	0,0005	-0,0005	-0,0039

Anexo 6: Estadísticas Regresiones Lineales.

Beta Emiliana: septiembre 2014 a septiembre 2016

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,05406462
Coefficiente de determinación R ²	0,002922983
R ² ajustado	-0,006852282
Error típico	0,033267109
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,000330924	0,000330924	0,2990183	0,585692829
Residuos	102	0,112883458	0,001106701		
Total	103	0,113214382			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	7,27799E-05	0,003262579	0,022307459	0,98224628	-0,006398531	0,00654409	-0,006398531	0,00654409
Variable X 1	-0,121620656	0,222412124	-0,546825658	0,585692829	-0,562774049	0,319532737	-0,562774049	0,319532737

Beta Emiliana: septiembre 2015 a septiembre 2017

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,217258879
Coefficiente de determinación R ²	0,047201421
R ² ajustado	0,037950949
Error típico	0,03287808
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,005515744	0,005515744	5,102596105	0,025997112
Residuos	103	0,11133972	0,001080968		
Total	104	0,116854464			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,002540261	0,003265964	-0,777797993	0,438471054	-0,00901753	0,003937009	-0,00901753	0,003937009
Variable X 1	0,445049644	0,197021155	2,258892672	0,025997112	0,054304651	0,835794638	0,054304651	0,835794638

Beta Emiliana: septiembre 2016 a septiembre 2018

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,205127797
Coefficiente de determinación R ²	0,042077413
R ² ajustado	0,032866619
Error típico	0,030073761
Observaciones	106

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,004131687	0,004131687	4,568272041	0,03491312
Residuos	104	0,094060833	0,000904431		
Total	105	0,09819252			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,00057304	0,002939416	-0,194950363	0,845812149	-0,006402012	0,005255932	-0,006402012	0,005255932
Variable X 1	0,326389902	0,152707629	2,137351642	0,03491312	0,023564943	0,629214861	0,023564943	0,629214861

Anexo 7: Evolución Precio de la acción Emiliana versus IGPA.

