



VALORACIÓN DE EMPRESA VIÑEDOS EMILIANA MEDIANTE MÉTODOS DE “MÚLTIPLOS”

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

Alumnos:

Juan Pablo Ramírez Compan

Profesor Guía: José Olivares

Santiago, Agosto de 2019

Tabla de contenido

1. Resumen Ejecutivo	6
2. Principales Métodos de Valoración	7
2.1. Modelo de Descuento de Dividendos	7
2.2. Método de Flujos de Caja Descontados	8
2.3. Método de Múltiplos	10
3. Descripción de la Empresa e Industria	13
3.1. Concha y Toro	15
3.2. VSPT	17
3.3. Santa Rita	19
3.4. Viñedos Emiliana	20
3.5. Estados Financieros de Emiliana	22
3.6. Modelo de Negocios de Emiliana	27
4. Financiamiento de la Empresa	29
5. Estructura de Capital de la Empresa	30
5.1. Deuda Financiera de la Empresa	30
5.2. Patrimonio Económico (Bursátil) de la Empresa	30
5.3. Estructura de Capital histórica y objetivo	30
6. Análisis Operacional del Negocio e Industria	31
6.1. Industria Vitivinícola en Chile	31
6.2. Análisis de Crecimiento	36
6.3. Análisis de Costos de Operación	38
6.4. Análisis de Cuentas No Operacionales	41
6.5. Análisis de Activos	43
7. Valoración de la Empresa por Múltiplos	45
7.1. Múltiplos Empresas Comparables	45
7.2. Indicadores para la empresa	47
7.3. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria	47
7.4. Valores de la empresa en base a múltiplos más idóneos de la Industria	48
7.5. Comparación entre Valor y Precio	48

12. Conclusiones	49
Bibliografía.....	50
Anexo 1: Estados Financieros Concha y Toro.....	51
Anexo 2: Estados Financieros VSPT.....	56
Anexo 3: Estados Financieros Santa Rita.....	61
Anexo 4: Evolución Precio de la acción Emiliana versus IGPA.....	66

Índice de Tablas

Tabla 1: Información empresa Viña Concha y toro S.A.	15
Tabla 2: Información empresa Viña San Pedro Tarapacá S.A.	17
Tabla 3: Información empresa Sociedad Anónima Viña Santa Rita	19
Tabla 4: Información de la empresa Viñedos Emiliana S.A.	20
Tabla 5: Estados de Resultados en UF 2014-2018T3.....	22
Tabla 6: Estados de Resultados como proporción de las ventas 2014-2018T3	23
Tabla 7: Balance General en UF 2014-2018T3.....	24
Tabla 8: Balance General como proporción de los activos totales	25
Tabla 9: Flujo de Efectivo en UF 2014-2018T3.....	26
Tabla 10: Resumen Propiedades, plantas y equipos	27
Tabla 11: Tipos de Terrenos	27
Tabla 12: Resumen Inventarios	28
Tabla 13: Otros Pasivos Financieros que Devengan Intereses	29
Tabla 14: Gastos Financieros 2014 – 2018T3	29
Tabla 15: Deuda Financiera 2014 - 2018T3.....	30
Tabla 16: Patrimonio Económico 2014 – 2018T3.....	30
Tabla 17: Estructura de Capital 2014 - 2018T3.....	30
Tabla 18: Ventas empresas vitivinícolas abiertas en Chile.....	31
Tabla 19: EBIT empresas vitivinícolas abiertas en Chile	31
Tabla 20: ROA empresas vitivinícolas abiertas en Chile	32
Tabla 21: ROE empresas vitivinícolas abiertas en Chile	32
Tabla 22: Deuda a Patrimonio empresas vitivinícolas abiertas en Chile	33
Tabla 23: Cobertura Gastos Financieros empresas vitivinícolas abiertas en Chile.....	33
Tabla 24: Análisis Du Pont.....	34
Tabla 25: Ingresos actividades ordinarias Emiliana 2014-2018T3	36
Tabla 26: Volúmenes de Venta Emiliana 2014 - 2018T3	37
Tabla 27: Precio Promedio Emiliana USD/C9L y CLP/C9L 2014-2018	38
Tabla 28: Costos Emiliana 2014 - 2018T3	39
Tabla 29: Clasificación de Activos.....	43
Tabla 30: Múltiplos de Concha y Toro.....	45
Tabla 31: Múltiplos de VSPT.....	45
Tabla 32: Múltiplos de Santa Rita	46

Tabla 33: Múltiplos de la Industria Vitivinícola.....	46
Tabla 34: Indicadores Empresa Emiliana al 30 de septiembre de 2018	47
Tabla 35: Valoración Precio de la acción de Emiliana al 30 de septiembre de 2018	47

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Exportaciones industria en volumen por formato año 2017	13
Ilustración 2: Exportaciones industria en MMUSD por empresa año 2017	13
Ilustración 3: Exportaciones en MMUSD formato embotellado año 2017	14

1. Resumen Ejecutivo

El presente documento tiene como objetivo la valorización económica de la empresa Viñedos Emiliana S.A. a través del método de múltiplos, 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 el análisis de la compañía e industria, y luego utilizando el método basado en múltiplos se obtiene una valorización de la acción de UF 0,001208 (\$33,06), 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)

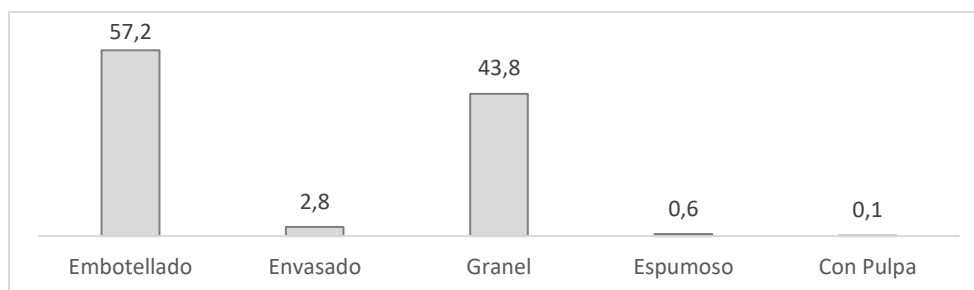
Múltiplo de Variables de industria Específica:

- (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.

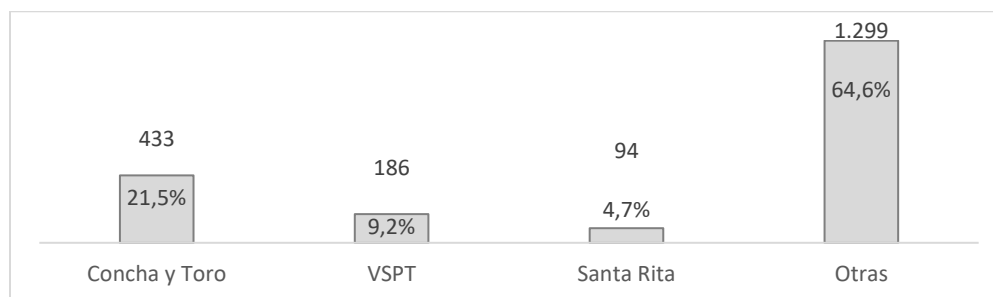
Ilustración 1: Exportaciones industria en volumen por formato año 2017



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.

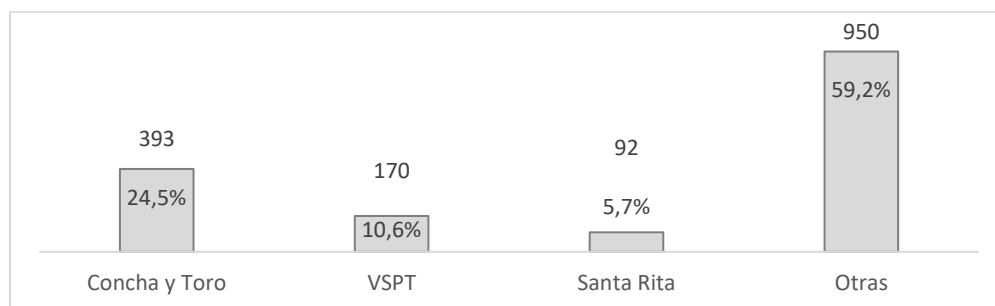
⁶ Intelvid, sitio web de estadísticas de exportación de la industria vitivinícola chilena, <https://intelvid.la/>

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 líder 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%
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

<i>Inventarios</i>	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%).

6. Análisis Operacional del Negocio e Industria

6.1. 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 18: 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 19: 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 20: 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 21: 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 22: 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 23: 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 24: 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 activos¹¹.

¹¹ “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.

6.2. 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 25: 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 26: Volúmenes de Venta Emiliana 2014 - 2018T3

Volumen por tipo de producto/Año	2014	2015	2016	2017	2017T3	2018T3	CAGR 2014-2017
Volumen (C9L¹²)	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/C9L¹³ 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

¹² 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.

¹³ 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 27: 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.

6.3. 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 28: 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.

6.4. 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.

6.5. Análisis de Activos

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

Tabla 29: 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).

7. Valoración de la Empresa por Múltiplos

7.1. Múltiplos Empresas Comparables

A continuación, se presentan los múltiplos de Concha y Toro, Viña San Pedro y Santa Rita calculados al 30 de septiembre de 2017 y 2018 y el promedio simple de cada uno de ellos.

Tabla 30: Múltiplos de Concha y Toro

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	2017T3	2018T3	Promedio
De Ganancias	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	26,50	26,19	26,34
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	18,26	20,63	19,45
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	26,1	29,7	27,88
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	1,02	1,18	1,10
	Value to Book Ratio	0,81	0,90	0,86
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,83	2,28	2,06
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	2,38	2,88	2,63

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 31: Múltiplos de VSPT

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	2017T3	2018T3	Promedio
De Ganancias	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	18,68	26,74	22,71
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	10,13	11,63	10,88
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	12,9	16,4	14,66
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,87	0,72	0,80
	Value to Book Ratio	0,87	0,72	0,80
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,81	1,60	1,70
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1,74	1,54	1,64

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 32: Múltiplos de Santa Rita

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	2017T3	2018T3	Promedio
De Ganancias	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	16,57	20,22	18,39
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	13,37	15,97	14,67
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	17,8	25,6	21,69
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,75	0,78	0,77
	Value to Book Ratio	0,65	0,65	0,65
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,22	1,27	1,24
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1,78	1,95	1,87

Fuente: Elaboración Propia.

Luego, se calcularon los múltiplos representativos de la industria vitivinícola como el promedio simple de los múltiplos de las 3 empresas antes mencionadas:

Tabla 33: Múltiplos de la Industria Vitivinícola

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	Promedio
De Ganancias	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	22,48
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	15,00
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	21,41
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,89
	Value to Book Ratio	0,77
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,67
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	2,04

Fuente: Elaboración Propia.

7.2. Indicadores para la empresa

Tabla 34: Indicadores Empresa Emiliana al 30 de septiembre de 2018

Ítem	Valor \$	Valor UF
Utilidad Por Acción	1,04	0,000038
EBITDA	2.145.736.000	78.433
EBIT	1.062.426.000	38.835
Valor Libro del Patrimonio	30.560.221.000	1.117.071
Valor Libro de La Empresa	50.442.549.000	1.843.832
Ventas por Acción	25,25	0,000923
Ventas	16.068.232.000	587.344
Número de acciones	636.428.572	23.263
Precio Acción	37,20	0,001360
Market Cap	23.675.142.878	865.400
Deuda	11.841.543.000	432.845
Efectivo	693.364.000	25.345

Fuente: Elaboración Propia.

7.3. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

Considerando los múltiplos de la industria, junto con la información de la empresa a septiembre de 2018, se calcularon: Valor de la Empresa, Patrimonio Económico y Precio de la Acción estimado para la fecha mencionada.

Tabla 35: Valoración Precio de la acción de Emiliana al 30 de septiembre de 2018

Múltiplos	Valor de Empresa UF	Patrimonio UF	Precio UF	Precio \$
Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	-	-	0,000855	23,38
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	1.176.512	769.011	0,001208	33,06
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	831.437	423.937	0,000666	18,22
Price to Book Equity (PBV)	-	991.616	0,001558	42,63
Value to Book Ratio	-	754.414	0,001185	32,43
Price to Sales Ratio (PS)	-	979.705	0,001539	42,11
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1.201.095	793.594	0,00125	34,11
		Promedio:	0,00118	32,28

Fuente: Elaboración Propia.

7.4. Valores de la empresa en base a múltiplos más idóneos de la Industria.

Según Pablo Fernández (2017)¹⁴, el múltiplo más utilizado para la industria de bebidas alcohólicas es EV/EBITDA. Considerando este múltiplo, la valoración del precio de la acción de Emiliana al 30 de septiembre es de \$33,06. Este valor es casi el mismo que se obtiene al calcular el promedio simple de todos los indicadores, \$32,28. Dado lo anterior, usar solo el indicador recomendado por Pablo Fernández u ocupar el promedio de indicadores es indiferente en este caso, ya que arrojan resultados similares.

7.5. Comparación entre Valor y Precio.

El Precio de la acción de Emiliana al 30 de septiembre de 2018 es de \$37,20, dicho Precio es un 11,1% mayor al Valor obtenido a través del uso de múltiplos, que asciende a \$33,06. Dado lo anterior, podemos inferir que la acción se encuentra sobrevalorada en un 11,1%. No obstante, debemos recordar que el valor obtenido a través de múltiplos solo es un proxit que tiene una desviación estándar de hasta un 40% acorde con la literatura¹⁵. Considerando esta desviación, un precio razonable estaría en el rango \$19,37 y \$45,19.

¹⁴ Fernández, Pablo. "Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos", IESE Business School, 2017, p4.

¹⁵ Maquieira, Carlos. Valoración de Empresas. Apuntes de clase, 2018.

8. 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.

Al realizar la valoración de la compañía basada en múltiplos, se obtuvo una valorización de la acción de UF 0,001208 o \$33,06 , un 11,1% bajo el valor de mercado.

Las diferencias del Valor de la acción obtenido en ambos métodos de valoración 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 tiempo¹⁶ 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.

¹⁶ 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

EERR en UF	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: Evolución Precio de la acción Emiliana versus IGPA.

