



VALORACIÓN CONCHA Y TORO S.A.

Mediante Método de Múltiplos

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

**Alumno: Héctor Contreras Leyton
Profesor Guía: Marcelo González**

Santiago, Agosto 2017

Contenido	
1. Resumen Ejecutivo	3
2. Metodología.....	4
2.1 Principales Métodos de Valoración	4
2.4 Método de múltiplos	5
2.2 Descripción de la Empresa e Industria	7
2.2.1 Descripción de la Empresa	7
2.2.2 Filiales	9
2.2.3 Descripción de la Industria nacional	11
2.2.3.1 Participación del mercado nacional	12
2.2.4 Descripción de la Industria Internacional	12
2.3 Descripción del Financiamiento de la Empresa	13
2.4 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	14
2.4.1 Deuda Financiera	14
2.4.2 Patrimonio Económico.	15
2.4.3 Estructura de Capital Objetivo.	15
2.5 Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa.	16
2.5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.	16
2.5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa.	17
2.5.2.1 Costo de la Deuda (k_b)	17
2.5.2.2 Beta de la Deuda (β_b)	18
3. Valoración de la Empresa por Múltiplos.....	21
3.1 Valores para la Industria	21
3.2 Indicadores para la empresa.	22
3.3 Valores de la empresa en base a Múltiplos de la Industria.	22
3.4 Análisis de resultados del Método de Múltiplos.	23
4. Conclusiones.....	24
Bibliografía	26
Anexos.	27

1. Resumen Ejecutivo

Este informe tiene como objeto estimar el precio de la acción para la empresa Viña Concha y Toro S.A. y filiales al 30 de septiembre del año 2016 mediante del método de Valoración por Flujos de Caja Descontados y el método de Valoración Múltiplos.

Viña Concha y Toro S.A. es una sociedad anónima abierta fundada en 1883, sus principales mercados son Europa, Chile, Estados Unidos y Canadá, además exporta sus productos a Latinoamérica, Asia, Oceanía y África. Se ha convertido en el mayor productor y exportador de vinos de Chile y de Latinoamérica.

El informe comienza describiendo la metodología utilizada para desarrollar la valoración, luego se detalla una descripción de la empresa y un análisis de su desempeño en los últimos años, sus niveles de ventas y su estructura de costos, además se entrega una descripción de la industria donde desarrolla sus actividades. A continuación, se realiza una descripción del financiamiento de la compañía, posteriormente se estima la Estructura de Capital, luego la Estimación del Costo Patrimonial, el Costo de Capital y finalmente se realiza una Valoración de la Empresa por el método de Múltiplos.

En cuanto a la valorización por el método de múltiplos, utilizando el promedio de los múltiplos el valor teórico de la acción es de \$1.023,54 por acción.

Del análisis de la empresa podemos desprender que Viña Concha y Toro S.A. tiene una sólida posición financiera en relación a su liquidez, endeudamiento y rentabilidad.

2. Metodología

Para estimar el precio de la acción de Viña Concha y Toro S.A. al 30 de septiembre de 2016, se utiliza el método de Flujos de Caja Descontados a la tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC).

Como base histórica se considera la información contenida en los Estados Financieros Consolidados informados a la Superintendencia de Valores y Seguros correspondiente a los periodos comprendidos desde el 31 de diciembre de 2012 hasta el 30 de septiembre de 2016.

Para estimar los flujos de caja libre se utilizó un horizonte de cinco años desde el 01 de octubre de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2020 y adicionalmente se consideró el flujo del año 2021 como perpetuidad. Estos flujos fueron descontados y traídos a valor presente al 30 de septiembre de 2016 utilizando la tasa de costo de capital promedio ponderado (WACC) la cual representa la rentabilidad exigida a los activos dada la volatilidad de la acción respecto del mercado (IGPA) y la estructura de deuda y capital.

La estructura del proceso utilizado para determinar el valor presente de los flujos de caja proyectados es la siguiente:

- Descripción del Financiamiento de la Empresa.
- Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.
- Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa y del Costo de Capital de la Empresa.
- Análisis Operacional del Negocio e Industria.
- Proyección de los Estados de Resultados.
- Proyección de Flujos de Caja Libre.
- Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.
- Valoración de la Empresa por Múltiplos.

2.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de

fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

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

No concentraremos en adelante en el método de múltiplos.

2.4 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.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar

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

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

el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos³:

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

³ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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

2.2 Descripción de la Empresa e Industria

2.2.1 Descripción de la Empresa

Desde sus orígenes en 1883 hasta la actualidad, Viña Concha y Toro se ha logrado destacar en el mercado vitivinícola, llegando a ser hoy en día el principal productor de vinos de Latinoamérica contando con presencia en 147 países. El reconocimiento de sus vinos ha estado acompañado de un profundo proceso de modernización, en el cual sus inversiones han estado ligadas a obtener tecnología de punta y viñedos propios, para conseguir un desarrollo superior en todas las etapas de sus procesos de vinificación y una expansión hacia mercados foráneos. En esta integración vertical destaca la gran ventaja de poseer viñedos propios, plantas de vinificación y de embotellado. La compañía posee alrededor de 10.800 hectáreas de viñedos en Chile, Argentina y Estados Unidos. Su portfolio de vinos incluye los íconos Don Melchor y Almaviva y su marca emblemática Casillero del Diablo, además los vinos Trivento de Argentina y Fetzer de California. La Compañía tiene 3.450 empleados y sus oficinas principales se encuentran en Santiago, Chile.

El siguiente cuadro es un resumen acotado de la empresa:

Cuadro 1: Resumen empresa Concha y Toro

	Observaciones
Razón Social	Viña Concha y Toro S.A.
Rut	90.227.000-0
Nemotécnico	CONCHATORO
Industria	Alimenticias y Bebidas
Regulación	Superintendencia de Valores y Seguros

Respecto a sus accionistas, Concha y Toro el siguiente cuadro resume sus 12 mayores accionistas:

Cuadro 2: 12 mayores accionistas de la empresa Concha y Toro con sus respectivos números de acciones suscritas, números de acciones pagadas y el porcentaje de la propiedad:

Nombre	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
BANCO DE CHILE POR CTA.DE TERCEROS	99.195.453	99.195.453	13,28%
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%
INVERSIONES QUIVOLGO S.A.	32.748.071	32.748.071	4,38%
ITAU CORPBANCA POR CTA.INV. EXT.	29.972.871	29.972.871	4,01%
FUNDACION CULTURA NACIONAL	25.954.278	25.954.278	3,47%
INVERSIONES GDF LIMITADA	24.500.000	24.500.000	3,28%
AGROFORESTAL E INVERSIONES MAIHUE LTDA.	22.337.075	22.337.075	2,99%
CONSTRUCTORA SANTA MARTA LTDA.	22.293.321	22.293.321	2,98%
LARRAIN VIAL S.A. C.DE BOLSA	19.368.361	19.368.361	2,59%
THE BANK OF NEW YORK SEGUN CIRC. 1375 S.V.S.	19.041.920	19.041.920	2,55%
INVERSIONES LA GLORIA LTDA.	16.600.000	16.600.000	2,22%

2.2.2 Filiales

Concha y Toro posee numerosas filiales, las cuales se resumen en el siguiente cuadro:

Cuadro 3: Filiales de Concha y Toro con la respectiva participación directa e indirecta en cada una de ellas.

Rut	Nombre Sociedad	Porcentajes de Participación			
		al 30 de Septiembre de 2016			al 30 de Diciembre de 2015
		Directo	Indirecto	Total	Total
85.037.900-9	Comercial Peumo Limitada	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
84.712.500-4	Bodegas y Viñedos Quinta de Maipo SpA (Ex Viña Palo Alto)	54,324%	45,676%	100,000%	100,000%
82.117.400-7	Sociedad Exportadora y Comercial Viña Maipo SpA	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
85.687.300-5	Transportes Viconto Ltda.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
86.326.300-K	Viña Cono Sur S.A.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Trivento Bodegas y Viñedos S.A.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Concha y Toro UK Limited	99,000%	1,000%	100,000%	100,000%
-	Cono Sur Europe Limited	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
96.585.740-0	Sociedad Exportadora y Comercial Viña Canepa S.A.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
96.921.850-K	Inversiones Concha y Toro SpA	100,000%	0,000%	100,000%	100,000%
99.513.110-2	Inversiones VCT Internacional SpA	35,990%	64,010%	100,000%	100,000%
-	Finca Lunlunta S.A.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
76.898.350-K	Viña Maycas del Limarí Limitada	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Finca Austral S.A.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT Brasil Importación y Exportación Ltda.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Concha y Toro Sweden AB	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Concha y Toro Finland OY	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Concha y Toro Norway AS	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
76.048.605-1	Viñedos Los Robles SpA	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT Group Of Wineries Asia Pte. Ltd.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT USA, Inc.	100,000%	0,000%	100,000%	100,000%
-	Fetzer Vineyards, Inc.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Eagle Peak Estates, LLC	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT Mexico, S. de R.L. de C.V.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT & DG Mexico, S.A. de C.V.	0,000%	51,000%	51,000%	51,000%
-	Concha y Toro Canadá Limited	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
76.273.678-0	Viña Cono Sur Orgánico SpA.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT África & Middle East Proprietary Ltd.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Gan Lu Wine Trading (Shanghai) Co. Limited	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT Norway AS	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	Cono Sur France S.A.R.L	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%
-	VCT Wine Retail Participacoes Ltda.	0,000%	100,000%	100,000%	100,000%

De las filiales anteriores, destacan algunas con mayor relevancia para el negocio, las cuales se describen a continuación:

- **Viña Cono Sur:** Viña Cono Sur fue fundada el año 1993, con la visión de producir vinos Premium, expresivos e innovadores, que comuniquen el espíritu del Nuevo Mundo. Su nombre hace referencia a sus orígenes geográficos, a vinos que provienen del Cono Sur de América en cuyo extremo occidental se encuentran Chile y sus privilegiados valles vitivinícolas.
- **Viña Maycas del Limarí:** Maycas del Limarí es un proyecto de vinos de alta gama que encuentra su origen en el Valle del Limarí, aprovechando las características únicas de esta zona para producir las cepas clásicas de la borgoña, Chardonnay y Pinot Noir.
- **Viña Maipo:** Viña Maipo proviene del Valle del Maipo, reconocido mundialmente como el área vitivinícola más prestigiosa de Chile. La viña fue fundada en 1948 y ha demostrado una gran trayectoria y crecimiento a lo largo de los años, ocupando actualmente la cuarta posición en el ranking de exportaciones de Chile.
- **Viña Palo Alto:** Viña Palo Alto nace en el año 2006 y actualmente tiene un sólido posicionamiento en el segmento de vinos de categoría Reserva, especialmente con los ensamblajes de variedades tintas.
- **Viña Canepa:** está orientada a la producción de vinos finos y a la diversidad de orígenes, satisfaciendo a un mayor número de consumidores a través de la red de venta nacional e internacional de Viña Concha y Toro.
- **Trivento Bodegas y Viñedos:** En 1996 Concha y Toro fundó Bodega Trivento en Mendoza, la principal región vitivinícola de Argentina y mundialmente reconocida por la excelente calidad de sus vinos. Trivento elabora vinos con el carácter de los vientos. Polar, Zonda y Sudestada soplan en la soleada y árida tierra mendocina dejando su impronta en sus viñedos y en sus vinos
- **Fetzer Vineyards:** En abril de 2011, Viña Concha y Toro adquirió Fetzer Vineyards, compañía pionera en prácticas sustentables, fundada en 1968 en el condado de Mendocino, California. Con esto, Concha y Toro suma la actividad productiva y comercial de esta viña ubicada en Estados Unidos.

2.2.3 Descripción de la Industria nacional

La industria vitivinícola en Chile cuenta con numerosos actores, los cuales en diferentes escalas de tamaño aportan al mercado nacional con una variedad de vinos en todos los segmentos. Es sabido que el vino es un icono nacional, conocido internacionalmente por su calidad, los cuales han hecho acreedor a Concha y Toro de numerosos premios.

En lo que refiere a los hábitos de consumo nacionales, la siguiente tabla resume su desarrollo en el periodo comprendido entre 2012 a 2015:

Cuadro 4: Variación del mercado del vino en Chile en cuanto a hábitos de consumo entre los años 2012 a 2015.

Mercado de Vino en Chile				
Detalle	2012	2013	2014	2015
Consumo (Litros per cápita)	12.3	12.3	12.7	13.4
Volumen (Millones de Litros)	213.4	216.4	226.4	240.8
Alza de Precios	18.4%	11.6%	3.7%	8.5%

Con el cuadro anterior, se destaca que el consumo per cápita por persona ha ido aumentando consistentemente en los últimos años, lo que favorece de igual forma el nacimiento de más competidores.

En cuanto a fortalezas del mercado nacional, encontramos las siguientes:

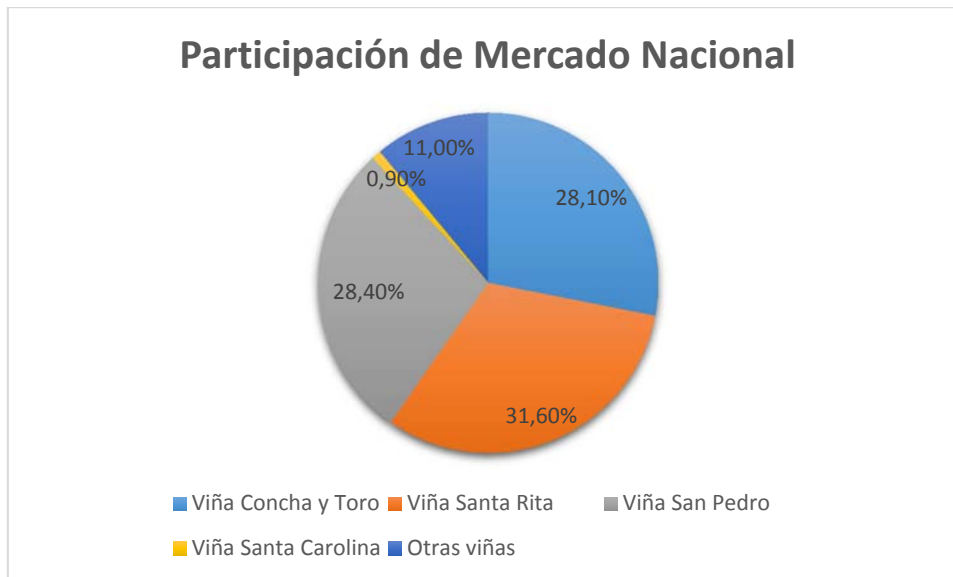
- Fortalezas:
 - Excelente calidad y consistencia de los vinos.
 - Excelente relación calidad/precio en todos los segmentos de precio.
 - Alto potencial sustentable debido a condiciones fitosanitarias y climáticas privilegiadas.
 - Características agroclimáticas excepcionales para desarrollar amplia gama de terroirs y variedades.

- Chile es socio comercial confiable; país abierto al mundo con políticas económicas y comerciales estables, con amplia red de acuerdos de libre comercio con todos sus principales socios comerciales.
- Alta diversificación de mercados de destino.
- Alta capacidad de innovación y adaptación.

2.2.3.1 Participación del mercado nacional

Según lo observado en el siguiente gráfico, Concha y Toro se encuentra en el tercer lugar de participación con un 28,10% en el mercado nacional. Esto no considera las exportaciones, ya que se explicará con más detalle en el apartado del mercado internacional.

Grafico 1: Participación de Mercado Nacional



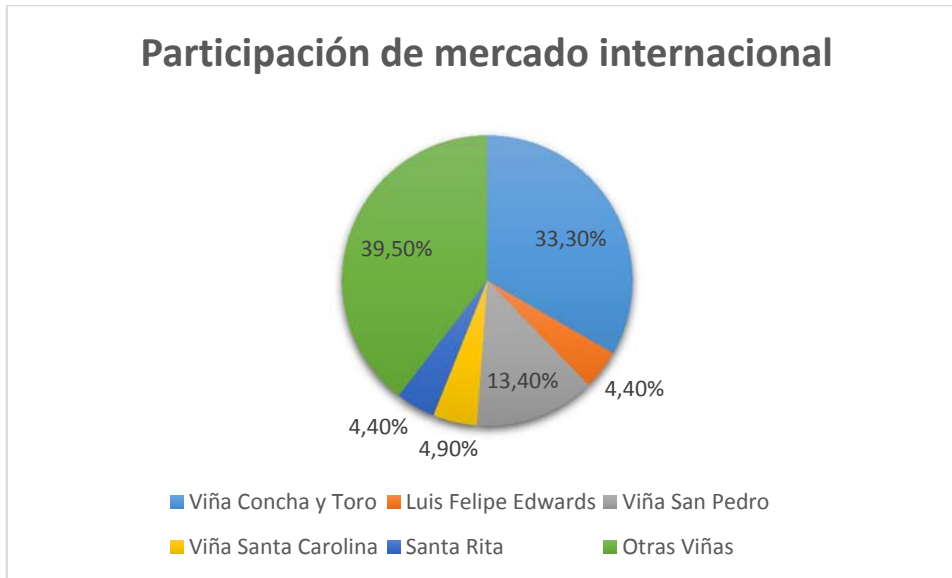
2.2.4 Descripción de la Industria Internacional

Hoy en día, el mercado del vino ha tomado mayor relevancia en las mesas de las familias de todo el mundo. El aumento promedio de consumo per cápita de vino en el mundo es de un 0,26%, del cual Chile es dueño del 0,27% del consumo mundial.

En cuanto a la producción mundial, el promedio es a la baja con un -3,5%, del cual Chile se adjudica el 4,54% del porcentaje total de producción de vinos del mundo.

En la participación en el mercado exportador, Viña Concha y Toro es el líder, contando con un 33,3% del total de exportaciones. El siguiente grafico detalla en mayor profundidad sus competidores nacionales en cuanto a exportaciones y su peso total:

Grafico 2: Participación de Mercado Internacional



2.3 Descripción del Financiamiento de la Empresa

Los estados financieros de Concha y Toro al 30 de septiembre de 2016 muestran obligaciones vigentes por deuda pública corriente por UF 522.050 y no corrientes por UF 2.750.000 lo que en total suman UF 3.272.051. A continuación, se detalla la composición del financiamiento por deuda público de la empresa:

Cuadro 5: Financiamiento de la empresa por deuda pública corriente y no corriente

Tipo de Bono	Moneda	Plazo	Serie	Amortización	Tasa efectiva	Tasa Nominal	Total en UF
Francés	UF	Corriente	J	Semestral	3.78%	3.49%	517,441
Francés	UF	Corriente	F	Semestral	2.29%	2.50%	1,991
Francés	UF	Corriente	K	Semestral	3.53%	3.30%	2,619
Francés	UF	No corriente	J	Semestral	3.78%	3.63%	750,000
Francés	UF	No corriente	F	Semestral	2.29%	2.50%	1,000,000
Francés	UF	No corriente	K	Semestral	3.53%	3.49%	1,000,000

2.4 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

2.4.1 Deuda Financiera

El siguiente cuadro presenta el resumen de la Deuda Financiera contenida en los Estados Financieros de Concha y Toro desde el 31 de Diciembre del 2012 al 30 de Septiembre del 2016 bajo norma IFRS:

Cuadro 6: Resumen Deuda Financiera

DEUDA FINANCIERA	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	sept-16
	M UF	M UF	M UF	M UF	M UF
Pasivos Corrientes					
Préstamos de entidades financieras	4.215	2.635	2.155	2.419	3.902
Obligaciones con el Público (Bonos)	138	137	27	527	522
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	125	143	211	243	142
Total Deuda Financiera Corriente	4.478	2.915	2.393	3.189	4.566
Pasivos no Corrientes					
Préstamos de entidades financieras	4.374	4.604	4.345	3.271	1.186
Obligaciones con el Público (Bonos)	2.971	2.853	3.500	3.000	2.750
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	48	39	30	21	13
Total Deuda Financiera no Corriente	7.392	7.496	7.875	6.292	3.950
Total deuda Financiera	11.871	10.411	10.268	9.481	8.515

2.4.2 Patrimonio Económico.

El siguiente cuadro presenta el resumen del Patrimonio Económico, N° Acciones y Precio de la acción al cierre de cada año contable entre el periodo comprendido desde el 31 de Diciembre del 2012 al 30 de Septiembre del 2016. Las acciones de Concha y Toro son ordinarias, de serie única y sin valor nominal, suscritas y pagado al cierre contable de cada año analizado.

Cuadro 7: Resumen Patrimonio Económico, N° Acciones y Precio de la Acción respectiva al cierre de cada periodo contable.

Patrimonio Económico	2012	2013	2014	2015	2016
N° Acciones	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982
Precio Acción	932	986	1.186	1.061	1.150
Patrimonio Economico Pesos	696.209.575.224	736.547.898.252	885.949.094.652	792.573.346.902	859.056.879.300
Patrimonio Economico UF	30.481.030	31.598.533	35.974.560	30.924.756	32.758.048
Patrimonio Economico M UF	30.481	31.599	35.975	30.925	32.758

*al 30 de Septiembre del 2016

2.4.3 Estructura de Capital Objetivo.

Se calcula la estructura de capital objetivo en base la deuda financiera y el patrimonio económico del periodo comprendido desde el 31 de Diciembre del 2012 hasta el 30 de Septiembre del 2016. Se calcula en base a lo anterior la razón de endeudamiento de la empresa, la razón de patrimonio a valor de empresa y la razón deuda a patrimonio, del cual se utiliza el promedio puesto que no existe varianza significativa entre un año y otro. El siguiente cuadro muestra el resumen de la estructura de capital objetivo:

Cuadro 8: Resumen Estructura de Capital Objetivo

	2012	2013	2014	2015	2016*	Promedio
Deuda Financiera	11.871	10.411	10.268	9.481	8.515	10.109
Patrimonio Económico	30.481	31.599	35.975	30.925	32.758	32.347
B + P	42.352	42.010	46.243	40.406	41.273	42.457

	2012	2013	2014	2015	2016*	Promedio
B/V	28,03%	24,78%	22,20%	23,46%	20,63%	23,81%
P/V	71,97%	75,22%	77,80%	76,54%	79,37%	76,19%
B/P	38,95%	32,95%	28,54%	30,66%	25,99%	31,25%

Según lo observado en el cuadro 8, el patrimonio económico constituye un 76,19% promedio del valor de la empresa versus la deuda financiera que constituye en promedio un 23,81% del valor de la empresa.

En relación a la estructura de capital objetivo de largo plazo, esta es un 31,25%, la cual es el promedio de la razón deuda financiera a patrimonio económico en un periodo comprendido desde el 1 de Enero del 2012 hasta el 30 de Septiembre del 2016.

2.5 Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa.

2.5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.

Para la estimación del beta patrimonial de la empresa se utilizaron los precios de cierre semanales al Viernes de cada semana de la acción de Concha y Toro y del IGPA, en un periodo comprendido entre el 1 Octubre del año 2010 al 30 Septiembre del año 2016. Con la serie anterior, se realizaron 5 regresiones tomando intervalos móviles de datos de 2 años, los cuales se iniciaban desde el año 2016 hasta el año 2010. Dado lo anterior, mediante el modelo de mercado se calculó el beta de la acción junto con su respectiva significancia.

De las 5 regresiones realizadas se utilizó el beta de la acción del año 2016. El siguiente cuadro presenta el resumen de la estimación del beta de la acción:

Cuadro 9: Resumen Estimación del Beta de la Acción.

	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	1,173696301	1,013614976	0,603428947	0,696584343	0,6067813
p-value (significancia)	2,70873E-14	7,39521E-11	0,000651755	0,00051016	0,0003492
Presencia Bursátil (%)	99,44%	100%	99,44%	100%	100%

Del cuadro 9, el beta que se utilizara en el cálculo del costo de capital de la empresa será el del año 2016, el cual corresponde a un 0,6067813.

2.5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa.

Para la estimación del costo de capital de Concha y Toro se supone una tasa libre de riesgo de 1,63% (BCU-30 al 29 de Septiembre de 2016) y un premio por riesgo de mercado de 8,17% para Chile. Se consideró una tasa de impuesto de 27,0%, la cual es la tasa de impuesto de largo plazo que es consistente con la estructura de capital objetiva de largo plazo. El siguiente cuadro resume los datos utilizados para la estimación del costo de capital de la empresa:

Cuadro 10: Resumen datos utilizados para el cálculo del Costo de Capital de Concha y Toro.

Datos Estimación del Costo de Capital de Concha y Toro	
Rf	1,63%
PRM	8,17%
Kb Bono Serie J	3,49%
B/P promedio	31,25%
B/P promedio 2015-2016	28,33%
Tasa de impuesto promedio 2015- 2016	21,75%
Tasa de impuesto de largo plazo	27,00%

2.5.2.1 Costo de la Deuda (k_b)

Dado que no se pudo encontrar información respecto a la última YTM registrada, se usó el bono de más largo plazo de Concha y Toro, el que corresponde al Bono BCTOR-K con fecha de vencimiento al 1 de Septiembre del 2038 en UF que se muestra en el detalle de bonos del cuadro N°5. La tasa kb corresponde a 3,49% anual.

2.5.2.2 Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda del punto 2.5.2.1, se calculó el beta de Concha y Toro el cual da como resultado 0.2277. El desarrollo es el siguiente:

$$k_b = rf + [E(Rm) - rf] * \beta_b$$

$$k_b = rf + PRM * \beta_b$$

$$3,49\% = 1,63\% + 8,17\% * \beta_b$$

$$\beta_b = 0,2277$$

Beta de la deuda	0,2277
------------------	--------

2.5.2.3 Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Se utilizó el beta de la acción calculado al 30 de Septiembre del 2016 del punto 2.5.1, el que resulta 0.6067 con un p-value de 0.0003492 y un 100% de presencia bursátil.

Beta de la accion	0.606781337
-------------------	-------------

2.5.2.4 Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

El beta patrimonial calculado al 30 de Septiembre del 2016 se desapalancó utilizando la fórmula de Rubinstein, usando la estructura de capital promedio entre el año 2015 y el año 2016 (Con datos hasta el 30 de Septiembre del 2016) del cuadro N°10, el cual da como resultado un beta patrimonial sin deuda de 0.5380. El desarrollo es el siguiente:

$$\frac{B}{P} \text{Promedio } 2015 - 2016 = 0,2833$$

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$0,6068 = \beta_p^{S/D} * [1 + (1 - 0,2175) * 0,2833] - 0,2277 * (1 - 0,2175) * 0,2833$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,5380$$

Beta Patrimonial sin Deuda	0,5380
----------------------------	--------

2.5.2.5 Beta Patrimonial Con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Para la obtención del beta patrimonial con deuda, se apalanco el beta patrimonial sin deuda obtenido en el punto 2.5.2.4 mediante la fórmula de Rubinstein con la estructura de capital promedio de largo plazo del cuadro N°10 y el impuesto de largo plazo, el cual da como resultado un beta patrimonial con deuda de 0.6088. El desarrollo es el siguiente:

$$\frac{B}{P} \text{LargoPlazo} = 0,3125$$

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,5380 * [1 + (1 - 0,27) * 0,3125] - 0,2277 * (1 - 0,27) * 0,3125$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,6088$$

Beta Patrimonial con Deuda	0,6088
----------------------------	--------

2.5.2.6 Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM, se estimó la tasa de costo patrimonial, usado el beta patrimonial con deuda del punto 2.5.2.5, el cual da como resultado un costo patrimonial del 6.60% El desarrollo es el siguiente

$$k_p = rf + [E(Rm) - rf] * \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = rf + PRM * \beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 1,63\% + 8,17\% * 0,6088$$

$$k_p = 6,60\%$$

Costo Patrimonial	6,60%
-------------------	-------

2.5.2.7 Costo de Capital (k_0)

Para el cálculo del costo de capital de Concha y Toro se utilizó el método WACC, el cual da como resultado un costo de capital de un 5,64%. El desarrollo es el siguiente:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - T_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$k_0 = 6,60\% * 0,7619 + 3,49\% * (1 - 0,27) * 0,2381$$

$$k_0 = 5,64\%$$

Costo de Capital	5,64%
------------------	-------

3. Valoración de la Empresa por Múltiplos.

3.1 Valores para la Industria.

Para el análisis de los múltiplos de la industria, se consideraron los ratios Precio/Utilidad, EV/EBITDA, EV/EBIT, Price to Book Equity, Value to Book Ratio, Price to Sales Ratio y Enterprise Value to Sales Ratio. Los ratios de las empresas de referencia son los detallados en las siguientes tablas según el año analizado:

Cuadro 36: Detalle Múltiplos de empresas de referencia al 30 de Septiembre del 2016

Nombre Empresa	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	VALUE TO BOOK RATIO	PRICE TO SALES RATIO (PS)	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)
Viñedos Emiliana S.A.	23.02	10.12	15.52	0.79	0.82	1.34	1.67
Viña San Pedro Tarapacá S.A.	14.40	9.93	11.62	1.50	1.44	2.08	2.25
Sociedad Anónima Viña Santa Rita	13.43	11.11	13.60	0.87	0.90	1.12	1.56
Viña Concha y Toro S.A.	25.02	18.02	21.00	1.69	1.48	1.81	2.27
Promedio de la industria	18.97	12.29	15.43	1.21	1.16	1.58	1.94

Cuadro 37: Detalle Múltiplos de empresas de referencia al 30 de Septiembre del 2015

Nombre Empresa	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	VALUE TO BOOK RATIO	PRICE TO SALES RATIO (PS)	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)
Viñedos Emiliana S.A.	19.19	12.02	21.44	0.87	0.89	1.61	1.87
Viña San Pedro Tarapacá S.A.	11.57	8.36	10.17	1.08	1.07	1.56	1.76
Sociedad Anónima Viña Santa Rita	18.27	13.14	18.11	0.95	0.96	1.34	1.76
Viña Concha y Toro S.A.	27.01	17.58	23.82	1.90	1.58	1.94	2.51
Promedio de la industria	19.01	12.77	18.38	1.20	1.12	1.61	1.98

Luego, a partir de los múltiplos de las empresas de referencia, se obtienen los múltiplos de la industria. El siguiente cuadro detalla los múltiplos de la industria

Cuadro 38: Detalle Múltiplos de la industria según empresas de referencias.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2015	2016	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	19,01	18,97	18,99
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12,77	12,29	12,53
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	18,38	15,43	16,91
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,20	1,21	1,21
	VALUE TO BOOK RATIO	1,12	1,16	1,14
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,61	1,58	1,60
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1,98	1,94	1,96

3.2 Indicadores para la empresa.

Utilizando información obtenida de los estados financieros de Concha y Toro a Septiembre del 2016, se obtienen los múltiplos de los correspondientes ratios analizados. La tabla a continuación detalla los indicadores financieros obtenidos al 30 de Septiembre del 2016:

Cuadro 39: Indicadores Financieros Concha y Toro al 30 de Septiembre del 2016.

MULTIPLICOS	2016 (a Septiembre)
UTILIDAD POR ACCIÓN	25,02
EBITDA (Miles de pesos)	59.843.000
EBIT(Miles de pesos)	51.358.944
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO (Miles de pesos)	859.056.879
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA (Miles de pesos)	1.078.290.813
VENTAS POR ACCIÓN (Miles de pesos)	636,203
VENTAS (Miles de pesos)	475.247.227

3.3 Valores de la empresa en base a Múltiplos de la Industria.

Utilizando los ratios de las empresas de referencia del punto 3.3.1 y los ratios de Concha y Toro del punto 3.3.2, se obtiene según corresponde en cada caso, el valor de la empresa, patrimonio y el precio de la acción en cada caso. La siguiente tabla detalla los valores de la empresa en base a múltiplos de la industria:

Cuadro 40: Valores de Concha y Toro en base a Múltiplos de la industria al 30 de Septiembre del 2016.

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa M\$	Patrimonio M\$	Precio \$
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	872,67
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	750.115.513	530.881.579	710,68
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	868.445.647	649.211.713	869,09
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	1.035.999.654	1.386,87
VALUE TO BOOK RATIO	1.232.949.726	1.013.715.792	1.357,04
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	760.087.056	1.017,51
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	929.568.711,12	710.334.777	950,91
PROMEDIO DE LOS MÚLTIPLOS			1.023,54

3.4 Análisis de resultados del Método de Múltiplos.

El precio estimado por el método de múltiplos es de \$1.023,54 por acción, si comparamos este resultado con el valor bursátil de la acción que a esta fecha es de \$1.150,00, tenemos una sobre valoración de la acción por el mercado, es decir el mercado cree que la acción tiene un valor un 12,56% más alto que el valor estimado mediante este método.

4. Conclusiones

Al utilizar valoración por el método de múltiplos, utilizando Múltiplos de Utilidad, Múltiplos de Valor Libro y Múltiplos de Ingresos, calculando un promedio de los tres tipos de múltiplos el precio de la acción es \$1.023,54 por acción, en este caso la diferencia entre el precio de mercado y el precio teórico es de -12,56%.

Considerando que el premio por riesgo de mercado de 8,17% para Chile y la tasa WACC para Concha y Toro es de 6,58% podemos deducir que Viña Cocha y Toro S.A. tiene un menor riesgo para los inversionistas que el mercado por lo que podría explicar el mayor precio pagado por la acción que los precios teóricos calculados con los diferentes métodos de valoración.

En cuanto a la estructura de financiamiento de la compañía, una relación ocho a dos entre patrimonio y deuda es una estructura bastante conservadora, generalmente esta estructura es normal para empresas productivas intensivas en uso de Activos Fijos, para Viña Concha y Toro es apropiada y en este sentido es bastante sana.

Las necesidades de Capital de Trabajo son cubiertas con el flujo de sus operaciones por lo que no vemos problemas de liquidez para la empresa.

En el mediano plazo la salida de Gran Bretaña de la zona Euro podría repercutir en los ingresos por una depreciación de la libra, aunque los mercados donde tiene participación son diversos por lo que tiene un bajo riesgo de tipo de cambio, eventualmente podría producirse una baja en las ventas en ese país,

Otro riesgo que podemos observar tiene que ver con los cambios en el clima que a principios del año 2016 le jugó una mala pasada con la lluvia justo antes de la vendimia los que afectó no sólo al sector vitivinícola sino a todos los agricultores de la zona central del país, generando grandes pérdidas.

Podemos concluir en general que Viña Concha y Toro S.A. es una empresa sana con expectativas de crecimiento estables y con riesgos bajos, esto explicaría el valor que está dispuesto a pagar el mercado por las acciones de la compañía.

Bibliografía

- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Thomson Reuters, 2015.
- Sitio Web Concha y Toro S.A.:
 - o https://www.conchaytoro.com/?lang=es_es
- Bolsa Comercio Santiago
 - o <http://www.bolsadesantiago.com/Paginas/home.aspx>
- Superintendencia de Valores y Seguros
 - o <http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>
- Wine Institute
 - o <http://www.wineinstitute.org>
- Wine Institute Chile
 - o <http://www.winesofchile.org>

Anexos.

Anexo 1

Datos Regresión Modelo de Mercado 2010-2012

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.664293051
Coefficiente de determinación R ²	0.441285258
R ² ajustado	0.43569811
Error típico	0.028007714
Observaciones	102

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.061956179	0.061956179	78.9822112	2.70873E-14
Residuos	100	0.078443206	0.000784432		
Total	101	0.140399385			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-0.000500296	0.002774646	-0.180309826	0.857274241	-0.006005114	0.005004522	-0.006005114	0.005004522
	0.0016984	1.173696301	0.132066021	8.887193663	2.70873E-14	0.911681077	1.435711524	0.911681077

Anexo 2

Datos Regresión Modelo de Mercado 2011-2013

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.591447186
Coefficiente de determinación R ²	0.349809774
R ² ajustado	0.343242196
Error típico	0.024217399
Observaciones	101

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.031237889	0.031237889	53.2631316	7.39521E-11
Residuos	99	0.058061758	0.000586482		
Total	100	0.089299647			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	3.29733E-05	0.002409728	0.013683393	0.98911011	-0.00474845	0.004814397	-0.00474845	0.004814397
	0.022162168	1.013614976	0.138886384	7.298159467	7.39521E-11	0.738034259	1.289195693	0.738034259

Anexo 3

Datos Regresión Modelo de Mercado 2012-2014

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.340169227
Coefficiente de determinación R ²	0.115715103
R ² ajustado	0.106406841
Error típico	0.026453919
Observaciones	97

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.008699644	0.008699644	12.43144015	0.000651755
Residuos	95	0.066481936	0.00069981		
Total	96	0.07518158			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>	
Intercepción	0.001949828	0.002690245	0.72477702	0.470370205	-0.003390984	0.007290639	-0.003390984	0.007290639	
	0.016121596	0.603428947	0.171145474	3.525824747	0.000651755	0.263662224	0.943195671	0.263662224	0.943195671

Anexo 4

Datos Regresión Modelo de Mercado 2013-2015

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.348101207
Coefficiente de determinación R ²	0.12117445
R ² ajustado	0.111825242
Error típico	0.027137196
Observaciones	96

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.009544785	0.009544785	12.96093215	0.00051016
Residuos	94	0.069224175	0.000736427		
Total	95	0.07876896			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>	
Intercepción	0.002354326	0.002771046	0.849616057	0.397697306	-0.003147652	0.007856303	-0.003147652	0.007856303	
	-0.008020305	0.696584343	0.193488693	3.600129462	0.00051016	0.312408008	1.080760677	0.312408008	1.080760677

Anexo 5

Datos Regresión Modelo de Mercado 2014-2016

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.355721423
Coefficiente de determinación R ²	0.12653773
R ² ajustado	0.117343391
Error típico	0.023533762
Observaciones	97

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0.007622233	0.007622233	13.76256859	0.000349246
Residuos	95	0.052614604	0.000553838		
Total	96	0.060236837			

	<i>Coefficientes</i>		<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-0.000457591		0.002390682	-0.191406018	0.848616002	-0.005203694	0.004288513	-0.005203694	0.004288513
	-0.008725968	0.606781337	0.16356202	3.709793605	0.000349246	0.282069672	0.931493002	0.282069672	0.931493002