



“Valoración Viña Concha y Toro S.A mediante Flujo de Caja Descontado al 30 de septiembre de 2020”

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

Alumna: Paula Daniel Almarza

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Santiago, mayo 2021.

Contenido

RESUMEN EJECUTIVO.....	4
1. METODOLOGÍA	5
1.1. Principales métodos de valoración	5
1.2. Modelo de descuento de dividendos	5
1.3. Método de flujos de caja descontados	6
1.4. Método de múltiplos	7
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	10
2.1. Descripción de la industria	10
2.2. Descripción de la empresa y su historia	12
2.2.1. Descripción de la empresa.....	12
2.2.2. Reseña histórica.....	13
2.3. Regulación y fiscalización	14
2.4. Principales accionistas	15
2.5. Empresas de la industria.....	15
3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	17
3.1. Estado de situación financiera	17
3.2. Estado de resultados	20
3.3. Estado de flujos de efectivo	24
3.4. Ratios financieros.....	26
Ratios de Liquidez	26
Ratios de Endeudamiento	26
Ratios de Rentabilidad.....	27
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	29
4.1. Deuda financiera	29
4.1.1 Bonos.....	32
4.2. Patrimonio económico.....	33
4.3. Valor económico de la empresa	34
4.4. Estructura de capital objetivo.....	34
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	35

5.1. Costo de la deuda	35
5.2. Beta de la deuda	35
5.3. Estimación del beta patrimonial	35
5.4. Beta patrimonial sin deuda.....	36
5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	36
5.6. Costo patrimonial	37
5.7 Costo de capital.....	37
6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	38
6.1. Análisis de crecimiento de la empresa	38
6.2. Análisis de crecimiento de la industria.....	40
6.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	44
6.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa	45
6.5. Análisis de los activos de la empresa.....	47
7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	49
7.1. Ingresos operacionales proyectados	49
7.2. Costos operacionales proyectados.....	51
7.3. Resultado no operacional proyectado	52
7.4. Impuesto corporativo proyectado.....	53
7.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF	54
8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	55
8.1. Depreciación y amortización	55
8.2. Inversión en reposición	56
8.3. Inversión en capital físico (nueva inversión).....	56
8.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo operativo neto.....	57
8.5. Proyección de los flujos de caja libre y valor terminal.....	59
9. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO	60
9.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo neto	60
9.3. Activos prescindibles.....	60
9.4 Deuda financiera	60
9.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción.....	61

9.6. Análisis de sensibilidad.....	62
10. CONCLUSIONES	64
REFERENCIAS.....	65
ANEXOS	67
Anexo 1.....	67

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo del presente trabajo es realizar la valoración económica de la Viña Cocha y Toro S.A. al 30 de septiembre de 2020 mediante la metodología de Flujo de Caja Descontado. Para esto, se analizó la información financiera actual e histórica de la empresa entre 2016 y el tercer trimestre de 2020, obtenida del sitio web oficial de la Viña y de la CMF. También se analizaron las expectativas de crecimiento de la industria vitivinícola en Chile y el extranjero.

De la información financiera se analizó el Estado de Resultados, el Estado de situación financiera y el Estado de flujos de efectivo. A partir de esto se obtuvieron y analizaron los ratios de liquidez, endeudamiento y rentabilidad. También, se analizó la estructura de capital de la empresa, donde se registraron los bonos vigentes emitidos por parte de la empresa y el comportamiento de la deuda financiera durante el periodo. Finalmente, se estableció la estructura de capital objetivo de la empresa para estimar la tasa de costo de capital mediante el método de costo capital promedio ponderado (WACC).

Se hizo un análisis operacional del negocio y de la industria con el propósito de analizar el crecimiento de la empresa, de los costos y gastos operacionales, el resultado no operacional y los activos de la empresa para finalmente proyectar el estado de resultado para el periodo 4T 2020 a 2025. Finalmente, a partir de esto, se proyectaron los flujos de caja libre y se determinó el valor presente de estos descontándolos a la tasa WACC. Con esto, se estimó el valor de la acción de Viña Concha y Toro S.A. en 1.183 pesos, un 7,91% bajo el precio real de la acción

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos (Fernández, 2005). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento.

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 comparables (Maquieira, 2010). Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el 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.

1.2. 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 valoración 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:

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

Donde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *K_p*, es la rentabilidad exigida a las acciones. La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el 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:

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (K_p - g)$$

Donde: *DPA₁*, son los dividendos por acción del próximo periodo (Fernández, 2005).

1.3. 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, siendo el 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de 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, este método 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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 el método de 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.

1.4. 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor

de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos (Maquieira, 2010):

1. 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

2. 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)

3. Múltiplos de ventas:

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- Value / Sales

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre

- Valor por m2 construido en retail

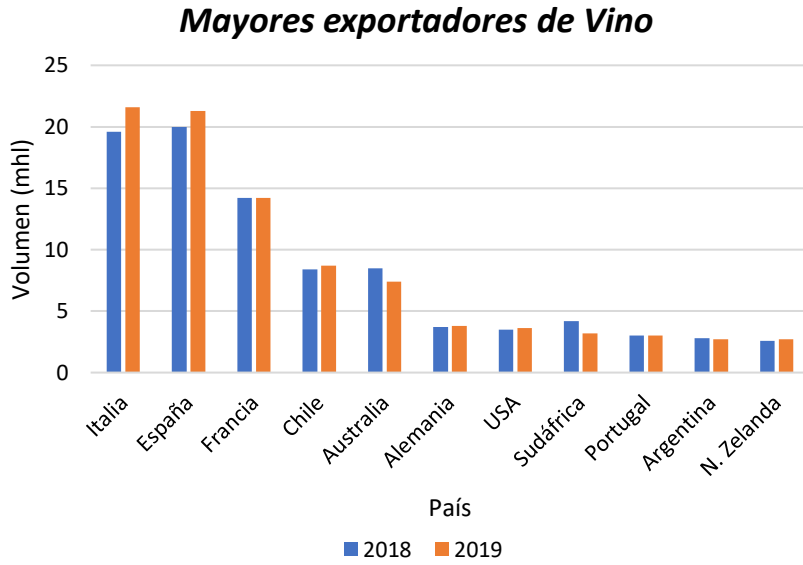
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la industria

La industria del vino es una de las industrias más relevantes para la economía chilena, representando aproximadamente un 0,5% del PIB. Entrega trabajo a más de 100.000 personas de manera directa: 53% trabaja en los viñedos; un 19% en logística, transporte y marketing, un 17% en bodegas, un 9% en envasado y un 2% en producción. Al 2020, en territorio nacional, existen 800 bodegas activas, 11.697 productores y 394 empresas exportadoras de este producto, de las cuales un 76% son pymes. Adicionalmente, se debe destacar el rol descentralizador que tiene el vino en Chile, en cuanto un 91% de la superficie vitícola, un 92% de las bodegas y el 85% del trabajo asociado a esta industria, se encuentra fuera de la región Metropolitana. Las regiones que concentran la mayor cantidad de viñas son O'Higgins (32,7%) y El Maule (37,9%). También, el vino en Chile representa un 5,7% de las exportaciones que no son cobre, un 16,5% de las exportaciones agropecuarias y, adicionalmente, un aporte de 205 millones de dólares de recaudación fiscal por pago de IVA e ILA (Wines of Chile, 2021).

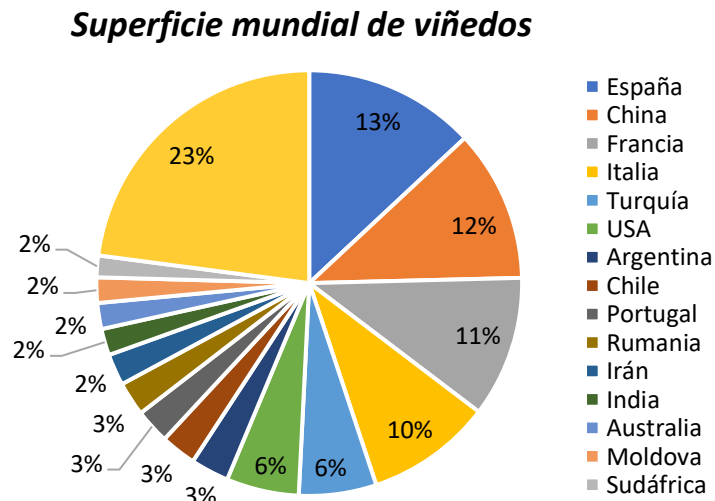
Durante los últimos años ha habido un auge en la exportación de vinos, que representa cerca del 80% de la producción de vinos en Chile (Concha y Toro, 2019). En línea con lo anterior, las empresas han concentrado sus esfuerzos en invertir en el desarrollo de viñedos y nuevos valles, para mejorar su posición internacional. Principalmente enfocados en Europa, Norteamérica y Asia. Durante el 2019, Chile aumentó su exportación de vinos en un 2,1% respecto al 2018, y se posiciona como cuarto mayor exportador mundial de vino.

Gráfico 1: Volumen (mhl) exportados por país.



Fuente: Elaboración propia. Datos OIV.

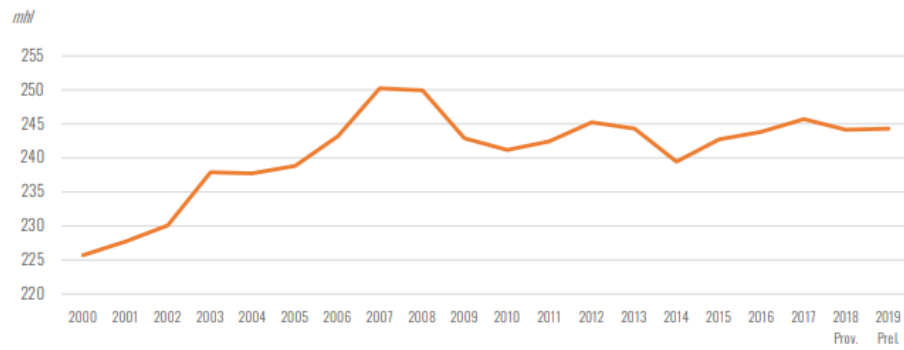
Gráfico 2: Superficie mundial de viñedos por país.



Fuente: Elaboración propia. Datos OIV.

En cuanto al consumo de vino, este ha ido en aumento a nivel mundial, teniendo una variación de 0,1% entre 2018 y 2019, y su evolución desde el año 2000 se ve de la siguiente forma:

Gráfico 3: Evolución del consumo de vino en Chile.



Fuente: OIV, 2019.

2.2. Descripción de la empresa y su historia

2.2.1. Descripción de la empresa

Cuadro 1: Antecedentes Concha y Toro S.A.

Antecedentes	Concha y Toro S.A
Ticker o Nemotécnico	CONCHATORO
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones ordinarias
Mercado donde transa sus acciones	Chile: Bolsa de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile.
	Estados Unidos: Bolsa de Comercio de Nueva York.
Países	Chile, Argentina y EE.UU.

Concha y Toro S.A es la compañía controladora de la viña Concha y Toro, viña que se posiciona como top 10 a nivel mundial en la industria vitivinícola. Sus productos se distribuyen a nivel doméstico y en más de 130 países, siendo un actor relevante en la industria vitivinícola global. Está integrada verticalmente y opera viñedos propios, plantas de vinificación y de embotellado. También opera en Argentina, a través de Trivento Bodegas y Viñedos S.A. y en EE.UU. a través de Fetzer Vineyards (Concha y Toro, 2019). A junio de 2019, alcanzó un 29,1% de participación en el mercado local y representó cerca de un 33,8% de los envíos de vino embotellado al exterior (ambas

participaciones medidas en volumen), siendo la mayor exportadora de vinos en Chile, tercera exportadora de Argentina y la sexta mayor viña de California en volumen de ventas (Humphreys, 2020).

Al tercer trimestre de 2020, el EBITDA subió un 53,4% hasta \$43.509 millones de pesos y el margen EBITDA aumentó 340pb a 20,7% con respecto al año anterior. Además, la utilidad neta aumentó 54,4% a \$26.263 millones de pesos y el margen neto creció 210pb a 12,5% (Concha y Toro, 2020).

La empresa tiene 35 filiales, de las cuales 22 corresponden a sociedades extranjeras y 13 a sociedades nacionales. En el anexo se encuentra el esquema de todas las filiales de Concha y Toro S.A.

2.2.2. Reseña histórica

En 1883 Melchor Concha y Toro, abogado, político y empresario chileno, funda la empresa vitivinícola en la zona de Pirque. Trajo cepas francesas de la región de Burdeos; se invirtió en maquinaria de vinificación y construyó una bóveda subterránea para guardar sus vinos- En 1922, la producción de vinos y de adquisición de terrenos avanza y el negocio familiar se convierte en Concha y Toro S.A. para en 1933 abrirse a la Bolsa de Comercio de Santiago. Ese mismo año se realiza la primera exportación a Holanda (Concha y Toro, 2021).

Treinta y tres años más tarde, en 1966, surge la marca Casillero del Diablo, inspirada en la leyenda que hay un diablo en el Casillero donde se guardan los mejores vinos de la viña. En 1975 se lanza su primer vino de la variedad Cabernet Sauvignon (cosecha 1972): Marques de Casa Concha. El nombre hace honor al título de Marqués de Casa Concha que poseía Melchor Concha y Toro.

La primera cosecha del vino Don Melchor en 1987, proveniente del viñedo Puente Alto, elegido el mejor terrior para el Cabernet Sauvignon, marcó un precedente en la viña, siendo el primer vino ícono de Chile.

En 2010, Casillero del Diablo hace historia firmando una alianza estratégica con el equipo de fútbol inglés Manchester United, permitiendo globalizar la imagen del vino chileno y de Casillero del Diablo. Ambas marcas tienen un diablo como símbolo distintivo, haciendo referencia al equipo como los “Diablos Rojos. Durante el mismo año Don Melchor cosecha 2010 se posiciona en el top 10 de vinos del mundo (Revista Wine Spectator) con un puntaje de 95 puntos, y siendo el único vino chileno en el listado. En los 3 años siguientes, Concha y Toro fue reconocida por Drinks International en su reporte anual The World’s Most Admired Wine Brands como la primera marca de la industria vitivinícola chilena.

En 2014 se abre el Centro de Investigación e Innovación (CII) en la región del Maule. Apostando por desarrollar el conocimiento para enfrentar los desafíos y cambios que enfrenta la industria vitivinícola y en 2018 la empresa es reconocida por la consultora inglesa Wine Intelligence como la segunda marca de vino más poderosa del mundo.

Este año (2020), el crítico norteamericano James Suckling le otorgó una puntuación perfecta de 100 puntos a Don Melchor 2018 elaborado por el enólogo Enroque Tirado. Don Melchor 2019 se posicionó entre los grandes Cabernet Sauvignon de alta gama del mundo, al igual que el territor de Puente Alto.

2.3. Regulación y fiscalización

La producción y venta de vinos está sujeta a una amplia regulación tanto en Chile como en los otros países donde Conca y Toro tiene operaciones. Estas regulaciones controlan los requerimientos de licencias, prácticas de fijación de precio y ventas, el etiquetado de productos, campañas publicitarias, relaciones con los distribuidores y mayoristas, entre otros. Es por esto, que la compañía tiene un equipo especializado que revisa permanentemente las exigencias legales de los distintos mercados en que están presentes sus productos.

Sumado a esto, se encuentra regulada en temas medioambientales y adopta el estándar de sustentabilidad GRI G4.

2.4. Principales accionistas

El Cuadro 2 muestra los principales accionistas al periodo 12/2020 (CMF, 2021).

Cuadro 2: Principales accionistas de Concha y Toro S.A. a diciembre 2020.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	N° de acciones suscritas	N° de acciones pagadas	% de propiedad (*)
INVERSIONES TOTIHUE S.A.	87.615.431	87.615.431	11,73%
RENTAS SANTA BARBARA S.A.	85.274.628	85.274.628	11,42%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	65.524.763	65.524.763	8,77%
INVERSIONES QUIVOLGO S.A.	33.845.428	33.845.428	4,53%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	30.935.544	30.935.544	4,14%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	28.098.912	28.098.912	3,76%
BCI C DE B S A	26.004.278	26.004.278	3,48%
AGROFORESTAL E INVER.MAIHUE LTDA.	22.337.075	22.337.075	2,99%
RENTAS SANTA MARTA LIMITADA	22.293.321	22.293.321	2,98%
FUNDACION CULTURA NACIONAL	20.628.904	20.628.904	2,76%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	18.774.034	18.774.034	2,51%
INVERSIONES LA GLORIA LIMITADA	17.050.000	17.050.000	2,28%

En su totalidad, los 12 mayores accionistas tienen el 61,35% de la propiedad de la empresa.

2.5. Empresas de la industria

En Chile las principales empresas de la industria son Concha y Toro, Santa Rita y San Pedro Tarapacá.

Cuadro 3: Antecedentes Santa Rita S.A.

Antecedentes	Santa Rita S.A
Ticker o Nemo técnico	SANTA RITA
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones ordinarias
Mercado donde transa sus acciones	Chile: Bolsa de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile.
Países	Chile y Argentina

Viña Santa Rita fue fundada en 1880 por Domingo Fernández Concha. Cuenta con presencia en más de 70 países, y 4.008 hectáreas plantadas en Chile y Argentina. Produce y comercializa vinos ultra-premium, premium, reserva, varietales y masivos. En Irlanda, Brasil, Estados Unidos, Canadá y Dinamarca Santa Rita y sus filiales se encuentran dentro de las tres primeras marcas de vino chileno.

Respecto a la estructura de propiedad, Viña Santa Rita es controlada por Cristalerías de Chile el 60,56% de las acciones, cuyo controlador final es la familia Claro.

Cuadro 4: *Viña San Pedro Tarapacá S.A.*

Antecedentes	Viña San Pedro Tarapacá S.A.
Ticker o Nemo-técnico	VSPT
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones ordinarias
Mercado donde transa sus acciones	Chile: Bolsa de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile.
Países	Chile y Argentina

La Viña San Pedro fundada en 1865 en Molina (Curicó). Junto con el grupo que conforma Viña San Pedro-Tarapacá S.A (VSPT Wine Group) producen más de 144 millones de litros de vino por año, con presencia en más de 80 mercados, siendo el segundo mayor exportador de vinos en Chile (y una de las 15 compañías de vino más grandes del mundo). Tiene presencia en todos los valles relevantes de Chile; entre ellos los valles de Casablanca, de Leyda, del Maipo, del Cachapoal, de Colchagua, de Curicó, del Maule y del Elqui, a través de campos propios, arrendados y acuerdos de abastecimiento de largo plazo. Adicionalmente, VSPT tiene 826 hectáreas de cultivo de vides y 6 bodegas en Argentina. VSPT es controlada por CCU Inversiones S.A, que tiene el 83,01% de las acciones de forma directa, el 12,50% pertenece a Yanhge Chile SpA. y el 4,49% dividida en accionistas minoritarios (VSPT, 2021).

3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

3.1. Estado de situación financiera

Cuadro 5: Estado de situación financiera Concha y Toro 2016-2020 en M UF.

Cuenta (M UF)	2016	Dic. 31, 2017	Dic. 31, 2018	Dec.31, 2019	Sep.30, 2020
Activos					
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.792	1.163	1.360	2.545	2.104
Inventarios corrientes	8.740	8.797	10.063	10.363	12.079
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	7.336	7.419	7.011	7.576	6.763
Activos biológicos corrientes	728	707	754	815	765
Otros activos corrientes	1.157	1.764	1.412	1.396	799
Activos corrientes totales	19.754	19.849	20.600	22.695	22.511
Propiedades, planta y equipo	13.737	14.245	14.194	14.923	14.555
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	889	814	771	803	918
Otros activos no corrientes	4.175	4.529	6.015	5.868	6.811
Total de activos no corrientes	18.801	19.588	20.980	21.594	22.284
Total de activos	38.555	39.437	41.579	44.289	44.795
Pasivos					
Otros pasivos financieros corrientes	3.871	5.241	4.688	5.212	2.733
Otros pasivos corrientes	7.320	6.726	6.677	6.761	7.486
Pasivos corrientes totales	11.191	11.967	11.364	11.973	10.219
Otros pasivos financieros no corrientes	5.655	4.769	6.936	8.620	9.790
Otros pasivos no corrientes	2.060	2.130	2.523	2.713	2.974
Total de pasivos no corrientes	7.715	6.900	9.459	11.333	12.764
Total de pasivos	18.906	18.867	20.823	23.306	22.984
Patrimonio					
Capital emitido	3.195	3.141	3.054	2.973	2.932
Ganancias (pérdidas) acumuladas	16.188	17.013	17.479	18.176	19.395
Otras reservas	209	308	85	-323	-661
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	19.592	20.463	20.617	20.826	21.667
Participaciones no controladoras	57	107	139	157	145
Patrimonio total	19.649	20.570	20.756	20.983	21.812
Total de patrimonio y pasivos	38.555	39.437	41.579	44.289	44.795

Cuadro 6: Estado de situación financiera Concha y Toro 2016-2020 en porcentaje

Cuenta (%)	Dic. 31, 2016	Dic. 31, 2017	Dic. 31, 2018	Dec.31, 2019	Sep.30, 2020
Activos					
Efectivo y equivalentes al efectivo	4,65%	2,95%	3,27%	5,75%	4,70%
Inventarios corrientes	22,67%	22,31%	24,20%	23,40%	26,97%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	19,03%	18,81%	16,86%	17,11%	15,10%
Activos biológicos corrientes	1,89%	1,79%	1,81%	1,84%	1,71%
Otros activos corrientes	3,00%	4,47%	3,40%	3,15%	1,78%
Activos corrientes totales	51,24%	50,33%	49,54%	51,24%	50,25%
Propiedades, planta y equipo	35,63%	36,12%	34,14%	33,69%	32,49%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2,31%	2,06%	1,86%	1,81%	2,05%
Otros activos no corrientes	10,83%	11,48%	14,47%	13,25%	15,20%
Total de activos no corrientes	48,76%	49,67%	50,46%	48,76%	49,75%
Total de activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pasivos					
Otros pasivos financieros corrientes	10,04%	13,29%	11,27%	11,77%	6,10%
Otros pasivos corrientes	18,99%	17,05%	16,06%	15,27%	16,71%
Pasivos corrientes totales	29,03%	30,34%	27,33%	27,03%	22,81%
Otros pasivos financieros no corrientes	14,67%	12,09%	16,68%	19,46%	21,86%
Otros pasivos no corrientes	5,34%	5,40%	6,07%	6,13%	6,64%
Total de pasivos no corrientes	20,01%	17,50%	22,75%	25,59%	28,50%
Total de pasivos	49,04%	47,84%	50,08%	52,62%	51,31%
Patrimonio					
Capital emitido	8,29%	7,97%	7,34%	6,71%	6,55%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	41,99%	43,14%	42,04%	41,04%	43,30%
Otras reservas	0,54%	0,78%	0,20%	-0,73%	-1,47%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	50,82%	51,89%	49,58%	47,02%	48,37%
Participaciones no controladoras	0,15%	0,27%	0,33%	0,35%	0,32%
Patrimonio total	50,96%	52,16%	49,92%	47,38%	48,69%
Total de patrimonio y pasivos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Debido a las actividades operacionales de la empresa, sus activos más importantes son los que corresponden a Propiedad, Planta y Equipo. Estos incluyen principalmente Terrenos e Instalaciones, claves para su producción de vinos, y a septiembre 2020 suman 14.555 M UF. Luego, sus inventarios presentan un leve aumento en el periodo y representan en promedio el 23,9% de los activos de la empresa; estos incluyen las existencias de vino a granel, los productos terminados, en proceso y materiales. En

cuentas por cobrar, estas corresponden a sus más de 10 mil clientes, considerando a cadenas supermercados, distribuidores mayoristas y minoristas. En consecuencia, el 2018, siendo el año con menores ventas dentro del periodo, es el año donde las cuentas por cobrar fueron más bajas (16,86%).

En cuanto a los pasivos, los financieros representan en promedio el 28% de los pasivos totales. Estos tuvieron una tendencia al alza durante el periodo debido a la emisión de bonos. En el patrimonio la cuenta más importante es la de Ganancias acumuladas, siendo en promedio un 42,3% y manteniéndose relativamente constante en el periodo.

3.2. Estado de resultados

Cuadro 7: Estado de resultados de Concha y Toro 2016-2020 en M UF.

Cuenta (M UF)	Dic. 31, 2016	Dic. 31, 2017	Dic. 31, 2018	Dec.31, 2019	Sep.30, 2020
Ingresos de actividades ordinarias	24.990	24.023	22.279	23.207	19.317
Costo de ventas	(15.651)	(15.377)	(14.857)	(14.680)	(11.650)
Ganancia bruta	9.339	8.646	7.422	8.527	7.667
Margen bruto	37,4%	36,0%	33,3%	36,7%	39,7%
Otros ingresos	329	285	310	66	18
Costos de distribución	(5.728)	(5.347)	(4.141)	(4.647)	(3.597)
Gastos de administración	(1.198)	(1.161)	(1.269)	(1.110)	(993)
Otros gastos, por función	(78)	(113)	(145)	(114)	(86)
Ganancias de actividades operacionales	2.664	2.310	2.177	2.723	3.009
Margen operacional	10,7%	9,6%	9,8%	11,7%	15,6%
Ingresos financieros	37	21	34	21	32
Costos financieros	(391)	(373)	(423)	(438)	(404)
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	171	121	94	114	104
Diferencias de cambio	28	320	386	95	-131
Resultados por unidades de reajuste	(1)	(23)	(37)	(24)	(8)
Resultado no operacional	-156	67	54	-233	-408
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.508	2.377	2.231	2.490	2.601
Gasto por impuestos a las ganancias	(666)	(512)	(413)	(603)	(659)
Ganancia (pérdida)	1.842	1.865	1.818	1.887	1.941
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	23	16	36	32	-14
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	1.819	1.850	1.782	1.854	1.956
Margen neto	7,3%	7,7%	8,0%	8,0%	10,1%
Gastos por depreciación	812	798	904	947	680
Gastos por amortización	42	42	40	62	42
EBITDA *	3.518	3.151	3.121	3.732	3.731
Margen EBITDA*	14,1%	13,1%	14,0%	16,1%	19,3%

Cuadro 8: Estado de resultados de Concha y Toro 2016-2020 en %.

Cuenta (%)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-62,63%	-64,01%	-66,69%	-63,26%	-64,04%
Ganancia bruta	37,37%	35,99%	33,31%	36,74%	35,96%
Otros ingresos	1,32%	1,19%	1,39%	0,29%	0,20%
Costos de distribución	-22,92%	-22,26%	-18,59%	-20,02%	-19,28%
Gastos de administración	-4,79%	-4,83%	-5,70%	-4,78%	-5,44%
Otros gastos, por función	-0,31%	-0,47%	-0,65%	-0,49%	-0,43%
Ganancias de actividades operacionales	10,66%	9,62%	9,77%	11,73%	11,00%
Ingresos financieros	0,15%	0,09%	0,15%	0,09%	0,07%
Costos financieros	-1,57%	-1,55%	-1,90%	-1,89%	-1,97%
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,69%	0,51%	0,42%	0,49%	0,65%
Diferencias de cambio	0,11%	1,33%	1,73%	0,41%	0,84%
Resultados por unidades de reajuste	-0,01%	-0,10%	-0,17%	-0,10%	-0,11%
Resultado no operacional	-0,62%	0,28%	0,24%	-1,00%	-0,51%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	10,03%	9,90%	10,01%	10,73%	10,49%
Gasto por impuestos a las ganancias	-2,66%	-2,13%	-1,86%	-2,60%	-2,53%
Ganancia (pérdida)	7,37%	7,77%	8,16%	8,13%	7,96%
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	0,09%	0,06%	0,16%	0,14%	0,07%
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	7,28%	7,70%	8,00%	7,99%	7,89%
Gastos por depreciación	3,25%	3,32%	4,06%	4,08%	3,96%
Gastos por amortización	0,17%	0,17%	0,18%	0,27%	0,25%
EBITDA *	14,08%	13,11%	14,01%	16,08%	15,21%

El 2016 las ventas fueron de 24.990 M UF, impulsada por las categorías premium y superior. El resultado operacional de 2,664 M UF dio un margen operacional de 10,7% sobre la venta. Esto fue un 1,2% menor respecto al año anterior, debido a los efectos de ajuste en el costo de vino Fetzer Vineyards, el aumento de costo del vino en Chile por las lluvias que afectaron a la vendimia y la depreciación del peso chileno frente al dólar estadounidense. En el último trimestre de 2016, la filial Fetzer Vineyards realizó la venta de una bodega en el sur de California, generando una utilidad de 5.330 millones de pesos, reflejada en otros ingresos.

En cuanto al resultado no operacional, se registró una pérdida de 156 M UF. Durante el cuarto trimestre se reconoció un gasto extraordinario único de 853 millones de pesos, producto de pago de impuestos de periodos anteriores que estaban en litigio con la AFIP (Administración General de Ingresos Públicos de Argentina).

Durante 2016 y 2017 se generaron diversos gastos y costos asociados a reestructuraciones internas de la compañía con el fin de lograr sus objetivos hacia 2022. Además de esto hubo ganancias e ingresos no recurrentes. Debido a lo anterior se presentaron dos formas de estados de resultados: ajustada (excluyendo los ítems no recurrentes o INR) y la información reportada. En este análisis se incluye la información de los estados financieros reportada.

La venta consolidada durante 2017 disminuyó un 2,2% hasta 24.023 M UF, debido a un menor volumen de ventas, en línea con la estrategia que plantea la compañía de "crecimiento de valor y rentabilidad en todas las áreas de negocios", las que resultaron en un aumento de los precios y un mayor foco en la categoría Premium con menores actividades promocionales. Sumado a esto, en el mercado de exportación, el alza de precios fue compensado por menor volumen de ventas y fluctuaciones cambiarias adversas. El costo de ventas en proporción a las ventas aumentó en un 1,38% respecto a 2016, reflejando un mayor costo del vino debido al menor volumen cosechado en Chile y Argentina. En consecuencia, el resultado operacional disminuyó a \$.2.310 M UF (-11,8%) y el margen operacional registró una caída de 100 pb, por mayores costos del vino, efectos cambiarios adversos y costos de reestructuración. Sin embargo, debido a los INR del 2016 y 2017, el resultado operacional ajustado solo disminuye en un 5,8% y el EBITDA ajustado bajó solo un 2,3%. En los resultados no operacionales se registró una ganancia de \$1.798 millones, principalmente debido a ganancias por tipo de cambio (la empresa realizó contratos de derivados como política de cobertura). En cuando al impuesto a las ganancias, hubo una disminución debido a que en EE.UU. hubo una reducción en la tasa de impuesto corporativo como parte de la reforma tributaria del país (de 35% a 25%).

Durante 2018 se completó el plan de reestructuración de las áreas productivas, logística y de apoyo, como parte del plan estratégico 2022. Además, se instaló la nueva estrategia comercial. Se centró el foco en las marcas prioritarias de las categorías Principal e Invest con mayor relevancia y potencial de crecimiento, y se salió de las marcas que no cumplían con los objetivos de rentabilidad mínima y con mayor complejidad en la operación productiva. Esto fue acompañado por una reestructuración radical y un reordenamiento interno profundo. En línea con lo anterior, el precio promedio de venta en el segmento de vinos aumentó y, aunque hubo una caída en el volumen, resultó en un alza de 2,7% en ingresos por ventas. Sin embargo, el segmento Otros tuvo una caída de 26,1% en ventas, lo que resultó en un ingreso por ventas total de 22.279 M UF. Además, durante julio de 2018 se implementó el cambio en los estándares contables de IFRS 15 para el reconocimiento de ingresos. Esto afectó al

estado de resultados en un menor ingreso. En línea con lo anterior, el costo de venta en proporción a las ventas aumentó un 2,68% respecto al año anterior.

Durante 2019 la venta consolidada fue de 23.207 M UF, lo que representa un aumento de 4% respecto al año anterior. El volumen de venta de las categorías Principal e Invest, en las que está enfocado el plan estratégico de la compañía, aumentó en 10% y 15% respectivamente. El costo de venta en proporción a las ventas cayó en 3,43%, en línea con un menor costo del vino y del efecto de un mayor tipo de cambio sobre los costos secos y operacionales que están en moneda extranjera. Los gastos de administración y ventas aumentaron en un 9,64%, principalmente por mayores esfuerzos de marketing en la filial de EE.UU., que se encontraba en proceso de integración. El resultado operacional fue de 2.723 UF (margen operacional 11,73%), un aumento de 20,04% respecto al año anterior, lo que refleja el aumento del volumen de ventas, el menor costo del vino y un impacto cambiario positivo. El EBITDA aumentó un 16,37% llegando a 3,732 M UF. Por su parte, el resultado no operacional tuvo una pérdida de 233 M UF, versus las 54 M UF del año anterior, principalmente por las diferencias de cambio (95 M UF en 2019 y 54 M UF en 386 en 2018).

Durante los primeros 9 meses de 2020, durante la crisis sanitaria global, la compañía logró una venta consolidada de 16.033 M UF, con un aumento de 6,6% a/a en el volumen de vino, donde las marcas Principal e Invest nuevamente destacaron. El EBITDA fue de 3.731 M UF con un margen de 19,3%, y la utilidad neta llegó a 1.956 M UF con un margen neto de 10,1%.

3.3. Estado de flujos de efectivo

Cuadro 9: Estado de flujos de efectivo de Concha y Toro 2016-2020 en M UF.

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación					
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	23.574	25.385	27.685	25.397	19.171
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(18.045)	(20.121)	(22.541)	(20.464)	(14.029)
Pagos a/y por cuenta de los empleados	(2.774)	(2.842)	(2.895)	(2.843)	(2.325)
Dividendos pagados	(786)	(770)	(669)	(676)	(487)
Intereses recibidos	22	18	36	26	29
Impuestos a las ganancias (pagados) reembolsados	(387)	(944)	(554)	(935)	(107)
Otras entradas (salidas) de efectivo	61	20	254	139	(35)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	1.665	746	1.316	643	2.216

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión					
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	0	(215)	(465)	(543)	0
Préstamos a entidades relacionadas	0	(1)	0	0	0
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	382	81	1	1	4
Compras de propiedades, planta y equipo	(1.603)	(1.777)	(958)	(1.458)	(924)
Compras de activos intangibles	(102)	(93)	(74)	(81)	(55)
Importes procedentes de subvenciones del gobierno	3	6	5	2	0
Cobros a entidades relacionadas	0	2	0	0	0
Dividendos recibidos	172	78	37	42	4
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	(1.148)	(1.919)	(1.455)	(2.037)	(971)

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación					
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	0	0	1.146	3.259	1.654
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	3.696	4.883	4.598	3.267	4.428
Pagos de préstamos	(3.166)	(3.921)	(5.163)	(3.604)	(7.396)
Pagos de pasivos por arrendamientos	0	(2)	(2)	(92)	(11)
Intereses pagados	(311)	(352)	(301)	(257)	(324)
Otras entradas (salidas) de efectivo	1	0	0	(8)	(13)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	220	609	279	2.565	(1.660)

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	737	(564)	140	1.171	(415)
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(108)	(35)	89	49	10
Incremento (disminución) neta de efectivo y equivalentes al efectivo	629	(599)	229	1.220	(405)
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	1.163	1.762	1.130	1.324	2.509
Total	1.792	1.163	1.360	2.545	2.104

El flujo procedente de actividades de operación, aunque es volátil, es positivo para todo el periodo, por lo que la empresa está obteniendo sus recursos para operar por sí misma y no financiándose a través de deuda. Concha y Toro desembolsó efectivo durante el periodo para actividades de inversión, principalmente relacionadas a compra de propiedades, planta y equipo, y la adquisición de patrimonio o deuda de otras empresas, para mejorar su actividad en Chile, Argentina y EE.UU.. Se puede notar que, aunque los flujos los flujos procedentes de actividades de financiación fueron positivos hasta el año 2019, son bastante menores que en los de actividades de inversión. Debido a esto, se puede concluir que la empresa no está financiando sus inversiones con préstamos, sino que con recursos propios. Finalmente, se destinaron 7.396 M UF al pago de préstamos en 2020.

3.4. Ratios financieros

Ratios de Liquidez

Cuadro 10: Ratios de Liquidez Concha y Toro S.A.

(M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Activo corriente	19.754	19.849	20.600	22.695	22.511
Pasivo corriente	11.191	11.967	11.364	11.973	10.219
Inventario	8.740	8.797	10.063	10.363	12.079
Cuentas por cobrar	7.336	7.419	7.011	7.576	6.763
Ingresos por ventas	24.990	24.023	22.279	23.207	19.317
Capital de trabajo (M UF)	8.562	7.882	9.235	10.722	12.292
Razón corriente (veces)	1,77	1,66	1,81	1,90	2,20
Test ácido (veces)	0,98	0,92	0,93	1,03	1,02
Rotación CxC (veces)	3,41	3,24	3,18	3,06	2,86

El capital de trabajo aumentó durante el periodo, debido a que los activos corrientes aumentaron y el pasivo corriente disminuyó, aunque en menor medida. En línea con lo anterior, la razón corriente aumentó de 1,77 veces en 2016 hasta 2,20 en 2020. Quitando el Inventario, que representa en promedio el 24% de los activos, el test ácido baja en 2018, pero en menor proporción que lo hizo la razón corriente. A lo largo del periodo la razón corriente aumentó en un 19,87%, mientras que el test ácido solo aumentó en un 3,59%. Esto, debido a que el ítem que más aumentó en activos corrientes fue el de inventarios. Por lo tanto, la Concha y Toro puede cubrir sus pasivos corrientes con sus activos corrientes a lo largo del periodo. Sin embargo, solo desde el 2019 es capaz de hacerlo con sus activos más líquidos.

Ratios de Endeudamiento

La razón de deuda fue manteniéndose más o menos constante durante el periodo, indicando que la empresa tiene aproximadamente el doble de activos que su deuda total. La cobertura financiera, siendo buena, pasó de 6,41 veces a 6,43 veces, debido a al aumento en las utilidades en el tercer trimestre del 2020 y en contraste con un aumento en la deuda financiera de la empresa por la emisión de bonos, que se puede ver con mayor detalle en el punto siguiente. La razón de la composición de deuda de la empresa fue disminuyendo durante el periodo, principalmente por un aumento en el patrimonio, donde los pasivos corrientes se mantuvieron relativamente constante. Por el contrario, la razón Deuda/Patrimonio aumenta de 0,96 veces a 1,05 veces en el periodo, debido al aumento de los Pasivos Totales, impulsados por el aumento en los Pasivos no corrientes. Debido a lo anterior, Concha y Toro no puede hacer frente a sus pasivos con su patrimonio desde 2018.

Cuadro 11: Ratios de Endeudamiento Concha y Toro S.A.

(M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Pasivo Total	18.906	18.867	20.823	23.306	22.984
Pasivo corriente	11.191	11.967	11.364	11.973	10.219
Activo Total	38.555	39.437	41.579	44.289	44.795
Patrimonio	19.649	20.570	20.756	20.983	21.812
UAI	2.508	2.377	2.231	2.490	2.601
Gasto financiero	(391)	(373)	(423)	(438)	(404)
Razón Deuda	0,49	0,48	0,50	0,53	0,51
Cobertura Intereses	6,41	6,38	5,28	5,68	6,43
Composición deuda	0,59	0,63	0,55	0,51	0,44
Deuda/Patrimonio	0,96	0,92	1,00	1,11	1,05

Ratios de Rentabilidad

Cuadro 12: Ratios de Rentabilidad Concha y Toro S.A.

(M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Ingresos por ventas	24.990	24.023	22.279	23.207	19.317
Activos	38.555	39.437	41.579	44.289	44.795
Patrimonio	19.649	20.570	20.756	20.983	21.812
Ganancia bruta	9.339	8.646	7.422	8.527	7.667
Resultado operacional	2.664	2.310	2.177	2.723	3.009
EBITDA	3.518	3.151	3.121	3.732	3.731
Utilidad	1.842	1.865	1.818	1.887	1.941
Margen Operacional	10,66%	9,62%	9,77%	11,73%	15,58%
Margen Neto	7,37%	7,77%	8,16%	8,13%	10,05%
ROA	6,91%	5,86%	5,24%	6,15%	6,72%
ROE	9,37%	9,07%	8,76%	8,99%	8,90%
Margen Bruto	37,37%	35,99%	33,31%	36,74%	39,69%
Margen EBITDA	14,08%	13,11%	14,01%	16,08%	19,32%

El margen bruto de la empresa presenta alzas y bajas durante el promedio, en un contexto de ingresos por ventas y costos relativamente estables, donde el tercer periodo destaca debido al gran aumento en las ventas. Por su parte, el margen neto muestra una leve tendencia al alza, alcanzando su máximo en 3T 2020. El margen operacional de Concha y Toro se mantiene en promedio alrededor del 10,56% durante el periodo,

siendo el 2017 el menor, principalmente por los gastos de administración y ventas de ese año, al igual que el margen EBITDA, donde no hubo mayores variaciones en los cálculos de depreciación y amortización de la empresa.

En ROE, se vio una tendencia a la baja, principalmente debido a un aumento en el patrimonio de la empresa que no ha seguido su rentabilidad. En el caso del ROA, este tuvo un promedio de 6,04% (exceptuando el 2020 donde no se finalizó el año), pero con un constante aumento de los activos, que fue seguido por un comportamiento del resultado operacional más volátil.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. Deuda financiera

Los EEFF de la empresa fueron convertidos desde miles de pesos (original) a UF utilizando el valor de la UF al fin de cada periodo.

La Deuda Financiera de Concha y Toro en sus EEFF está calculada como la suma entre Otros pasivos financieros Corrientes y Otros pasivos financieros no corriente, menos Derivados de cobertura (Concha y Toro, 2019).

Deuda Financiera: Otros pasivos financieros Corrientes + Otros pasivos financieros no corriente – Derivados de cobertura.

De acuerdo con lo anterior, fue necesario el desglose de Otros pasivos financieros Corrientes y Otros pasivos financieros no corriente. Ese desglose se puede encontrar en las Notas de los Estados Financieros Consolidados de Concha y Toro para cada periodo.

Cuadro 13: Otros Pasivos Financieros Corrientes en M UF.

Otros Pasivos Financieros Corrientes (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Prestamos de Entidades Financieras	3.037	4.252	3.980	4.166	2.086
Obligaciones con el Público	533	864	386	405	48
Arrendamiento Financiero	0	1	3	57	53
Derivados de Cobertura	214	122	284	582	542
Derivados no Cobertura	88	2	34	1	58
Total	3.871	5.241	4.688	5.212	2.786

Cuadro 14: Otros Pasivos Financieros No Corrientes en M UF.

Otros Pasivos Financieros No Corrientes (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Prestamos de Entidades Financieras	1.004	969	1.028	643	1.611
Obligaciones con el Público	4.500	3.667	5.333	7.108	7.104
Arrendamiento Financiero	0	17	14	294	282
Derivados de Cobertura	151	117	561	575	1.075
Derivados no Cobertura	0	0	0	0	0
Total	5.655	4.769	6.936	8.620	10.073

A partir de esto se calcula la deuda financiera de Concha y Toro como se puede ver en el Cuadro 15.

Cuadro 15: Deuda financiera de Concha y Toro S.A. en UF.

	Cuenta (UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Corrientes	Préstamos de Entidades Financieras	3.036.668	4.252.450	3.980.224	4.165.996	2.085.863
	Obligaciones con el Público	532.970	863.669	386.414	404.764	48.161
No Corrientes	Préstamos de Entidades Financieras	1.003.988	968.709	1.028.011	643.105	1.610.955
	Obligaciones con el Público	4.500.000	3.666.667	5.333.334	7.107.602	7.104.110
	Deuda Financiera	9.073.627	9.751.495	10.727.983	12.321.467	10.849.089

Las cuentas de la deuda financiera de forma porcentual se pueden ver de la siguiente forma:

Cuadro 16: Deuda financiera de Concha y Toro S.A. en porcentaje.

Deuda Financiera (%)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Corrientes	39%	52%	41%	37%	20%
No Corrientes	61%	48%	59%	63%	80%
Préstamos de Entidades Financieras	45%	54%	47%	39%	34%
Obligaciones con el Público	55%	46%	53%	61%	66%

En los gráficos se puede observar que las Obligaciones con el público no corrientes son las que fueron aumentando en el periodo de análisis. Esto se debe a la emisión de bonos corporativos de la serie Q en 2018 por 2.000.000 UF y la serie K en 2019 por la misma suma, lo cual se puede ver en la siguiente sección. Por el contrario, las deudas con entidades financieras bajaron constantemente en los últimos 4 años.

Gráfico 4: Evolución de la deuda financiera corriente y no corriente.

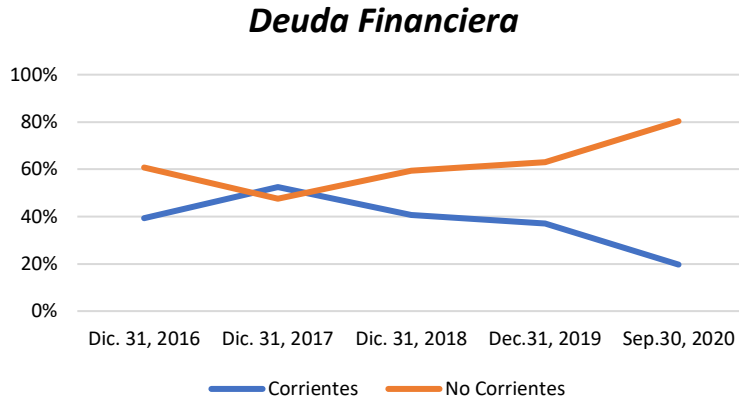
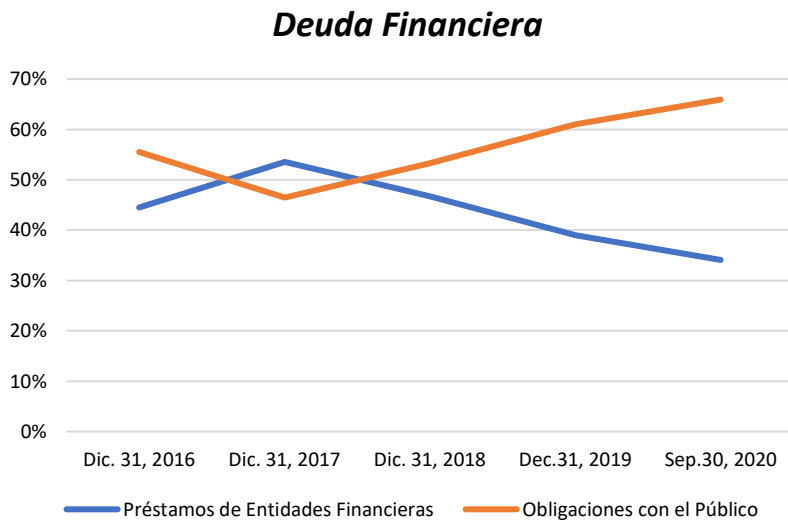


Gráfico 5: Evolución de préstamos de entidades financieras y obligaciones con el público.



4.1.1 Bonos

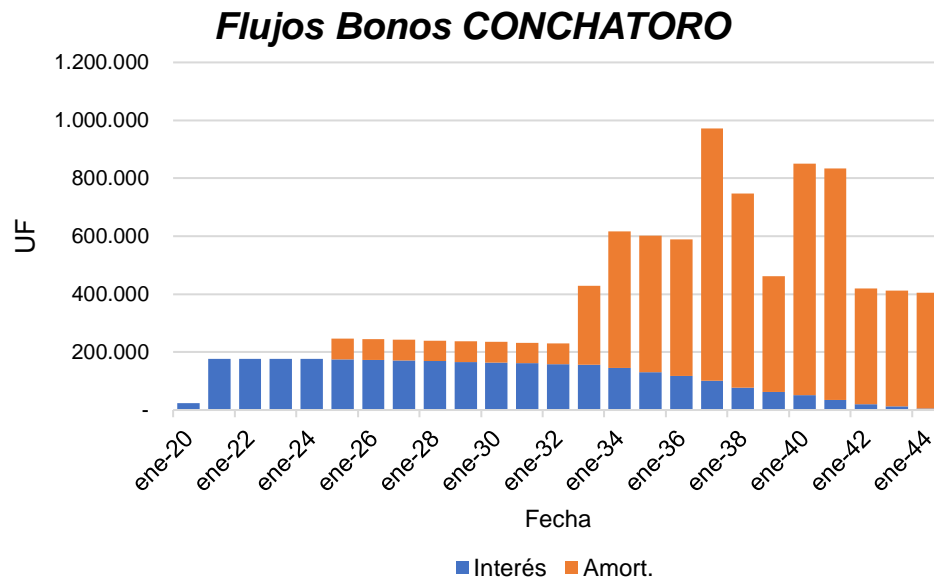
La cuenta de Obligaciones con el público, parte de la cuenta de Otros Pasivos Financieros, corresponde a la deuda pública, bonos, de Concha y Toro. La información de bonos vigentes de la empresa fue sacada de los EEFF de la empresa y de Riskamerica. El último prospecto de bonos de Concha y Toro es a la fecha 30/07/2019.

Cuadro 17: Bonos Vigentes Concha y Toro S.A.

Bono	K	N	Q	T
Nemotécnico	BCTOR-K	BCTOR-N	BCTOR-Q	BCTOR-T
Fecha de emisión	11-09-2014	03-11-2016	10-01-2018	22-07-2019
Valor nominal	1.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Moneda	UF	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	01-09-2038	24-10-2041	10-01-2038	22-07-2044
Tipo de bono	Francés	Francés	Francés	Francés
Tasa cupón (kd)	3,30%	2,40%	3%	1,80%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	48	50	40	50
Periodo de gracia	10 años	20 años	15 años	20 años
Motivo de la emisión	Reestructuración de pasivos.	50% al financiamiento de nuevas inversiones y 50% a la reestructuración de vencimientos de sus pasivos financieros.	Reestructuración de vencimientos de pasivos	75% al pago de vencimientos de pasivos bancario durante los ejercicios 2019 y 2020, y 25% al pago de su vencimiento, durante los ejercicios 2019 y 2020, de los cupones del Bono Serie J.
Clasificación de riesgo	AA- Humphreys	AA- Humphreys	financieros corrientes	AA- Humphreys
Tasa de colocación o de mercado	UF + 3,49%	UF + 2,69%	UF + 2,92%	UF + 1,35%
Valor de mercado (Precio/VPar)	125,46 (04/09/20)	99,23 (14/04/20)	114,81 (06/05/20)	94,60 (21/12/20)

Los flujos de pago de bonos de Concha y Toro para los años siguientes se ven de la siguiente forma:

Gráfico 6: Flujos de pago bonos.



4.2. Patrimonio económico

A continuación, se presenta el patrimonio económico de la empresa (P) al cierre de cada periodo. Este corresponde al número total de acciones por el precio de la acción. En este caso, la cantidad de acciones se mantuvo constante durante el periodo de análisis. Los precios de la acción fueron obtenidos del terminal de la Bolsa de Santiago y se utilizó el precio de cierre de cada año al 31 de diciembre y el 30 de septiembre de 2020. Luego, el precio fue convertido a UF utilizando el valor del día.

Cuadro 18: Patrimonio económico en M UF.

	31 de dic. 2016	31 de dic. 2017	31 de dic. 2018	31 de dic. 2019	30 de sep. 2020
Número de Acciones	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982
Precio de la acción (UF)	0,041	0,043	0,049	0,050	0,042
Total patrimonio económico (M UF)	30.475	32.464	36.708	37.358	31.702

El patrimonio económico de la empresa aumentó constantemente desde 2016 hasta 2019, donde llegó a 37.358 M UF. En 2020 este valor disminuyó hasta 31.702 M UF debido al precio de la acción, que cayó en línea con el precio general de las acciones producto de la crisis sanitaria.

4.3. Valor económico de la empresa

El valor económico de una empresa (V) se calcula como la suma del Patrimonio económico de la empresa (P), calculado en el punto 4.2, más la deuda financiera de la empresa (B) calculada en el punto 4.1.

Cuadro 19: Valor económico en M UF.

(M UF)	Dic. 31, 2016	Dic. 31, 2017	Dic. 31, 2018	Dec.31, 2019	Sep.30, 2020
Patrimonio económico (P)	30.475	32.464	36.708	37.358	31.702
Deuda Financiera (B)	9.074	9.751	10.728	12.321	10.849
Valor económico (V)	39.549	42.215	47.436	49.680	42.551

El valor económico de la empresa, al igual que el patrimonio económico, aumenta constantemente hasta 2019, y baja en el último periodo hasta 42.551 M UF.

4.4. Estructura de capital objetivo

La estructura de capital se mantiene relativamente constante durante el periodo de análisis, por lo que se utilizará el promedio de estos valores como estructura de capital objetivo.

Cuadro 20: Estructura de capital de Concha y Toro S.A.

Razón (%)	Dic. 31, 2016	Dic. 31, 2017	Dic. 31, 2018	Dec.31, 2019	Sep.30, 2020	Promedio
B/V	22,94%	23,10%	22,62%	24,80%	25,50%	23,79%
P/V	77,06%	76,90%	77,38%	75,20%	74,50%	76,21%
B/P	29,77%	30,04%	29,22%	32,98%	34,22%	31,25%

La estructura de capital objetivo es $B/V = 23,79\%$.

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Costo de la deuda

Para estimar el costo de la deuda se utilizó la YTM del bono BCTOR-T, que corresponde al bono con vencimiento más largo de la empresa (22/07/2044). En SEBRA, el terminal de la Bolsa de Santiago, se encontró que la fecha más cercana al 30/09/2020 en la que se transó el bono fue el 05/10/2020 con una YTM de 2,08%.

$$K_b = 2,08\%$$

5.2. Beta de la deuda

Se utilizó la siguiente fórmula de CAPM:

$$K_b = R_f + \beta_d \cdot PRM$$

Donde K_b es el costo de la deuda, R_f es la libre de riesgo es la tasa promedio de 18 meses para los bonos de gobierno a 30 años en UF al 30/09/2020 (Banco Central de Chile, 2021) (se utilizó el promedio debido al periodo de tasas especialmente bajas) y PRM es el premio por riesgo de mercado para Chile, 6,68%, que corresponde a usar la estimación de PRM para USA de Duff & Phelps (6,0%) más un premio por el riesgo país de Chile (método de Damodaran).

$$2,08\% = 1,05\% + \beta_d \cdot 6,68\%$$

Por lo tanto,

$$\beta_d = 0,15$$

5.3. Estimación del beta patrimonial

Se estimó el beta patrimonial mediante el modelo de mercado con la fórmula que se detalla a continuación. Para esto, se obtuvieron los precios semanales para la acción CONCHATORO y para el IGPA durante 5 años y se calcularon los retornos. Para la estimación se utilizaron solo dos años (104 datos).

$$R_{t,i} = \alpha + \beta \cdot R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Cuadro 21: Resultados regresión lineal simple.

Resultados	sept-17	sept-18	sept-19	sept-20
Beta de la acción	0,36	0,55	0,63	0,66
P-value	0,013	0,000	0,000	0,000
Nº observaciones	90	104	104	104
R ²	0,07	0,14	0,17	0,36
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%

De acuerdo a los resultados que se muestran en la tabla, el beta patrimonial con deuda estimado de CONCHATORO es 0,66, con un R² de 0,36 y es significativo al 1% con un p-value < 0,001. Sin embargo, los betas menores que 1,0 están claramente sesgados hacia abajo (Blume, 1975) por lo cual se utilizó el ajuste de Bloomberg (0,33+0,67*Beta).

$$\beta_{BBG} = 0,33 + 0,67 * 0,66$$

$$\beta_{BBG} = 0,77$$

5.4. Beta patrimonial sin deuda

Se desapalancó el $\beta_p^{c/d}$ para encontrar el $\beta_p^{s/d}$ utilizando la estructura de capital de los últimos dos años, que corresponde a B/P = 33,60%. Se utilizó la tasa de impuestos corporativos equivalente a 27%, ya que es la tasa que se tiene desde 2018 en Chile y corresponde a periodo utilizado para la estimación del $\beta_p^{c/d}$.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$0,77 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,336] - 0,15 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,336$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,65$$

5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Luego de calcular el $\beta_p^{s/d}$ utilizando la estructura de capital de los últimos dos años, se calculó el $\beta_p^{c/d}$ utilizando la estructura de capital objetivo, calculada en el punto 4.4 y que es igual a B/P = 31,25%.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,65 \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,3125] - 0,15 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,3125$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,77$$

5.6. Costo patrimonial

Se calculó el costo patrimonial K_p utilizando CAPM.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

$$K_p = 1,05\% + 0,77 \cdot 6,68\%$$

$$K_p = 6,16\%$$

5.7 Costo de capital

Finalmente, con el costo patrimonial y el costo de la deuda estimados, se calculó el costo de capital para CONCHATORO con la fórmula de costo de capital promedio ponderado (WACC). Se utilizó la estructura de capital objetivo establecida en el punto 4.4.

Cuadro 22: Estructura de capital objetivo de Concha y Toro S.A.

Razón (%)	Promedio
B/V	23,79%
P/V	76,21%
B/P	31,25%

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 6,16\% \cdot 76,21\% + 2,08\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 23,79\%$$

$$K_0 = 5,05\%$$

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

6.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Para el análisis de ingresos de la empresa por segmento de negocio se analizaron los consolidados reportados y convertidos a M UF. Para la fecha de septiembre 2020, en la categoría de Mercados de Exportación se incluyeron los mercados de exportación de USA y Argentina. Para el resto de los años los mercados de exportación se encuentran separados entre Chile, EE. UU. y Argentina.

Cuadro 23: Ventas anuales de Concha y Toro S.A. en M UF.

Ventas (M UF)	2016	2017	2018	2019	2020 3T
Mercados de Exportación	16.432	15.609	14.681	14.647	12.874
Chile Mercado Doméstico - Vino	2.707	2.825	2.883	2.726	2.195
Argentina Mercado Doméstico	287	354	191	153	101
Argentina Mercados Exportación	761	574	448	369	
USA Mercado Doméstico	2.365	2.315	2.327	3.824	3.297
USA Mercados Exportación	214	231	281	332	
Total Segmento Vinos	22.767	21.908	20.812	22.052	18.466
Nuevos Negocios	1.938	1.702	1.143	860	
Otros Ingresos	285	414	324	295	
Total Segmento Otros	2.223	2.116	1.467	1.155	851
Total Ventas	24.990	24.023	22.279	23.207	19.317

Cuadro 24: Ventas anuales de Concha y Toro S.A. en miles de litros.

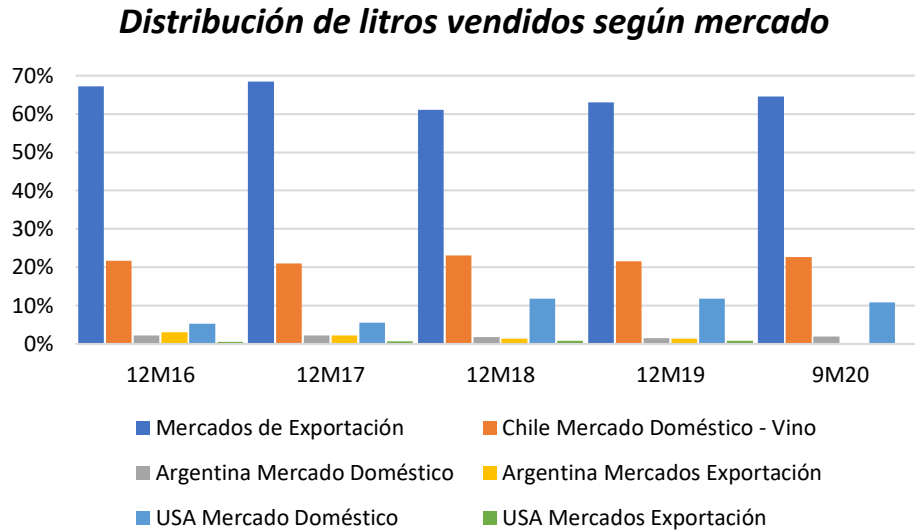
Volumen (miles de litros)	2016	2017	2018	2019	2020 3T
Mercados de Exportación	219.106	214.810	181.027	190.067	150.446
Chile Mercado Doméstico - Vino	70.711	65.713	68.293	64.826	52.673
Argentina Mercado Doméstico	7.223	6.808	5.469	4.431	4.486
Argentina Mercados Exportación	10.065	6.777	4.216	4.172	
USA Mercado Doméstico	17.007	17.439	34.950	35.499	25.401
USA Mercados Exportación	1.868	2.055	2.304	2.473	
Total Segmento Vinos	325.980	313.603	296.259	301.469	233.006
Nuevos Negocios	25.086	20.602	17.602	14.495	11.642
Total Segmento Otros	25.086	20.602	17.602	14.495	11.642
Total Volumen	351.066	334.205	313.861	315.964	244.648

Cuadro 25: Precio promedio anual de venta de Concha y Toro S.A.

Precio Promedio (por litro)	12M16	12M17	12M18	12M19	9M20
Mercados de Exportación (US\$)	2,99	3,08	3,24	3,16	3,06
Chile Mercado Doméstico - Vino (Ch\$)	1.025	1.152	1.148	1.191	1.196
Argentina Mercado Doméstico (US\$)	1,90	2,45	1,50	1,49	0,81
Argentina Mercados Exportación (US\$)	3,12	3,61	3,60	3,63	
USA Mercado Doméstico (US\$)	5,46	5,58	4,55	4,31	4,63
USA Mercados Exportación (US\$)	4,49	4,65	5,27	5,41	

El segmento de vinos es el más relevante, representando el 94% de las ventas de la empresa en promedio (22.000 M UF aprox). Se puede ver que hubo un alza en el precio de venta promedio debido a las estrategias de venta de las marcas más premium con mayor rentabilidad. También, las ventas totales durante el periodo bajaron, donde lo que más disminuyó fueron las ventas de los mercados de Exportación desde Chile, aproximadamente 1.800 M UF hasta 2019, y el segmento otros (bajó en 1000 M UF). El mercado doméstico de USA fue el que más aumentó, aproximadamente 1.500 M UF durante el mismo periodo, en línea con la estrategia comercial de la empresa para potenciar la filial Fetzer Vineyards, Esto se puede ver en el siguiente gráfico, donde se ve que porcentualmente de las ventas, la filial de EE. UU. pasó de representar el 5,22% de los litros vendidos al 10,90% en 2020 y se espera que tenga un crecimiento futuro.

Gráfico 7: Litros vendidos según mercado de Concha y Toro S.A.



6.2. Análisis de crecimiento de la industria

El vino ha estado presente en la historia de Chile desde sus inicios, y hoy se posiciona dentro de los mayores exportadores de vino en el mundo. Según el origen de la uva, los vinos se clasifican en 3 categorías (SAG, 2020):

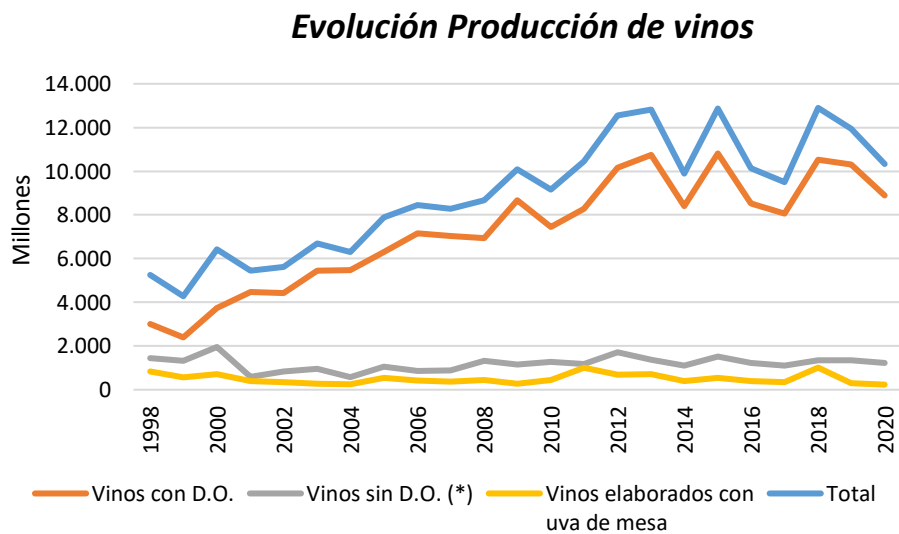
- Vinos con denominación de origen: Son los provenientes de algunas de las regiones vitícolas señaladas específicamente o de las áreas o comunas que posean como denominación de origen especial Secano Interior, elaborados con las cepas que se indican en la letra b) del artículo 3° o en el artículo 3° bis, y que cumplen con los demás requisitos establecidos para esta categoría
- Vinos sin denominación de origen: Son los elaborados con uvas obtenidas en cualquier región del país, pertenecientes a las variedades que se indican en la letra b) del artículo 3° de este mismo decreto o con otras variedades viníferas tradicionales no incluidas en dicha nómina.
- Vinos elaborados con uva de mesa: Son los obtenidos de uvas de mesa.

Al año 2020, la producción de vinos alcanzó 1.033.722.888 litros, y por región administrativa del país se distribuyeron como se puede ver en el Cuadro 26.

Cuadro 26: Producción de vinos por región y tipo.

Región	Vinos con D.O.	Vinos sin D.O. (*)	Vinos elaborados con uva de mesa	Total	% Total
Tarapacá		4.570		4.570	0,0%
Antofagasta					
Atacama	24.505	15.650		40.155	0,0%
Coquimbo	62.118.821	20.701.821		82.820.642	8,0%
Valparaíso	17.630.592	1.191.758	300.000	19.122.350	1,8%
Metropolitana	74.766.301	6.963.047	14.411.018	96.140.366	9,3%
Lib. Bernardo O'Higgins	283.610.509	21.975.370	6.460.605	312.046.484	30,2%
Maule	435.669.004	64.650.830	2.356.985	502.676.819	48,6%
Ñuble	14.060.616	6.238.604		20.299.220	2,0%
Bío Bío	181.450	242.775		424.225	0,0%
Araucanía	104.683			104.683	0,0%
Los Ríos	40.224			40.224	0,0%
Los Lagos		3.150		3.150	0,0%
Total	888.206.705	121.987.575	23.528.608	1.033.722.888	100,0%

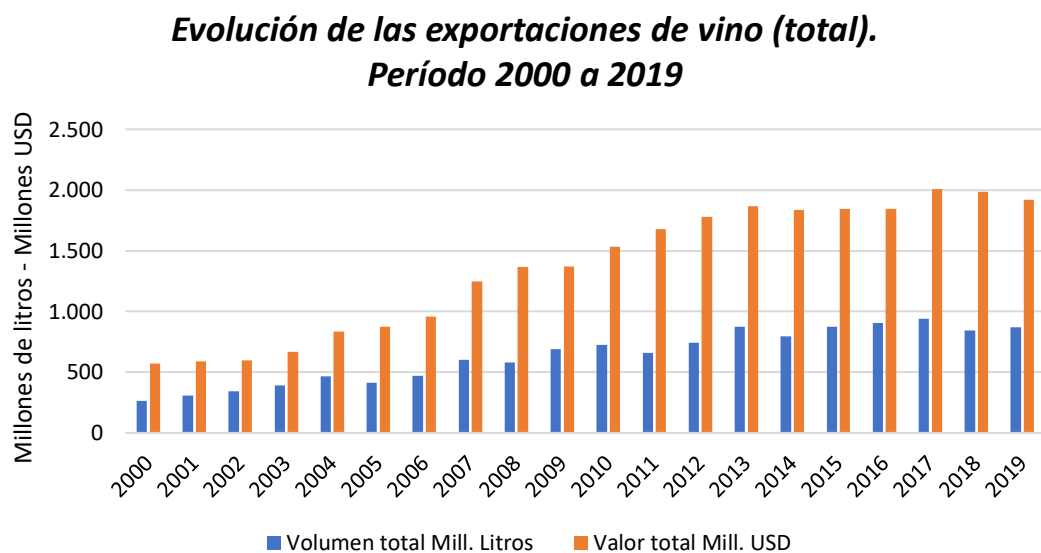
Gráfico 8: Producción de vinos por años según tipo.



De acuerdo con el gráfico se puede ver que la producción de vinos tuvo una tendencia clara al alza hasta el 2011, guiada principalmente por los vinos con D.O que representan en promedio el 86% de la producción total, y luego se mantuvo relativamente estable.

En cuanto a las exportaciones, estas han ido aumentando relativamente de manera constante y durante el 2019 llegaron a ser 868 millones de litros exportados con un valor total de 1.921 millones de USD.

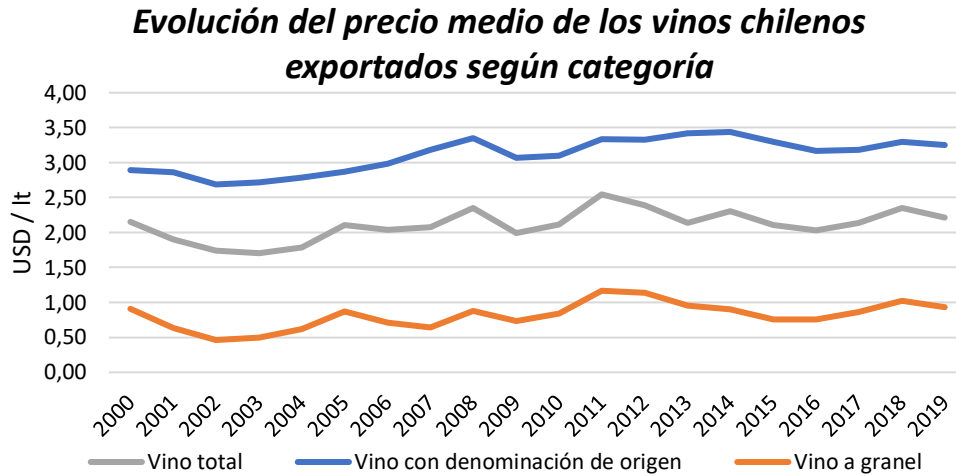
Gráfico 9: Exportaciones de vino por año.



Fuente: Boletín ODEPA (ODEPA, 2021).

El precio en USD de los vinos chilenos exportados también aumentó de manera constante en las 3 categorías, donde en 2019 el vino con D.O llegó a 3,25 USD por litro, y se espera que continúe esta tendencia.

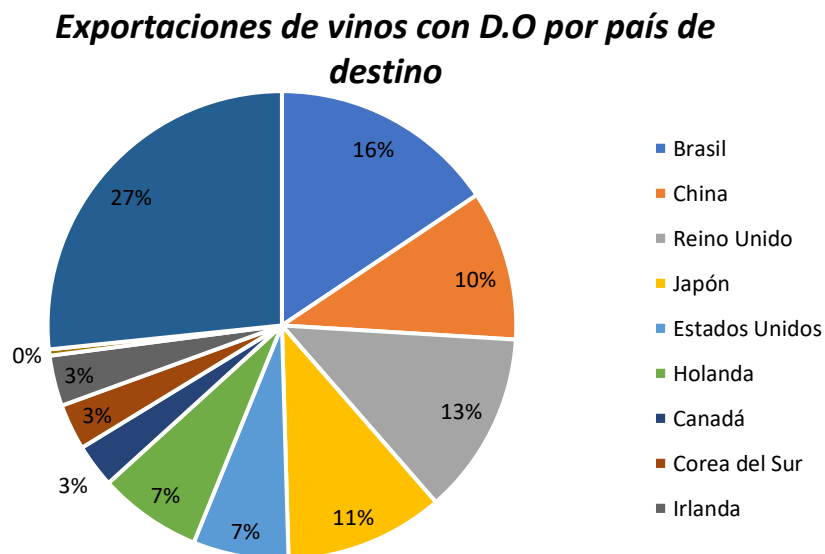
Gráfico 10: Precio medio de vinos chilenos exportados.



Fuente: Boletín ODEPA (ODEPA, 2021).

Finalmente, los países a los cuales, específicamente, el vino chileno con D.O es exportado son principalmente Brasil, Reino Unido, China y Japón. De enero a octubre de 2019 se exportaron 374 millones de litros de vinos con D.O y la distribución se puede ver a continuación.

Gráfico 11: Exportaciones de vinos D.O.



Fuente: Boletín ODEPA (ODEPA, 2021).

6.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

A continuación, se presentan los costos operacionales de Concha y Toro S.A. para cada periodo. Estos costos son costos de ventas, de distribución, de administración, y otros gastos por función. Los costos de ventas incluyen el costo directo de los productos, las depreciaciones y amortizaciones, gastos de personal, y otros gastos asociados al costo de venta. Los costos de distribución y los gastos de administración incluyen las mismas categorías que el costo de venta, pero sin contar el costo directo y, finalmente, otros gastos por función solo son representados por otros gastos¹.

Cuadro 27: Costos operacionales de Concha y Toro S.A, por periodo en M UF.

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Costo de ventas	(15.651)	(15.377)	(14.857)	(14.680)	(11.650)
Costos de distribución	(5.728)	(5.347)	(4.141)	(4.647)	(3.597)
Gastos de administración	(1.198)	(1.161)	(1.269)	(1.110)	(993)
Otros gastos, por función	(78)	(113)	(145)	(114)	(86)
Total	(22.655)	(21.998)	(20.412)	(20.550)	(16.327)

Cuadro 28: Costos operacionales de Concha y Toro S.A, por periodo en % de las ventas.

Cuenta (%)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Costo de ventas	-62,63%	-64,01%	-66,69%	-63,26%	-60,31%
Costos de distribución	-22,92%	-22,26%	-18,59%	-20,02%	-18,62%
Gastos de administración	-4,79%	-4,83%	-5,70%	-4,78%	-5,14%
Otros gastos, por función	-0,31%	-0,47%	-0,65%	-0,49%	-0,45%
Total	-90,66%	-91,57%	-91,62%	-88,55%	-84,52%

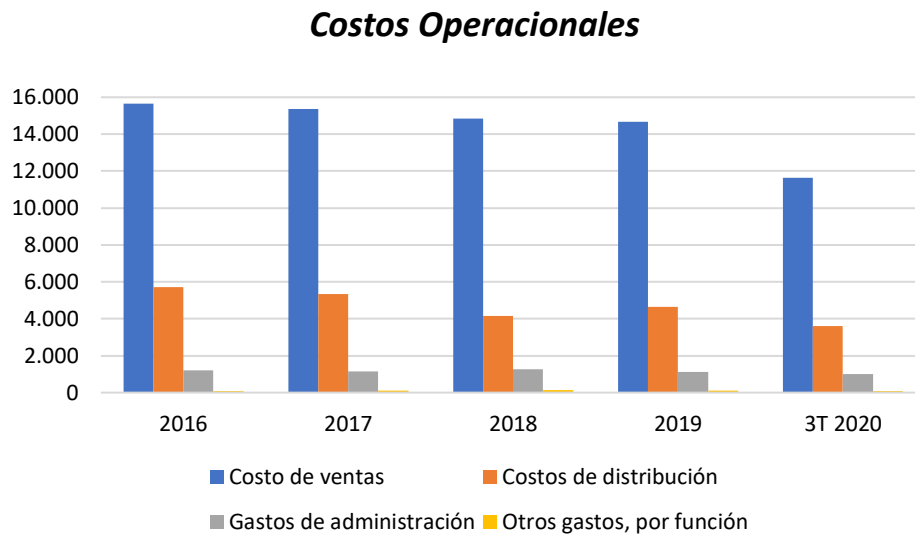
Los costos y gastos operacionales están compuestos principalmente por los costos de venta (64% en promedio), y el año 2016 tuvo los costos de ventas más altos, atribuibles a las lluvias de ese año y un ajuste en los costos de Fetzers Vineyards. Además, durante el periodo se incluyeron costos extraordinarios relacionados con el proceso de reestructuración en curso.

Se puede ver que en los costos de distribución la mayor disminución está en el año 2018, debido a la adopción de la nueva forma contable IFRS 15 y que los costos de

¹ Nota 30. Costos y gastos por naturaleza, de los estados financieros consolidados intermedios de Concha y Toro S.A.

administración y otros gastos se mantuvieron relativamente constantes sin mostrar una tendencia clara.

Gráfico 12: Costos operacionales de Concha y Toro S.A. por año.



6.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Cuadro 29: Resultado no operacional de Concha y Toro en M UF.

M UF	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Ingresos financieros	36,84	21,29	33,52	20,74	31,80
Costos financieros	(391,13)	(372,63)	(422,55)	(438,48)	(404,20)
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	171,21	121,45	93,53	114,08	103,68
Diferencias de cambio	28,46	320,43	386,30	94,90	(131,25)
Resultados por unidades de reajuste	(1,49)	(23,45)	(36,83)	(24,21)	(8,30)
Resultado no operacional	(156,11)	67,09	53,98	(232,97)	(408,26)

Cuadro 30: Resultado no operacional de Concha y Toro S.A. sobre ventas.

%	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Ingresos financieros	0,15%	0,09%	0,15%	0,09%	0,16%
Costos financieros	-1,57%	-1,55%	-1,90%	-1,89%	-2,09%
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,69%	0,51%	0,42%	0,49%	0,54%
Diferencias de cambio	0,11%	1,33%	1,73%	0,41%	-0,68%
Resultados por unidades de reajuste	-0,01%	-0,10%	-0,17%	-0,10%	-0,04%
Resultado no operacional	-0,62%	0,28%	0,24%	-1,00%	-2,11%

En proporción a las ventas, la cuenta más relevante en el resultado no operacional es la de costos financieros, que incluye los intereses pagados y devengados por préstamos de entidades financieras y obligaciones con el público, que se utilizan en la financiación de las operaciones (Concha y Toro, 2020). Aumentaron desde 391 M UF en 2016 a 438 M UF en 2019, en línea con el aumento de la deuda financiera, donde se colocó un bono aprovechando las bajas tasas de interés para pagar las deudas del 2020, y la empresa lo considera transitorio.

Como es de esperarse, la cuenta más volátil es la de diferencias de cambio, que proviene de las diferencias de cambio en deudores por venta, entidades relacionadas, aportes publicitarios, cambio de derivados y préstamos bancarios.

La participación en ganancias de asociadas y negocios conjuntos son el resultado neto obtenido por una entidad sobre la que la empresa tiene una influencia significativa pero no control o control conjunto, de sus políticas financieras y de operación. En promedio fue el 0,55% de las ventas durante el periodo y no se observa una tendencia clara.

El 2016 hubo además un gasto extraordinario de 853 millones de pesos por pago de impuestos anteriores a la AFIP. El 2017 se registró una ganancia de 67,9 M UF atribuible principalmente a mayores ganancias por diferencia de cambio. La compañía realiza contratos de derivados como parte de su política de cobertura para mitigar las fluctuaciones cambiarias.

6.5. Análisis de los activos de la empresa

A continuación, se muestran los activos de la empresa al 30 de septiembre de 2020 y su clasificación de acuerdo si son activos operacionales o no operacionales. Luego, se explica por qué fueron considerados como no operacionales, de acuerdo a la información en la memoria de la empresa y en los estados financieros.

Cuadro 31: Análisis de los activos de Concha y Toro S.A.

M UF	3T 2020	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.104		*
Otros activos financieros corrientes	247		*
Otros activos no financieros corrientes	265	*	
Inventarios corrientes	12.079	*	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	6.660	*	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	103		*
Activos biológicos corrientes	662	*	
Activos por impuestos corrientes, corrientes	390		*
Activos corrientes totales	22.511		
Otros activos financieros no corrientes	802		*
Otros activos no financieros no corrientes	103	*	
Cuentas por cobrar no corrientes	19	*	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	918		*
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.177	*	
Plusvalía	1.440		*
Propiedades, planta y equipo	14.555	*	
Activos por derecho de uso	326	*	
Activos por impuestos diferidos	944		*
Total de activos no corrientes	22.284		
Total de activos	44.795		

Efectivo y equivalentes al efectivo: No se considera operacional ya que incluye los saldos en caja, bancos e inversiones a costo plazo de gran liquidez (Concha y Toro, 2019).

Otros activos financieros (corrientes y no corrientes): Se compone de Inversiones financieras disponibles para la venta, Instrumentos derivados de cobertura e

Instrumentos derivados de no cobertura. Estos no son parte del negocio core de la empresa.

Activos por impuestos diferidos: Originados por todas las diferencias temporarias y otros eventos que crean diferencias entre la base contable y tributaria. Tienen su origen en revaluación de terrenos, intangibles, revalorizaciones de valores negociables y obligaciones con el personal. Estas no se utilizan para la operación del negocio.

Plusvalía: La plusvalía es atribuible principalmente a las habilidades y el talento técnico de la fuerza de trabajo de Fetzer Vineyards, Inc. y las sinergias que se espera lograr a partir de la integración de la compañía con el negocio del Grupo Concha y Toro. Sin embargo, no es operacional y es difícil de contabilizar.

7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

7.1. Ingresos operacionales proyectados

Para esta sección se proyectó por una parte el volumen de ventas, guiado por las estimaciones de Euromonitor (Euromonitor, 2021); y por otro el del precio. Para la proyección del precio se utilizó la variación promedio del precio de los últimos 3 años para cada categoría, debido al cambio en la estrategia comercial que tuvo Concha y Toro en el 2017.

Para proyectar el comportamiento de los litros vendidos en los próximos años por Concha y Toro S.A. en los mercados domésticos, se utilizaron las estimaciones de Euromonitor para Chile, Argentina y Estados Unidos. Para los mercados de exportación, se ponderaron los países de destino de las ventas de Concha y Toro según la importancia relativa que tienen según los Estados Financieros, y se pueden ver en el Cuadro 32.

Cuadro 32: Porcentaje relativo de cada país en ventas de Concha y Toro S.A.

País	Porcentaje relativo
Brasil	21%
China	14%
Reino Unido	17%
Japón	15%
Estados Unidos	9%
Holanda	10%
Canadá	4%
Corea del Sur	4%
Irlanda	5%
Francia	1%
Promedio	100%

Fuente: Elaboración propia con datos de los Estados Financieros.

Por otro lado, para los precios se utilizó el promedio de variación de los últimos 3 años sin considerar los outliers, para reflejar de mejor manera los precios en la nueva estrategia Concha y Toro.

Cuadro 33: Variación promedio de precios por mercado.

Precio Promedio (por litro)	2017	2018	2019	Promedio	Promedio sin outliers
Mercados de Exportación (US\$)	3,01%	5,19%	-2,47%	1,91%	1,91%
Chile Mercado Doméstico - Vino (Ch\$)	12,39%	-0,35%	3,75%	5,26%	1,70%
Argentina Mercado Doméstico (US\$)	28,95%	-38,78%	-0,67%	-3,50%	-0,67%
Argentina Mercados Exportación (US\$)	15,71%	-0,28%	0,83%	5,42%	0,28%
USA Mercado Doméstico (US\$)	2,20%	-18,46%	-5,27%	-7,18%	-1,54%
USA Mercados Exportación (US\$)	3,56%	13,33%	2,66%	6,52%	3,11%

En el Cuadro 34 se muestra el market share de las compañías de la industria vitivinícola en Chile. Concha y Toro S.A. se mantuvo relativamente estable durante los últimos años. Por lo tanto, se asumió que el market share será de 26% para el periodo proyectado.

Cuadro 34: Market Share Viñas en Chile.

Compañía	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cía Cervecerías Unidas SA	28%	27%	27%	29%	30%	30%
Viña Santa Rita SA	30%	30%	31%	30%	29%	28%
Viña Concha y Toro SA	26%	27%	25%	25%	25%	26%
Viña Undurraga SA	1%	2%	2%	2%	3%	3%
Viña Valdivieso SA	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Viña Santa Carolina SA	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Cooperativa Agrícola Pisquera de Elqui Ltda	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Bacardi & Co Ltd	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Licores Mitjans SA	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Others	11%	11%	10%	11%	11%	11%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euomonitor.

Teniendo la cantidad de litros y los precios proyectados, las ventas proyectadas de Concha y Toro para los años 2020 a 2025 son las que se muestran en el Cuadro 35.

Cuadro 35: Ventas proyectadas en M UF para Concha y Toro 2020 -2025.

Ventas Proyectadas (M UF)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mercados de Exportación	3.342	14.057	14.556	15.154	15.759	16.371
Chile Mercado Doméstico - Vino	659	2.661	2.750	2.737	2.749	2.779
Argentina Mercado Doméstico	35	136	141	146	152	157
Argentina Mercados Exportación	85	334	348	366	382	400
USA Mercado Doméstico	872	3.475	3.533	3.544	3.562	3.591
USA Mercados Exportación	79	331	352	370	390	411
Total Segmento Vinos	5.072	20.995	21.681	22.318	22.993	23.709
Nuevos Negocios	247	1.134	1.153	1.128	1.114	1.107
Total Segmento Otros	247	1.134	1.153	1.128	1.114	1.107
Total Ventas	5.319	22.129	22.833	23.446	24.107	24.817

Fuente: Elaboración propia.

7.2. Costos operacionales proyectados

Desde el 2016 al 2019 Concha y Toro se encontró en un proceso de reestructuración interna para seguir con su estrategia comercial, en la que incurrió en gastos y costos no recurrentes (INR). Debido a esto, se presentaron dos estados de resultados: los reportados y los ajustados por INR. Para la proyección a futuro de los costos operacionales de Concha y Toro se utilizó este último. A continuación, se presentan los costos operacionales ajustados tanto en M UF como de forma porcentual respecto a las ventas.

Cuadro 36: Costos operacionales ajustados en M UF.

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019
Costo de ventas	(15.651)	(15.324)	(14.786)	(14.678)
GAV	(6.901)	(6.363)	(5.221)	(5.727)
Total	(22.552)	(21.686)	(20.007)	(20.405)

Cuadro 37: Costos operacionales ajustados en porcentaje.

Cuenta (%)	2016	2017	2018	2019	Promedio
Costo de ventas	-62,63%	-63,79%	-66,37%	-63,25%	-64,01%
GAV	-27,61%	-26,48%	-23,44%	-24,68%	-25,55%
Total	-90,2%	-90,3%	-89,8%	-87,9%	-89,6%

En base a lo anterior, se utilizó el promedio de los últimos 4 años para la proyección de los próximos 5 periodos y además se incluyó posteriormente un aumento de 30% en los GAV para los próximos 4 años, debido al aumento en los costos asociados a transporte producto de la crisis sanitaria mundial (MasContainer, 2020).

Cuadro 38: Costos operacionales proyectados como porcentaje.

Cuenta (%)	4T 2020	2021	2022	2023	2024
Costo de ventas	-64,01%	-64,01%	-64,01%	-64,01%	-64,01%
GAV	-25,55%	-25,55%	-25,55%	-25,55%	-25,55%
Total	-89,6%	-89,6%	-89,6%	-89,6%	-89,6%

Cuadro 39: Costos operacionales proyectados en M UF.

Cuenta (M UF)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Costo de ventas	-3.405	-14.164	-14.615	-15.007	-15.430	-15.885
GAV	-1.631	-6.786	-7.002	-7.189	-7.392	-6.341
Total	-5.036	-20.950	-21.617	-22.197	-22.822	-22.226

7.3. Resultado no operacional proyectado

En este caso los resultados ajustados y los reportados son iguales. En línea con lo presentado en el Punto 6.4, para la proyección se utilizó solo el promedio de los últimos 3 años, que representan el resultado no operacional incluyendo la nueva estrategia de la compañía.

Cuadro 40: Resultado no operacional proyectado en porcentaje.

Cuenta (%)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos financieros	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
Costos financieros	-1,86%	-1,86%	-1,86%	-1,86%	-1,86%	-1,86%
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%
Diferencias de cambio	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Resultados por unidades de reajuste	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Resultado no operacional	-0,65%	-0,65%	-0,65%	-0,65%	-0,65%	-0,65%

Tabla 7.3.2: Resultado no operacional proyectado en M UF.

Cuenta (M UF)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos financieros	7	27	28	29	30	31
Costos financieros	-99	-411	-424	-435	-448	-461
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	26	108	112	115	118	121
Diferencias de cambio	37	155	160	164	169	174
Resultados por unidades de reajuste	-5	-23	-23	-24	-25	-25
Resultado no operacional	-35	-144	-148	-152	-156	-161

7.4. Impuesto corporativo proyectado

En virtud de las Leyes 20.780/2014 y 20.899/16, las sociedades en Chile, a contar del 01 de enero de 2018, están afectas a una tasa corporativa del 27%. La tributación para los accionistas y/o propietarios de las sociedades es según el artículo 14 B) de la Ley de la Renta, denominado “Régimen Parcialmente Integrado” (Concha y Toro, 2020). Debido a lo anterior, la tasa de impuesto corporativo a proyectar es de un 27%.

Cuadro 41: Gasto por impuesto a las ganancias en M UF de Concha y Toro proyectado.

Cuenta (M UF)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Gasto por impuestos a las ganancias	-67	-280	-289	-296	-305	-656

7.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

A continuación, se muestra el Estado de resultados de Concha y Toro proyectado para el periodo de 4T 2020 al 2025.

Cuadro 42: Estado de resultados proyectados en M UF.

Cuenta (M UF)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos de actividades ordinarias	5.319	22.129	22.833	23.446	24.107	24.817
Costo de ventas	-3.405	-14.164	-14.615	-15.007	-15.430	-15.885
Ganancia bruta	1.915	7.965	8.218	8.439	8.677	8.932
GAV	-1.767	-7.351	-7.585	-7.788	-8.008	-6.341
Resultado Operacional	148	614	633	650	669	2.591
Ingresos financieros	7	27	28	29	30	31
Costos financieros	-99	-411	-424	-435	-448	-461
Participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	26	108	112	115	118	121
Diferencias de cambio	37	155	160	164	169	174
Resultados por unidades de reajuste	-5	-23	-23	-24	-25	-25
Resultado no operacional	-35	-144	-148	-152	-156	-161
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	113	470	485	498	512	2.430
Gasto por impuestos a las ganancias	-31	-127	-131	-134	-138	-656
Ganancia (pérdida)	82	343	354	364	374	1.774

8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1. Depreciación y amortización

Para proyectar la depreciación y amortización del periodo establecido se hizo en base a la proyección de propiedad, planta y equipo (PPE). Primero, se calculó el promedio de PPE sobre ingresos y se asumió ese porcentaje para el periodo proyectado.

Cuadro 43: PPE sobre Ingresos de Concha y Toro S.A

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Ingresos de actividades ordinarias	24.990	24.023	22.279	23.207	19.317
Propiedades, planta y equipo	13.737	14.245	14.194	14.923	14.555
%PPE/Ingresos	54,97%	59,30%	63,71%	64,31%	75,35%
Promedio 2016-2019	60,57%				

Luego, se calculó el porcentaje de depreciación y amortización sobre PPE para todos los años y se utilizó el promedio de 2016 a 2019 para el periodo proyectado.

Cuadro 44: Gastos por depreciación y amortización sobre PPE de Concha y Toro S.A.

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Gastos por depreciación	812	798	904	947	680
Gastos por amortización	42	42	40	62	42
%Depreciación/PPE	5,91%	5,61%	6,37%	6,34%	4,67%
%Amortización/PPE	0,31%	0,29%	0,28%	0,42%	0,29%
Promedio Depreciación 2016-2019	6,06%				
Promedio Amortización 2016-2019	0,33%				

En base a los promedios de PPE, depreciación y amortización, se proyectaron para el periodo establecido.

Cuadro 45: Gastos por depreciación y amortización en M UF proyectados de Concha y Toro S.A.

Cuenta (M UF)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos de actividades ordinarias	5.319	22.129	22.833	23.446	24.107	24.817
Propiedades, planta y equipo	3.222	13.403	13.830	14.201	14.602	15.032
Gastos por depreciación	-307	-1.279	-1.320	-1.355	-1.393	-1.434
Gastos por amortización	-10	-43	-44	-45	-46	-48

8.2. Inversión en reposición

La inversión en reposición se asumió como 100% de la depreciación y amortización, ya que como se ve en la Tabla 8.2.1, las compras de PPE y de activos intangibles es mayor a la depreciación y amortización. Las compras de PPE y de activos intangibles se obtuvieron del estado de flujo de efectivo y la depreciación y amortización del estado de resultado.

Cuadro 46: Inversión en reposición Concha y Toro S.A.

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Compras de propiedades, planta y equipo	1.603	1.777	958	1.458	924
Compras de activos intangibles	102	93	74	81	55
Depreciación	-812	-798	-904	-947	-634
Amortización	-42	-42	-40	-62	-41
(Compras de PPE + AI) / (Depreciación y amortización)	199%	223%	109%	153%	145%

8.3. Inversión en capital físico (nueva inversión)

Teniendo en cuenta que la inversión en reposición se estableció como igual al 100% de la depreciación + amortización, se estimó que la nueva inversión sería la inversión estimada en capital físico menos la inversión en reposición.

$$\text{Nueva inversión} = (\text{Compras PPE} + \text{Activos intangibles}) - \text{Inversión en reposición}$$

Cuadro 47: Inversión en capital físico de Concha y Toro S.A.

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Compras de propiedades, planta y equipo	1.603	1.777	958	1.458	924
Compras de activos intangibles	102	93	74	81	55
Inversión en reposición	-770	-757	-864	-884	-594
Inversión en capital físico	935	1.113	169	655	386

Luego, para proyectar, se calculó el ratio sobre los ingresos y se excluyó el año 2018, lo que se puede ver en el Cuadro 48.

Cuadro 48: Inversión en capital físico sobre ingresos de Concha y Toro S.A.

Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Ingresos de actividades ordinarias	24.990	24.023	22.279	23.207	16.033
Inversión en capital físico	935	1.113	169	655	386
Inversión en capital físico/ Ventas	3,7%	4,6%	0,8%	2,8%	2,4%
Promedio sin 2018	3,4%				

Debido a lo anterior, se utilizó 3,40% de los ingresos en inversión en capital físico para el periodo proyectado.

Cuadro 49: Inversión en capital físico proyectado.

Cuenta (M UF)	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inversión en capital físico (nueva inversión)	172	717	740	760	781	804

8.4. Inversión (liberación) de capital de trabajo operativo neto

Para calcular la inversión (liberación) de capital de trabajo operativo neto, se comenzó por calcular el CTON con los activos operacionales definidos previamente y se calculó el % sobre las ventas entre 2017 y 2019. Finalmente, se utilizó el 55,35% para la proyección.

Cuadro 50: CTON y CTON sobre ventas de Concha y Toro S.A.

Activos operacionales corrientes	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Inventarios corrientes	8.740	8.797	10.063	10.363	12.079
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	7.336	7.419	7.011	7.576	6.763
Activos biológicos corrientes	728	707	754	815	765
Pasivos operacionales corrientes	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	4.502	4.506	4.510	4.358	5.017
Provisiones por beneficios a los empleados	600	605	547	575	623
CTON	11.702	11.811	12.770	13.822	13.968
RCTON = CTON/Ventas	46,83%	49,16%	57,32%	59,56%	
Promedio CTON/Ventas (2017-2019)	55,35%				

Cuadro 51: *CTON proyectado para Concha y Toro S.A.*

	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025
CTON /Ventas	55,35%	55,35%	55,35%	55,35%	55,35%	55,35%
CTON Proyectado (M UF)	13.636	12.248	12.638	12.977	13.343	13.736

Tomando en consideración las proyecciones de CTON, se calculó la inversión (liberación) de trabajo para el periodo establecido.

Cuadro 52: *Inversión (liberación) en Capital de Trabajo proyectado para Concha y Toro S.A.*

	4T 2020	2021	2022	2023	2024
Inversión (liberación) en Capital de Trabajo	347	-390	-339	-366	-393

8.5. Proyección de los flujos de caja libre y valor terminal

Para la proyección de FCL y VT, se tomaron en consideración todas las proyecciones a lo largo al informe y se consideró un valor terminal sin crecimiento, debido a que no hay información que pueda respaldar un valor terminal con crecimiento.

$$VT = \frac{FCL_{2026}}{K_0}$$

$$VT = \frac{1.818}{5,05\%} = 36.743 \text{ MUF}$$

Luego se calculó el VP a septiembre 2020 trayendo a valor presente todos los flujos anuales y el valor terminal de Concha y Toro S.A. como se ve en la Tabla 5.8.1.

Cuadro 53: Flujo de caja libre proyectado de Concha y Toro S.A. en M UF.

En MUF	4T 2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad (pérdida) del ejercicio	182	756	780	801	824	1.774	1.774
+ Depreciación y amortización	318	1.322	1.364	1.400	1.440	1.482	1.482
+ Costos financieros (después de impuestos)	72	300	310	318	327	336	336
- Ingresos financieros (después de impuestos)	-5	-20	-21	-21	-22	-22	-22
+/- Diferencias de cambio (íntegra)	-37	-155	-160	-164	-169	-174	-174
+/- Resultado por unidades de reajuste (íntegra)	5	23	23	24	25	25	25
+/- Participación en Asociadas	-26	-108	-112	-115	-118	-121	0
Flujo de caja bruto	509	2.118	2.185	2.244	2.307	3.301	3.422
- Inversión de reposición	-318	-1.322	-1.364	-1.400	-1.440	-1.482	-1.482
- Inversión en capital físico (nueva Inversión)	-172	-717	-740	-760	-781		
-/+ Inversión (liberación) de capital de trabajo	347	-390	-339	-366	-393		
Flujo de caja libre	366	-311	-258	-282	-307	1.818	1.818
Valor terminal						35.991	
VP Flujos	361	-292	-231	-241	-249	37.394	
VP a septiembre 2020	36.743						

9. PRECIO DE LA ACCIÓN PROYECTADO

9.2. Déficit (Exceso) de capital de trabajo neto

Para obtener la diferencia de capital de trabajo necesario, utilizaremos la proyección de CTON necesario a diciembre 2020, calculada en el Punto 8.4 y que corresponde a 13.636 M UF. A septiembre 2020 el capital de trabajo es 13.968, por lo que existe un exceso de capital de trabajo de 322 M UF.

Cuadro 54: Exceso de capital de trabajo en M UF de Concha y Toro S.A.

Cuenta	M UF
CTON existente septiembre 2020	13.968
CTON proyectado diciembre 2020	13.636
Exceso CTON	332

9.3. Activos prescindibles

En base al análisis de activos presentado en el Punto 6.5, se presentan los activos prescindibles para la proyección del valor de la empresa.

Cuadro 55: Activos prescindibles de Concha y Toro en M UF.

Activos Corrientes	3T 2020
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.104
Otros activos financieros corrientes	247
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	103
Activos por impuestos corrientes, corrientes	390
Activos No Corrientes	
Otros activos financieros no corrientes	802
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	918
Total	4.565

9.4 Deuda financiera

La deuda financiera se calculó previamente en el Punto 4.1 como se muestra a continuación.

*Deuda Financiera: Otros pasivos financieros Corrientes
+ Otros pasivos financieros no corriente – Derivados de cobertura.*

Cuadro 56: Deuda Financiera de Concha y Toro S.A.

	Cuenta (M UF)	2016	2017	2018	2019	3T 2020
Corrientes	Préstamos de Entidades Financieras	3.037	4.252	3.980	4.166	2.086
	Obligaciones con el Público	533	864	386	405	48
No Corrientes	Préstamos de Entidades Financieras	1.004	969	1.028	643	1.611
	Obligaciones con el Público	4.500	3.667	5.333	7.108	7.104
	Deuda Financiera	9.074	9.751	10.728	12.321	10.849

9.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

La valoración económica de Concha y Toro con fecha 30 de septiembre de 2020 se puede ver en el Cuadro 57. Esta valoración refleja la metodología utilizada a lo largo de este informe.

Cuadro 57: Valoración económica Concha y Toro.

Valoración económica (al 30/09/2020) en M UF	Cifras
Valor presente FCL	36.743
Exceso (déficit) CTON	332
Activos prescindibles u otros activos	4.565
Valor total de activos	41.641
Deuda financiera	-10.849
Patrimonio económico	30.792
Número de acciones	747.005.982
Precio acción proyectado en UF	0,041
Precio acción proyectado en CLP	1.183
Precio acción real en CLP	1.285
Diferencia de precios (en %)	-7,91%

El precio de la acción proyectado mediante FCD resultó de 1.183 pesos, un 7,91% bajo el precio real de la acción a la fecha indicada.

En el Gráfico 13, obtenido desde el sitio web de la Bolsa de Santiago (Bolsa de Santiago, 2021), se puede ver el precio diario de la acción CONCHATORO durante septiembre 2020.

Gráfico 13: Precios diarios de CONCHATORO extraído de la Bolsa de Santiago.



9.6. Análisis de sensibilidad

Para analizar el efecto de diferentes variables sobre la valoración de Concha y Toro S.A. se sensibilizaron dos variables: el Costo de Capital y el Crecimiento a Perpetuidad de los flujos proyectados. De acuerdo con las proyecciones se calculó el precio de la acción con una tasa costo de capital igual a 5,05% y sin crecimiento a perpetuidad. En el Cuadro 58 se puede observar que para la tasa WACC se hicieron ajustes de 25 puntos base y para la tasa de crecimiento a perpetuidad los cambios fueron de 50 puntos base.

Cuadro 58: Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Concha y Toro S.A en CLP.

		Crecimiento a Perpetuidad				
		0%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
Costo de Capital	1.183					
	4,55%	1.336	1.534	1.788	2.125	2.594
	4,80%	1.256	1.433	1.657	1.948	2.344
	5,05%	1.183	1.343	1.542	1.797	2.135
	5,30%	1.118	1.262	1.440	1.665	1.958
	5,55%	1.058	1.189	1.350	1.550	1.806

Finalmente, desde el análisis de sensibilidad se puede ver que:

- Un aumento (disminución) de 25 puntos base en la tasa de costo de capital genera una caída (aumento) de un 5% aproximadamente en el precio proyectado de la acción.
- Un aumento de 50 puntos base en la tasa de crecimiento a perpetuidad aumenta en un 13% aproximadamente el precio proyectado de la acción.
- Si se combinan ambos efectos (un aumento de 25 puntos base en la tasa de costo de capital y 50 puntos base en la tasa de crecimiento a perpetuidad), el precio proyectado de la acción aumenta en un 6%.

Adicionalmente, se hizo un segundo análisis de sensibilidad para incorporar el cambio en el precio de la acción que podría tener el costo de la uva.

Cuadro 59: Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Concha y Toro S.A en CLP al precio de la uva.

	Precio de la acción
1%	1.162
2%	1.141
3%	1.119
4%	1.098
5%	1.076

En base a este análisis se puede ver que un aumento en un 1% en el precio de la uva disminuye en un 2% el precio de la acción.

10. CONCLUSIONES

La industria del vino es una de las industrias más relevantes para la economía chilena, representando aproximadamente un 0,5% del PIB y durante los últimos años ha habido un auge en la exportación de vinos, que representa cerca del 80% de la producción de vinos en Chile. Concha y Toro S.A es la compañía controladora de la viña Concha y Toro, viña que se posiciona como top 10 a nivel mundial en la industria vitivinícola, y número 1 en Chile; sus productos se distribuyen a nivel doméstico y en más de 130 países.

Durante los primeros puntos de este informe se analizó la sólida posición financiera de la compañía, y los cambios que tuvo en los estados financieros su Plan Estratégico 2022 que iniciaron a 2017 con el fin de potenciar algunas marcas premium y disminuir costos que impactan en sus utilidades.

Para poder proyectar el precio objetivo de la acción al 30 de septiembre de 2020 se utilizó el modelo de FCD con un WACC de 5,05%. A este WACC se llegó con el modelo de CAPM y la fórmula de Rubinstein con datos obtenidos desde la Bolsa de Santiago y Bloomberg.

Con un análisis de la industria y la economía de diferentes fuentes se estimaron las ventas de Concha y Toro, al igual que los ítems del estado de resultados. También se proyectó la inversión en capital físico y CTON para poder finalmente construir el flujo de caja libre de la empresa.

Mediante esta metodología se estimó el precio para la acción de \$1.419, que representa un diferencial de -7,91%.

Finalmente, para saber cómo impacta un cambio en distintas variables, se sensibilizó la tasa de costo de capital y la tasa de crecimiento a perpetuidad. Se concluyó que un aumento (disminución) de 25 puntos base en la tasa de costo de capital genera una caída (aumento) de un 5% aproximadamente en el precio proyectado de la acción, y un aumento de 50 puntos base en la tasa de crecimiento a perpetuidad aumenta en un 13% aproximadamente el precio proyectado de la acción.

REFERENCIAS

- Banco Central de Chile. (01 de 02 de 2021). *BCCh*. Obtenido de https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T3?cbFechaDiaria=2020&cbFrecuencia=BUSINESS&cbCalculo=NONE&cbFechaBase=
- Bolsa de Santiago. (28 de 04 de 2021). *Bolsa de Santiago*. Obtenido de https://bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/CONCHATORO
- CMF. (02 de 02 de 2021). *CMF*. Obtenido de <http://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90227000&grupo=0&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=5>
- Concha y Toro. (2019). *Estados Financieros Intermedios Consolidados*. Santiago.
- Concha y Toro. (2019). *Prospecto de Bonos*. Santiago.
- Concha y Toro. (2020). *Estados Financieros Intermedios Consolidados 2020*. Santiago.
- Concha y Toro. (2020). *Memoria 2019*. Santiago.
- Concha y Toro. (02 de 01 de 2021). *Sitio web Concha y Toro*. Obtenido de <https://conchaytoro.com/nosotros/nuestra-vina/>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second Edition.
- Euromonitor. (01 de 03 de 2021). *Portal Passport*. Obtenido de <https://www.portal.euromonitor.com/portal/magazine/homemain>
- Fernández, P. (2005). *Valoración de Empresas*. Gestión 2000.
- Humphreys. (02 de Marzo de 2020). *Sitio Web CMF*. Obtenido de http://www.svs.cl/documentos/pueag/crcrri/recrri_2019100176563.pdf
- Maquieira, C. (2010). *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*. Santiago: Editorial Andrés Bello.
- MasContainer*. (2020). Obtenido de <https://www.mascontainer.com/expeditors-y-los-costos-de-transporte-de-carga-por-el-covid-19/>

ODEPA. (02 de 03 de 2021). *Boletín ODEPA*. Obtenido de <https://www.odepa.gob.cl/publicaciones/boletines/boletin-del-vino-enero-2021#:~:text=En%20este%20contexto%20las%20exportaciones,con%20relaci%C3%B3n%20al%20mismo%20per%C3%ADodo.&text=Al%20comparar%20las%20exportaciones%202020,10%2C6%25%20en%20valor>.

SAG. (02 de 03 de 2020). *Informe Ejecutivo Producción de vinos 2020*. Obtenido de https://www.sag.gob.cl/sites/default/files/informe_cosecha_2020.pdf

VSPT. (02 de 01 de 2021). *Viña San Pedro - Tarapacá*. Obtenido de <https://www.vsptinvestor.com/wp/wp-content/uploads/2020/02/EEFF-VSPT-31.12.2019.pdf>

Wines of Chile. (01 de 03 de 2021). *Wines of Chile*. Obtenido de <https://www.winesofchile.org/chile-vitivinicola/aporte-del-vino-a-la-economia-y-desarrollo-de-chile/>

