



VALORACIÓN VIÑA CONCHA Y TORO S.A.
Por Flujo de Caja Descontado

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Gonzalo Neculmán Gómez
Profesor Guía: Marcelo Gonzalez Araya

Santiago, Enero de 2017

Dedicatoria

A mi mujer, a mi hijo, a mis padres, a mis amigos y a todos aquellos que se esfuerzan día a día para hacer un mundo mejor.

Contenidos

1.	Resumen Ejecutivo	1
2.	Metodología: Principales Métodos de Valoración	2
2.1	Modelo de descuento de dividendos	2
2.2	Método de Flujos de Caja Descontados	3
2.3	Método de múltiplos	5
3.	Descripción de la empresa y de la industria	7
3.1	Descripción de Concha y Toro	7
3.2	Descripción de la industria	8
3.2.1	Industria Nacional	8
3.2.2	Industria Internacional	11
3.3	Empresas Benchmark	13
4.	Descripción del financiamiento de la empresa	15
5.	Estimación de la estructura de capital de la empresa	19
6.	Estimación del costo patrimonial de la empresa y del costo de capital de la empresa	20
6.1	Beta de la acción y presencia bursátil	20
6.2	Costo del capital promedio ponderado	21
7.	Análisis operacional del negocio y de la industria	24
7.1	Análisis de crecimiento	24
7.1.1	Tasas de crecimiento reales para la empresa	24
7.1.2	Tasa de crecimientos reales para la industria	26
7.1.3	Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2016 a 2020	27
7.2	Análisis de los costos de la operación	29
7.2.1	Costos de operación de la empresa	29
7.2.2	Detalle de los costos de la operación	29
7.3	Análisis de las cuentas no operacionales	31
7.4	Análisis de activos	31
8.	Proyección del Estado Resultado	33
8.1	Ingresos	33
8.2	Costos y gastos	35
8.3	Otras cuentas del estado resultado	36
8.4	Proyección del estado de resultados	37

9.	Proyección de los flujos de caja libre	38
9.1	Inversión en reposición	38
9.2	Inversión en capital físico	38
9.3	Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo:	39
9.4	Exceso o déficit de capital de trabajo.....	39
9.5	Proyección del flujo de caja libre	39
10.	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	41
11.	Sensibilización de la valorización.....	41
12.	Conclusiones.....	44
13.	Bibliografía.....	45
14.	Anexos	46
14.1	Anexo 1 Filiales de Concha y Toro.....	46
14.2	Anexo 2: Tablas de Pagos	60

1. Resumen Ejecutivo

El presente documento tiene como objetivo la exposición de la valorización económica de la empresa Viña Concha y Toro S.A., a través del método de flujo de caja libre descontado, al 30 junio de 2016. La empresa es una de las principales Viñas a nivel nacional e internacional, presentando al último cierre anual ventas por US\$ 896 millones de dólares y utilidad por casi US\$ 71 millones. La compañía oferta de una gran variedad de vinos, siendo entre los más conocidos las marcas: Casillero del Diablo, Don Melchor y Trio, la compañía posee amplias zonas de viñedos a lo largo de Chile, Argentina y EEUU, exportando gran parte de su producción.

En el desarrollo del trabajo se utilizó la información pública de la compañía para la obtención de los principales elementos de determinación de su valorización, es así como gran parte de la información propia de la compañía fue obtenida de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, sin perjuicio de ello se utilizaron otras fuentes para la obtención de información de mercado de sus valores de oferta pública, tales como portales como Bloomberg y Reuters.

A lo largo del informe se encuentran análisis del comportamiento de los instrumentos de oferta pública emitidos por la empresa para la determinación de los insumos necesarios para el cálculo de sus tasas de descuento; análisis de sus resultados para la proyección de sus flujos; análisis del mercado en que se desenvuelve; y estudios de sus principales cuentas contables. Con todo lo anterior, se llegó a una proyección de los flujos de caja libre de la compañía desde el segundo semestre de 2016 hasta el año 2020, utilizando una perpetuidad sin crecimientos desde el año 2021.

Así, con todo se llegó a través de este análisis fundamental que el patrimonio de la compañía al 30 de junio de 2016 alcanzaría un valor de UF 29.486.921, lo que conlleva a un valor de la acción de \$ 1.028 a la misma fecha. Además de lo anterior se procedió a utilizar un modelo dinámico para sensibilizar los principales supuestos detrás de la proyección de flujos, llegando a un valor promedio de la acción, dado por el modelo de \$ 987, con una desviación estándar de \$ 359.

2. Metodología: 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.

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.1 Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

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.

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

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

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA1} / (\text{Kp} - g)$$

Donde DPA1 son los dividendos por acción del próximo periodo³.

2.2 Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías⁴.

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección,

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

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

comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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

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

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

2.3 Método de múltiplos

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

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

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

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

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

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 cuáles están subvalorados y cuáles 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:

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

3. Descripción de la empresa y de la industria

3.1 Descripción de Concha y Toro

Viña Concha y Toro S.A. (en adelante Concha y Toro), encuentra listada en la Bolsa de Comercio de Santiago siendo parte del IPSA durante el año 2016, la compañía es el principal productor de vinos de Latinoamérica y a nivel mundial es la quinta compañía de vino en términos de volumen comercializando (fuente: memoria empresa 2015), posee 10.800 hectáreas plantadas en Chile, Argentina y EEUU. Al último cierre anual presento ingresos por actividades ordinarias por \$ 636.194 millones, obteniendo una ganancia bruta de \$ 244.689 millones y un resultado del ejercicio de \$ 50.362 millones, lo cual representa un aumento de 15,4% nominal respecto a lo obtenido en el año anterior.

A continuación se presenta una ficha de Concha y Toro, mostrando sus principales características:

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	Viña Concha y Toro S.A.
Rut	90.227.000-0
Nemotécnico	CONCHATORO
Industria	Vitivinícola y bebestibles
Regulación	Sujeta a fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, regulaciones ambientales en la producción en Chile y en los países en donde comercializa.
Tipo de Operación	La compañía se dedica a la producción de vinos en distintos formatos y para distintos nichos, ofertando una amplia gama de productos, los cuales puede ser divididos de la siguiente forma: Vinos varietales, blends y genéricos, vinos Premium, vinos super Premium y ultra Premium. Producto de lo anterior los activos más importantes de la empresa son los viñedos agrícolas, las plantas de vinificación y las bodegas, dado que estos son la base de la capacidad productiva de la compañía ⁶ . La empresa posee terrenos en Chile, Argentina y el EEUU, los terrenos están ubicados principalmente en la zona central de Chile y en Mendoza. Además la compañía tiene tecnología de punta en el proceso de

⁶ Fuente: Clasificadora de Riesgo *Humphreys*

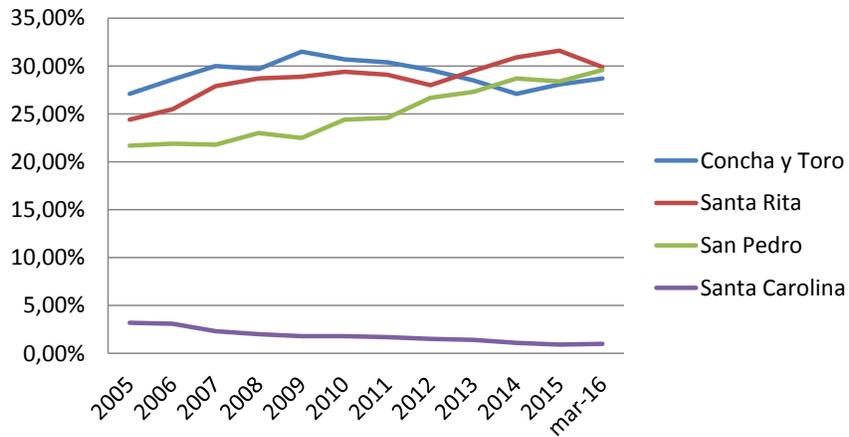
	vinificación y cuatro plantas de embotellado (siendo las más importantes las ubicadas en Pirque).			
	Los principales destinos de venta de la producción son: Europa con el 36%, Chile con el 22% y Norte América con el 18%			
Filiales	Se detallan en el anexo 1			
12 Mayores Accionistas	Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
	Banco de Chile por cta.de Terceros	95.479.397	95.479.397	12,78%
	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.	32.648.071	32.648.071	4,37%
	Banco Itau Corpbanca por cta.inv. ext.	30.532.327	30.532.327	4,09%
	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%
	The Bank of New York Segun circ. 1375 s.v.s.	18.403.780	18.403.780	2,46%
	Inversiones La Gloria Ltda.	16.500.000	16.500.000	2,21%
	Foger Soc. de Gestion Patrimonial Ltda.	15.074.960	15.074.960	2,02%

3.2 Descripción de la industria

3.2.1 Industria Nacional

El mercado nacional del vino se caracteriza por la consolidación de tres grandes Viñas (Concha y Toro, Santa Rita y San Pedro de Tarapacá), en tanto existen varias viñas de menor tamaño, las cuales se orientan principalmente a un nicho específico y a la exportación. A continuación se presenta la participación de mercado de la industria local de Concha y Toro, respecto de los principales competidores:

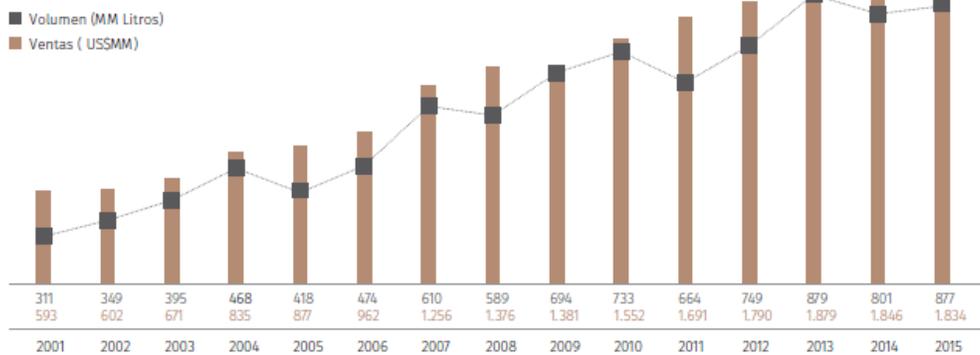
Participación de Mercado por Volumen



Cabe señalar que Chile exporta cerca del 80% de su producción de vino, el restante 20% es comercializado en el mercado doméstico, producto de ello es que los esfuerzos de las empresas se centran en obtener mercados en otras regiones donde puedan comercializar su producción. El precio promedio de las exportaciones de vino chileno está en torno a los 28 USD FOB, sin embargo las empresas buscan comercializar vinos de calidad en el exterior.

En relación a la exportación de vinos Chilenos, se puede observar una tendencia creciente en el tiempo, tal como lo muestra el siguiente gráfico:

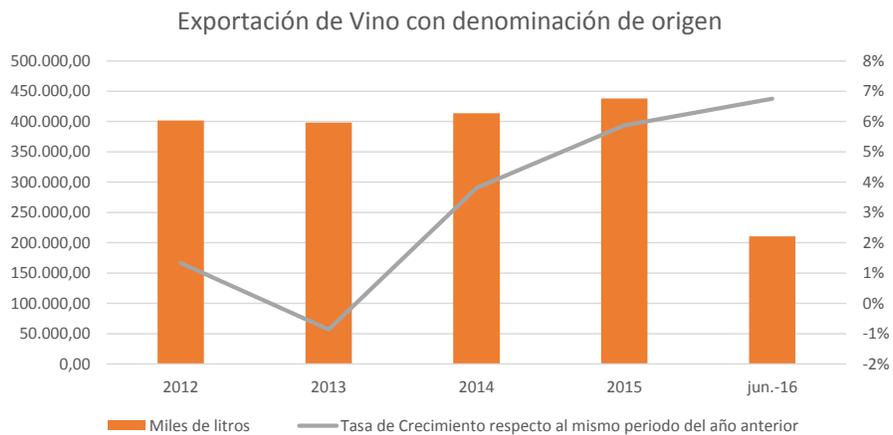
Volúmenes de exportación, Chile



Fuente: Vinos de Chile
 Nota: Volúmenes de Exportación incluye graneles

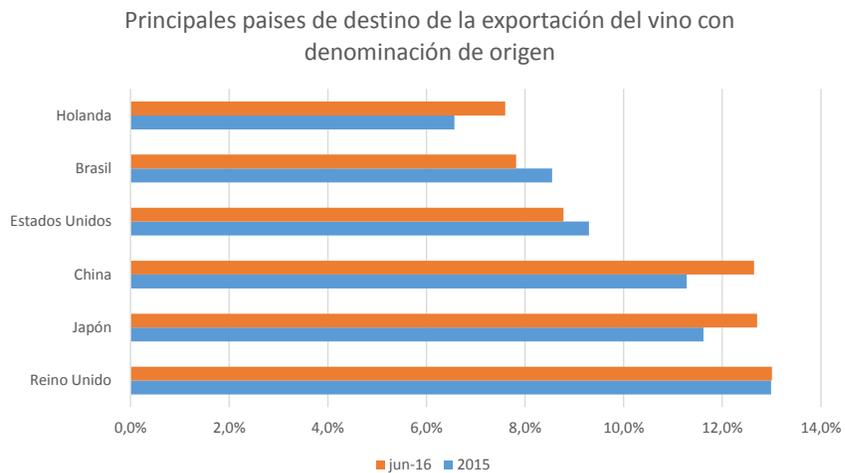
Fuente: Memoria Viña San Pedro de Tarapacá

Sin perjuicio de las grandes empresas del mercado local, existen además una amplia variedad de viñas pequeñas que trabajan principalmente como boutiques, apuntando a nichos específicos de ventas y dedicadas principalmente a la exportación de vino. En esta línea se puede observar que a nivel país la exportación de vino con denominación de origen alcanza cifras anuales en ventas de cerca de US\$ 1.400 millones de dólares y aproximadamente 440 millones de litros exportados, presentando crecimientos sostenidos en los volúmenes exportados en los dos últimos años y en el primer semestre de 2016, como se presenta en el siguiente gráfico:



Fuente: Odepa

Los principales destinos de las exportaciones son a UK, Japón y China que representan entre ellos el 38% de lo exportado, la siguiente gráfica muestra el porcentaje de exportación de vino con denominación de origen a los principales destinos del mundo, desde Chile:



Fuente: Odepa

3.2.2 Industria Internacional

Respecto del mercado internacional se puede observar que es bastante competitivo, habiendo grandes países productores como Italia, Francia, España, EEUU, Chile y Argentina. A nivel mundial los datos muestran que la superficie vitivinícola ha decrecido en los últimos años a nivel tendencial, alcanzado una superficie total de 7.534 mha, tal como lo muestra el gráfico siguiente:



Fuente: Organización Internacional del Vino (OIV)

Los países con mayor superficie de viñedo a nivel mundial son España, China, Francia, Italia y Turquía.

En relación a la producción de vino (excluidos zumos y mostos), se ha mantenido más bien constante en los últimos quince años, alcanzando una producción total estimada 274,4 millones de hL, al cierre del 2015, lo cual presenta un aumento respecto al año 2014, tal como se muestra a continuación:



Fuente: Organización Internacional del Vino (OIV)

Los mayores países productores de vino se encuentran en la Unión Europea (Italia, Francia y España), seguido por E.E.U.U., Argentina y Chile, tal como se muestra en el cuadro que sigue:

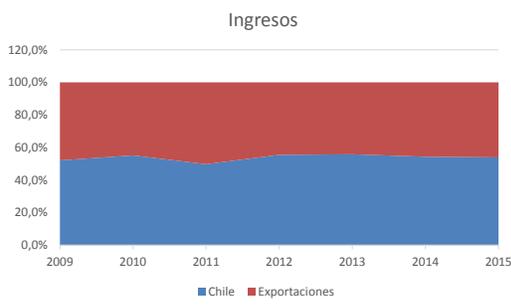
Producción de vinos (excluidos zumos y mostos)	2011	2012	2013	2014 (provisional)	2015 (previsión)	Variación en volumen 2014/2015	Variación en porcentaje2014/2015
Italia	42,8	45,6	54	44,2	49,5	5,3	12%
Francia	50,8	41,5	42,1	46,5	47,5	1	2%
España	33,4	31,1	45,3	39,5	37,2	-2,3	-6%
Estados Unidos	19,1	21,7	23,6	22	22,1	0,1	1%
Argentina	15,5	11,8	15	15,2	13,4	-1,8	-12%
Chile	10,5	12,6	12,8	10	12,9	2,8	28%
Australia	11,2	12,3	12,3	11,9	11,9	0	0%
Sudáfrica	9,7	10,6	11	11,5	11,2	-0,2	-2%
China	13,2	13,5	11,8	11,6	11	-0,6	-5%
Alemania	9,1	9	8,4	9,2	8,9	-0,3	-4%
Portugal	5,6	6,3	6,2	6,2	6,7	0,5	8%
Rusia	7	6,2	5,3	4,9	4,9	0	0%
Rumanía	4,1	3,3	5,1	3,7	3,5	-0,2	-6%
Hungría	2,8	1,8	2,6	2,6	2,9	0,3	12%
Brasil	3,5	3	2,7	2,7	2,8	0,1	2%
Grecia	2,8	3,1	3,3	2,8	2,7	-0,2	-5%
Nueva Zelanda	2,4	1,9	2,5	3,2	2,3	-0,9	-27%
Serbia	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	0	0%
Austria	2,8	2,1	2,4	2	2,3	0,3	13%
Georgia	1,1	0,8	1	1,1	1,7	0,6	0%
Moldavia	1,5	1,5	2,6	1,6	1,7	0	0%
Ucrania	3,2	2,4	2,8	1,5	1,5	0,3	13%
Bulgaria	1,2	1,4	1,8	0,7	1,5	0,8	106%
Total mundial (OIV)	267,8	258,2	288,9	268,6	274,4	5,8	2%

Fuente: Organización Internacional del Vino (OIV)

3.3 Empresas Benchmark

Se han identificado dos empresas benchmark dentro de la competencia nacional: Viña Santa Rita y Viña San Pedro de Tarapacá, las cuales se presentan de manera sucinta a continuación:

Nombre de la Empresa	Sociedad Anónima Santa Rita
Ticker o Nemotécnico	SANTA_RITA
Clase de Acción	Serie Única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	Santa Rita es una de las viñas chilenas más importantes, presentando presencia a nivel global en más de 60 países, siendo los principales destinos de las ventas EEUU, Irlanda, Canadá, Escandinavia, Brasil, Reino Unido, Japón, China, Corea y Holanda. La empresa ofrece una gran variedad de vinos a través de una amplia gama de marcas. Al cierre del año 2015, la compañía presentó \$ 636.194 millones en ingresos, obteniendo una ganancia bruta de \$ 244.688 y un resultado final de \$ 50.362 millones.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Vinos, bebestibles
Negocios en que se encuentra	El negocio de la compañía es la producción y comercialización de vino, lo cuales se venden es todo el mundo, al último cierre anual la empresa generó un EBITDA de \$ 21.776 millones, con un ingreso total de \$ 154.603 millones. Producto de la definición del negocio, los

	<p>resultados se presentan por zona geográfica, de acuerdo a última información encontrada, el ingreso dentro del territorio nacional representa el 54%, en tanto los ingresos provenientes de la exportación representan el 46%</p>  <table border="1"> <caption>Ingresos</caption> <thead> <tr> <th>Año</th> <th>Chile (%)</th> <th>Exportaciones (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2009</td><td>54,0</td><td>46,0</td></tr> <tr><td>2010</td><td>55,0</td><td>45,0</td></tr> <tr><td>2011</td><td>50,0</td><td>50,0</td></tr> <tr><td>2012</td><td>55,0</td><td>45,0</td></tr> <tr><td>2013</td><td>55,0</td><td>45,0</td></tr> <tr><td>2014</td><td>55,0</td><td>45,0</td></tr> <tr><td>2015</td><td>54,0</td><td>46,0</td></tr> </tbody> </table>	Año	Chile (%)	Exportaciones (%)	2009	54,0	46,0	2010	55,0	45,0	2011	50,0	50,0	2012	55,0	45,0	2013	55,0	45,0	2014	55,0	45,0	2015	54,0	46,0
Año	Chile (%)	Exportaciones (%)																							
2009	54,0	46,0																							
2010	55,0	45,0																							
2011	50,0	50,0																							
2012	55,0	45,0																							
2013	55,0	45,0																							
2014	55,0	45,0																							
2015	54,0	46,0																							

Nombre de la Empresa	Viña San Pedro Tarapacá S.A
Ticker o Nemotécnico	VSPT
Clase de Acción	Serie Única
Derechos de cada Clase	Acciones ordinarias
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	<p>VSPT Wine Group nace en 2008, de la fusión de dos grupos vitivinícolas chilenos, Viña San Pedro, controlado por CCU S.A. y Viña Tarapacá Ex Zavala. VSPT Wine Group tiene una larga trayectoria vitivinícola. Actualmente exporta sus productos a más de 80 países, y es el segundo grupo exportador más grande de vino chileno. En Chile es uno de los tres principales productores de la industria, liderando el mercado en venta de botella fina.</p>

	San Pedro tiene una amplia historia en el mundo vitivinícola, con más de 150 años de producción, posee operaciones en Chile y Argentina. La empresa posee 4.245 hectáreas plantadas. Al último cierre anual la empresa presentó ingresos por \$ 189.515 millones, lo cual representa un incremento de un 9,9% respecto del año anterior, con un resultado final de \$ 26.025 millones (34,8% superior al año 2014).
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Vinos, bebestibles
Negocios en que se encuentra	La empresa se encuentra en el negocio de la producción y venta de vinos, tanto para el mercado local como para la exportación, al último cierre anual el EBITDA fue de \$ 40.102 millones, lo cual es un 25,7% superior que lo presentado el en cierre del año anterior.

4. Descripción del financiamiento de la empresa

Al 30 de junio de 2016 Concha y Toro se financia principalmente a través de deuda con entidades financieras y bonos emitidos al público, respecto de estos últimos a esa fecha, la empresa poseía tres series de bonos en circulación (todos en el mercado local), los cuales son descritos en los siguientes cuadros:

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie F
Nemotécnico	BCTOR-F
Fecha de Emisión	14 de noviembre de 2012
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000

Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	5 de noviembre de 2018
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,50%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	12 cupones
Tabla de Pagos	Se detallan en el anexo 2
Periodo de Gracia	3 años de gracia
Motivo de la Emisión	Reestructuración de pasivos de corto plazo del emisor.
Clasificación de Riesgo	AA Humphreys / AA- Feller-Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	De acuerdo a la información de Bloomberg la tasa que se transó el bono el día de la colocación fue de 3,649%
Precio de venta el día de la emisión.	Descontando los flujos a la tasa del día de la colocación el precio de venta fue de UF 1.435.186, por lo cual se transó bajo la par
Valor de Mercado	De acuerdo a Bloomberg el valor de mercado el día de la emisión fue de 99,46 (bajo la par). El precio de la transacción del último día hábil en que se transó el bono en junio de 2016 fue de 102,14.

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie J
Nemotécnico	BCTOR-J

Fecha de Emisión	11 de septiembre de 2014
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01 de septiembre de 2020
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	2,50%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	12
Tabla de Pagos	Se detallan en el anexo 2
Periodo de Gracia	3 años de gracia
Motivo de la Emisión	Reestructuración de pasivos del emisor.
Clasificación de Riesgo	AA- Humphreys / AA- Feller-Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	De acuerdo a la información de Bloomberg la tasa que se transó el bono el día de la colocación fue de 2,197%
Precio de venta el día de la emisión.	Descontando los flujos a la tasa del día de la colocación el precio de venta fue de UF 1.013.424, por lo cual se transó sobre la par.
Valor de Mercado	De acuerdo a Bloomberg el valor de mercado el día de la emisión fue de 101,41 (sobre la par). El precio de la transacción del último día hábil en que se transó el bono en junio de 2016 fue de 101,63.

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie K
Nemotécnico	BCTOR-K
Fecha de Emisión	11 de Septiembre de 2014
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01 de septiembre de 2038
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	3,30%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	48
Tabla de Pagos	Se detallan en el anexo 2
Periodo de Gracia	10 años de gracia
Motivo de la Emisión	Reestructuración de pasivos del emisor.
Clasificación de Riesgo	AA- Humphreys / AA- Feller-Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	De acuerdo a la información de Sebra la tasa que se transó el bono el día de la colocación fue de 3,49%
Precio de venta el día de la emisión.	Descontando los flujos a la tasa del día de la colocación el precio de venta fue de UF 976.167, por lo cual se transó bajo la par.
Valor de Mercado	De acuerdo a Sebra el valor de mercado el día de la emisión fue de 97,6 (bajo la par). El precio de la transacción del último día hábil de

	junio de 2016 fue de 102,26.
--	------------------------------

5. Estimación de la estructura de capital de la empresa

Para realizar la estimación de la estructura de capital de la empresa, se obtuvo la deuda financiera en los cierres de los años 2012, 2013, 2014, 2015 y al cierre de junio de 2016, además del precio de la acción y el número de acciones para la estimación del patrimonio económico de la compañía, de esta forma la información extraída de las diversas fuentes se resume en los siguientes cuadros:

Deuda Financiera:

	2012	2013	2014	2015	Jun-2016
Deuda Financiera (UF) ⁷	11.698.354	10.237.832	10.026.903	9.216.780	8.315.799

Precio de la Acción:

	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015	31/03/2016	30/06/2016
Precio de la Acción (pesos)	932,59	986,45	1.186,70	1.061,50	1.165,00	1.045,10

Patrimonio Económico:

	2012	2013	2014	2015	Jun-2016
Patrimonio Económico (UF)	30.500.325	31.612.954	35.995.793	30.939.329	29.966.753

Así, con la información anterior, se obtienen los siguientes cortes y estadígrafos para la estructura de capital de Concha y Toro:

⁷ No incluye derivados

	2012	2013	2014	2015	Jun-2016	Promedio
B/V	0,28	0,24	0,22	0,23	0,22	0,24
P/V	0,72	0,76	0,78	0,77	0,78	0,76
B/P	0,38	0,32	0,28	0,30	0,28	0,31

	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. Est
B/V	0,22	0,28	0,23	0,02
P/V	0,72	0,78	0,77	0,02
B/P	0,28	0,38	0,30	0,04

De acuerdo a lo presentado, se utilizará como la estructura de capital óptima de la empresa el promedio de los cierres anuales desde 2012 y el cierre de junio de 2016 (**B/P= 0,31**), dado que se asume que la estructura promedio que presenta la empresa en el largo plazo, es el mejor estimador de la estructura de capital óptima para la compañía.

6. Estimación del costo patrimonial de la empresa y del costo de capital de la empresa

Para la estimación del costo patrimonial de la empresa, se utilizó la metodología de CAPM, para luego utilizar el método de WACC para la estimación del costo de capital. De esta forma los resultados de la estimación se presentan a continuación:

6.1 Beta de la acción y presencia bursátil

Utilizando el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_t$), se obtuvieron los betas para la acción y su p-value, para ello se utilizó la data histórica de los precios de la acción de Concha y Toro S.A. y el IGPA desde el 01 de julio de 2010 hasta el 30 de junio de 2016. Los betas fueron calculados utilizando los retornos semanales de los últimos dos años, previos a la fecha de corte. También a través de los boletines bursátiles, se obtuvo la presencia bursátil de la acción al 30 de junio de cada año. De esta forma los resultados al cierre de junio de cada año se resumen en el siguiente cuadro:

	Jun-2012	Jun-2013	Jun-2014	Jun-2015	Jun-2016
Beta de la Acción	1,28	0,99	0,62	0,82	0,64
p-value (significancia)	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,02%
Presencia Bursátil (%)	100,00%	100,00%	99,44%	100,00%	100,00%

6.2 Costo del capital promedio ponderado

Costo de la deuda: Para obtener el costo de la deuda (K_b) se utilizó la tasa de transacción al 30 de junio de 2016 de la serie de bonos más larga de la empresa (Serie K), de acuerdo a lo informado en Bloomberg, así la tasa real obtenida fue de **3,198%**.

Beta de la deuda: Utilizando el método de CAPM, se procedió a estimar el beta de la deuda, de esta forma el cálculo fue el siguiente⁸:

$$K_b = R_f + \beta_b \times (PRM^9)$$

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

$$\frac{3,198\% - 1,92\%}{8,17\%} = \beta_b$$

$$\mathbf{0,16 = \beta_b}$$

Beta de la acción: Para este cálculo se utilizó el beta calculado en el punto 6.1 del presente documento a junio de 2016, por lo tanto el beta de la acción utilizado es de **0,6431**.

Beta patrimonial sin deuda: Para obtener este beta, se procedió a desapalancar el beta de la acción con la fórmula de Rubinstein, utilizando como estructura de capital la estructura promedio del cierre de junio de

⁸ La tasa libre de riesgo y el premio por riesgo de mercado fueron proporcionados por el profesor guía

⁹ Premio por riesgo de mercado definido como $R_m - R_f$

2015 y del cierre de junio de 2016 y la tasa impositiva promedio para las empresas para los mismos periodos. Así el beta desapalancado se obtuvo de la siguiente manera:

$$\beta_P^{\frac{S}{D}} = \frac{\beta_P^{C/D} + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \times \beta_d}{(1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P})}$$

$$\beta_P^{\frac{S}{D}} = \frac{0,64 + (1 - 0,233) \times 0,3 \times 0,16}{(1 + (1 - 0,233) \times 0,3)}$$

$$\beta_P^{S/D} = 0,55$$

Beta patrimonial con deuda: Luego de haber obtenido el beta sin deuda, se procedió a apalancar el beta obtenido en el punto anterior, con la estructura de capital objetivo, la cual se estimó como el promedio de los cierres de 2,12, 2013, 2014, 2015 y junio de 2016 (B/P de 0,31). En tanto, la tasa impositiva objetivo se estimó como la tasa de largo plazo para Chile (27%). Así el cálculo se efectuó de la siguiente manera:

$$\beta_P^{C/D} = (1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P}) \times \beta_P^{\frac{S}{D}} - (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \times \beta_d$$

$$\beta_P^{C/D} = (1 + (1 - 0,27) \times 0,311) \times 0,55 - (1 - 0,27) \times 0,311 \times 0,16$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,6417$$

Costo patrimonial: El costo patrimonial se obtuvo con la fórmula de CAPM, utilizando una tasa libre de riesgo de 1,92%, un premio por riesgo de 8,17% y los demás resultados obtenidos en los puntos anteriores, de esta forma la ecuación y resultado fue el siguiente:

$$E(R_i) = R_f + PRM \times \beta_P^{C/D}$$

$$E(R_i) = 1,92\% + 8,17\% \times 0,64$$

$$E(R_i) = 7,16\% = K_p$$

Costo de capital: Finalmente el costo de capital se obtuvo a través de la formula WACC de la siguiente manera:

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

$$K_0 = 7,16\% \times 0,76 + 3,192\% \times (1 - 0,27) \times 0,24$$

$$\mathbf{K_0 = 6,02\%}$$

7. Análisis operacional del negocio y de la industria

7.1 Análisis de crecimiento

7.1.1 Tasas de crecimiento reales para la empresa

Concha y Toro presenta en las notas a los sus estados financieros apertura de sus ingresos, mostrando desglose por tipo de origen de sus ventas, así sus ingresos desde el año 2012 provienen de las siguientes fuentes:

Total Ventas (en UF)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Chile Mercado Doméstico - Vinos	2.700.130	2.455.345	2.435.569	2.539.224	1.235.065
Chile Mercados de Exportación	12.190.974	13.149.926	16.087.359	16.629.385	7.708.332
Argentina Mercado Doméstico	327.966	286.749	180.736	263.295	113.580
Argentina Mercados de Exportación	620.733	586.540	665.202	730.381	394.633
U.S.A. Mercado Doméstico	1.984.042	1.999.266	2.121.728	2.296.219	1.053.045
U.S.A. Mercados de Exportación	178.278	191.509	197.953	206.601	106.978
Total Segmento Vinos	18.002.123	18.669.336	21.688.546	22.665.104	10.611.633
Chile Mercado Doméstico - Nuevos Negocios	1.244.267	1.370.897	1.691.023	1.871.623	993.817
Otros Ingresos	378.578	364.314	306.248	286.432	118.992
Total Segmento Otros	1.622.845	1.735.211	1.997.271	2.158.056	1.112.848
Total Ventas	19.624.969	20.404.546	23.685.818	24.823.160	11.724.481

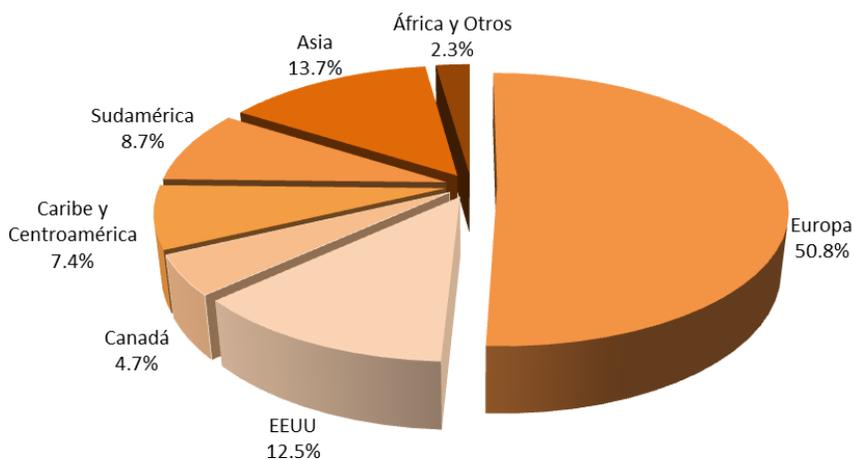
Fuente: Análisis Razonados de Concha y Toro

De cuadro anterior es posible desprender que el grueso de los ingresos de la compañía provienen de la exportación de vinos desde Chile, las cuales a junio de 2016, representaron el 66% del total de las ventas. Con lo anterior, se pueden obtener los crecimientos de Concha y Toro, en las distintas líneas de negocios en términos reales, de acuerdo al cuadro que sigue:

Crecimiento de las Total Ventas	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Chile Mercado Doméstico - Vinos	-9,07%	-0,81%	4,26%	7,10%
Chile Mercados de Exportación	7,87%	22,34%	3,37%	6,20%
Argentina Mercado Doméstico	-12,57%	-36,97%	45,68%	13,28%
Argentina Mercados de Exportación	-5,51%	13,41%	9,80%	15,31%
U.S.A. Mercado Doméstico	0,77%	6,13%	8,22%	6,46%
U.S.A. Mercados de Exportación	7,42%	3,36%	4,37%	11,27%
Total Segmento Vinos	3,71%	16,17%	4,50%	6,77%
Chile Mercado Doméstico - Nuevos Negocios	10,18%	23,35%	10,68%	12,35%
Otros Ingresos	-3,77%	-15,94%	-6,47%	-15,47%
Total Segmento Otros	6,92%	15,10%	8,05%	8,54%
Total Ventas	3,97%	16,08%	4,80%	6,93%

Fuente: Análisis Razonados de Concha y Toro

Se observa un crecimiento sostenido en las ventas totales de la empresa desde el año 2013, hasta junio de 2016, presentando un crecimiento mayor al cierre de 2014 con un aumento de sus ventas de un 16,08%, impulsado principalmente por la mayor venta de vinos la exportación de vinos desde Chile (su principal fuente de ingresos), por un tipo de cambio favorable y un mayor precio internacional del vino. Cabe señalar que al primer semestre del año 2016, la principal fuente de exportación de vinos fue hacia Europa, seguido de EEUU, lo cual se ilustra en el siguiente gráfico:



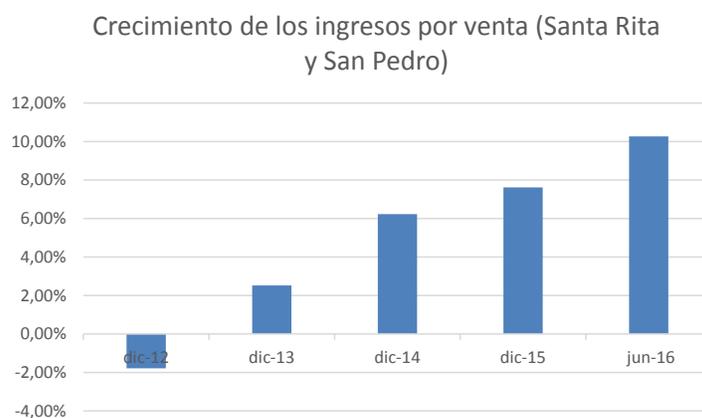
Fuente: Análisis Razonados de Concha y Toro

7.1.2 Tasa de crecimientos reales para la industria

La industria relevante del vino en Chile consta de dos grandes actores locales, además de Concha y Toro, los cuales son Viña Santa Rita y Viña San Pedro de Tarapacá, así utilizando la información de estas dos empresas es posible construir un benchmark de mercado para Concha y Toro, de esta forma desde el año 2012, las ventas de la industria (excluyendo Concha y Toro) ha presentado un aumento sostenido, con un crecimiento real promedio anual de 3,64%, teniendo solo un periodo de contracción el año 2012. Los siguientes cuadros ilustran lo descrito:

Ingresos por ventas en UF	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Santa Rita	5.459.285	4.909.312	5.213.939	5.478.757	6.032.328	2.880.517
San Pedro de Tarapacá	6.205.620	6.547.831	6.531.889	6.998.329	7.394.529	3.748.954
Suma	11.664.906	11.457.143	11.745.827	12.477.086	13.426.857	6.629.471

Crecimiento real ingresos por ventas		dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Santa Rita		-10,07%	6,21%	5,08%	10,10%	14,50%
San Pedro de Tarapacá		5,51%	-0,24%	7,14%	5,66%	7,22%
Ventas Totales		-1,78%	2,52%	6,23%	7,61%	10,26%



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros

7.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2016 a 2020

La industria desagrega la venta en términos del mercado nacional y el mercado internacional, siendo el mercado internacional el más importante por las magnitudes de ingresos que se producen a través de la exportación, de esta manera desde el año 2011, la industria local ha generado un plan estratégico que proyecta que desde aquel año, la venta interna aumentará en promedio en un 4% anual y la venta externa en un 5% promedio anual, el resumen de la proyección en términos de magnitudes se presenta en el siguiente cuadro publicado por la asociación Vinos de Chile:

Cuadro 1.						
Proyección Ventas de Vino Chileno 2020						
	2011		2020e		Crecimiento anual % promedio	
	mm litros	mm US\$	mm litros	mm US\$	mm litros	mm US\$
Mercado Internacional						
Embotellado	472,4	1.492,3	748,6	3.164,1	5%	9%
Granel	191,6	198,3	258,3	467,5	3%	3%
Subtotal Mercado Internacional	664,0	1.690,7	1.006,9	3.631,6	5%	8%
Mercado Nacional						
Embotellado	41,9	195,5	75,4	429,2	7%	9%
Masivo	183,0	315,0	235,3	409,8	3%	3%
Subtotal Mercado Nacional	224,9	510,5	310,7	839,0	4%	6%
Total	888,9	2.201,2	1.317,7	4.470,6	4%	8%

Fuente: Vinos de Chile.

Además de lo anterior, existen proyecciones de organizaciones internacionales que estiman que el mundo aumentará en su consumo de vino, desde el año 2012 en adelante, es así como la Comisión Europea (perteneciente a la Unión Europea), estima un crecimiento de 0,3% en el consumo total hasta el año 2020, tal como se ilustra en el siguiente cuadro:

	Values in thousand hectoliter			Growth rate	
	1999-2001	2009-2011	2020	2000-2010	2012-2020
Argentina	13,840	11,172	11,471	-2.1	0.2
Australia	6,108	4,369	4,622	-3.3	0.4
Brazil	3,474	3,436	4,189	-0.1	0.0
Canada	2,756	3,791	5,016	3.2	3.0
Chile	2,897	2,572	2,562	-1.2	0.3
China	10,844	15,733	22,731	3.8	3.4
Hong-Kong	91	279	408	11.8	3.6
Japan	2,839	2,904	3,373	0.2	1.1
New Zealand	714	893	1,125	2.3	1.9
Russia	5,110	12,047	15,255	9.0	2.5
South Africa	5,726	5,793	5,521	0.1	-0.2
USA	21,559	24,822	26,952	1.4	1.0
Rest of the world	18,968	25,171	26,149	2.9	1.0
World total	275,630	263,898	270,070	-0.4	0.3
Germany	20,123	19,632	21,291	-0.2	0.4
UK	9,199	11,948	14,681	2.6	1.8
Rest of the EU	151,382	119,336	104,727	-2.4	-1.2
EU	180,705	150,917	140,698	-1.8	-0.7

Fuente: Comisión Europea

Cabe señalar que el año 2015, de acuerdo a la previsión de la Organización Internacional de Vino, el aumento en el consumo de vino a nivel mundial se acercó bastante a las proyecciones realizadas por el organismo de la Unión Europea, alcanzando un aumento de 0,4% a nivel mundial, donde se destaca el crecimiento de China en términos de volumen, tal como se presenta en el siguiente cuadro:

Principales países consumidores de vino

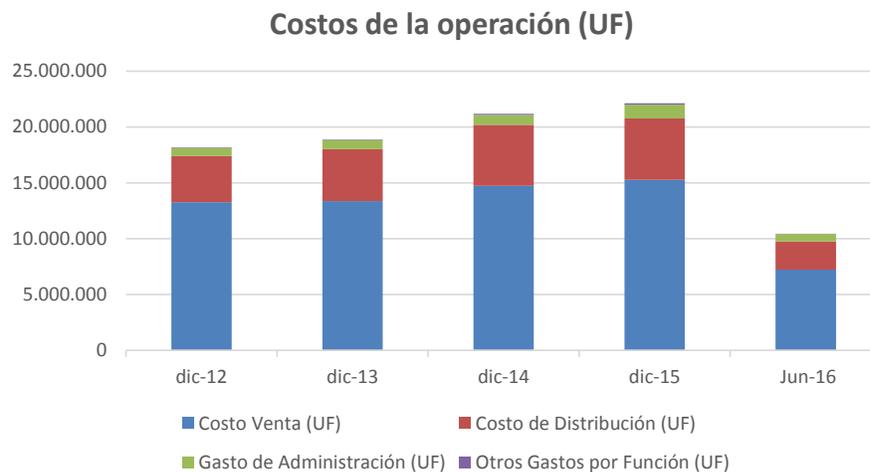
Mill. hL	2011	2012	2013	Provisional 2014	Previsión 2015	Variación 2015/2014
Estados Unidos	28,3	29,2	30,3	30,7	31,0	1,0%
Francia	28,3	28,0	27,8	27,5	27,2	-1,2%
Italia	23,1	22,6	21,8	20,4	20,5	0,3%
Alemania	19,7	20,3	20,4	20,3	20,5	1,1%
China	16,3	17,1	16,5	15,5	16,0	3,2%
Reino Unido	12,9	12,8	12,7	12,6	12,9	2,4%
Argentina	9,8	10,1	10,4	9,9	10,3	3,2%
España	10,0	9,9	9,8	9,9	10,0	1,3%
Rusia	12,2	11,3	10,4	9,6	8,9	-7,0%
Australia	5,3	5,4	5,4	5,4	5,4	-1,0%
Portugal	4,7	5,0	4,8	4,7	4,8	1,6%
Sudáfrica	3,5	3,6	3,7	4,0	4,2	7,5%
Rumanía	4,1	4,3	4,6	4,7	3,9	-17,3%
Países Bajos	3,4	3,5	3,5	3,4	3,3	-3,3%
Grecia	2,9	3,1	3,0	2,6	2,6	-1,7%
Suecia	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,0%
Austria	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	-6,5%
Hungría	2,1	2,0	1,9	2,2	2,1	-2,8%
Dinamarca	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	-2,9%
Resto del mundo	49,5	49,1	49,5	49,0	49,9	1,9%
MUNDO (1)	242,8	243,6	243,0	239,1	240,0	0,4%

Fuente: Organización internacional del Vino

7.2 Análisis de los costos de la operación

7.2.1 Costos de operación de la empresa

De acuerdo a la información pública de la compañía, la empresa presenta sus costos de operación desglosados en costo de venta, costo de distribución, gastos de administración y otros gastos por función. De estos costos y gastos, los más relevantes son los costos de ventas, que representan cerca del 70% de total de estos ítems, el siguiente gráfico muestra la evolución de estas partidas en términos reales desde el año 2012 hasta junio de 2016:



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros

7.2.2 Detalle de los costos de la operación

Si bien la compañía en sus estados de resultados presentan las partidas desglosadas de acuerdo a lo mostrado anteriormente, también en las notas a sus estados financieros estas mismas cuentas se aperturan desglosando las cuentas en costos directos, depreciaciones y amortizaciones, gastos de personal y otros gastos, así de acuerdo a lo informado por la empresa, tenemos la siguiente apertura:

Costo Venta (UF)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Costo Directo	12.166.861	12.149.245	13.421.721	13.800.440	6.409.360
Depreciaciones y amortizaciones	659.233	695.842	739.400	779.395	327.895
Gastos del Personal	289.887	338.278	472.308	599.098	416.877
Otros Gastos	148.173	175.413	90.225	96.879	61.063
Total	13.264.154	13.358.779	14.723.653	15.275.811	7.215.195

Costo de Distribución (UF)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Costo Directo					
Depreciaciones y amortizaciones	61.855	70.634	51.701	52.096	26.904
Gastos del Personal	1.109.647	1.175.113	1.272.608	1.255.757	654.763
Otros Gastos	2.957.788	3.404.870	4.137.672	4.178.768	1.859.930
Total	4.129.291	4.650.618	5.461.981	5.486.621	2.541.596

Gasto de Administración (UF)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Costo Directo					
Depreciaciones y amortizaciones	53.332	38.359	37.818	42.906	19.321
Gastos del Personal	476.562	487.761	613.183	922.858	336.179
Otros Gastos	226.367	297.857	255.208	276.425	308.383
Total	756.262	823.977	906.209	1.242.190	663.883

Otros Gastos por Función (UF)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Costo Directo					
Depreciaciones y amortizaciones					
Gastos del Personal					
Otros Gastos	49.221	47.468	80.402	113.056	33.813
Total	49.221	47.468	80.402	113.056	33.813

Total (UF)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Costo Directo	12.166.861	12.149.245	13.421.721	13.800.440	6.409.360
Depreciaciones y amortizaciones	774.421	804.836	828.919	874.397	374.119
Gastos del Personal	1.876.096	2.001.153	2.358.099	2.777.713	1.407.819
Otros Gastos	3.381.548	3.925.608	4.563.507	4.665.128	2.263.188
Total	18.198.927	18.880.841	21.172.245	22.117.678	10.454.486

En general se estima que la mayor parte de estos costos y gastos son variables a las ventas.

7.3 Análisis de las cuentas no operacionales

Concha y Toro presenta en sus cuentas de resultado fuera de la operación las siguientes: Ingresos financieros, costos financieros, participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, diferencia de cambio y resultados por unidades de reajuste, de esta forma y de acuerdo a la información publicada por la empresa a través de sus estados financieros se tiene el siguiente análisis:

Ingresos Financieros: Corresponden a ingresos financieros y otros ingresos financieros, estos tienen carácter de recurrentes en el estado resultado, con algo de volatilidad den sus resultados anuales.

Costos Financieros: Corresponde al devengo de intereses de los préstamos con entidades financieras, bonos y derivados de cobertura y no cobertura. Son recurrentes en los resultados presentados por la empresa y con baja volatilidad.

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: Corresponde a la ganancia o pérdida presentada por la empresa por participaciones en otras sociedades, son recurrentes producto que la participación es constante en algunas de esas sociedades, sin embargo poseen una alta volatilidad de sus resultados.

Diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste: Son cuentas de ajuste al resultado por variaciones en monedas, que se dan de forma recurrente en el resultado.

7.4 Análisis de activos

A continuación se presenta un cuadro con el análisis de los activos que presenta la empresa a junio de 2016, mostrando la clasificación entre operacional y no operacional, con la explicación de cada uno:

Activos		Operacional	No Operacional	Explicación
Activos corrientes	Jun 2016 (M\$)			
Efectivo y equivalentes al efectivo	58.876.331		X	La caja y sus equivalentes no son activos necesarios para que la empresa opere. En esta cuenta se contabiliza todos los saldos líquidos con que cierra la empresa
Otros activos financieros corrientes	12.078.147		X	La empresa no está inserta en la industria financiera, por lo cual los activos financieros no forman parte de su operación. A junio de 2016 en esta cuenta se aglutinan los valores negociables y el saldo activo de los derivados de cobertura
Otros activos no financieros corrientes	7.678.602	X		Corresponden a gastos pagados por anticipado, seguros, publicidad anticipada, arriendos pagados por anticipados. Dado que son utilizados para la operación normal de la empresa se cataloga como operativo
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	134.361.521	X		Producto de que una parte de la venta se vende a plazo, los deudores comerciales son activos que se crean producto de la venta normal, por lo cual son parte de la operación
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	8.717.264	X		Corresponden a activos que se producen por transacciones con empresas relacionadas a los socios y/o directivos, principalmente por ventas, por lo cual son activos que provienen de la operación normal del negocio
Inventarios corrientes	192.199.415	X		El inventario es la materia prima con la cual se produce el vino y sus derivados, por lo cual es un activo esencial de la operación
Activos biológicos corrientes	14.497.073	X		Estos activos son parte del inventario para la producción de vino, por tanto es un activo operativo
Activos por impuestos corrientes, corrientes	17.774.938		X	Son activos que se producen por créditos de impuesto que no son usados para la operación. Corresponde a provisiones, depreciaciones, obligaciones con el personal, ingresos tributarios y pérdidas fiscales
Activos corrientes totales	446.183.291			
Activos no corrientes				
Otros activos financieros no corrientes	9.493.563		X	La empresa no está inserta en la industria financiera, por lo cual los activos financieros no forman parte de su operación. A junio de 2016 en esta cuenta se aglutinan los valores negociables y el saldo activo de los derivados de cobertura
Otros activos no financieros no corrientes	2.737.005	X		Corresponden a gastos pagados por anticipado, seguros, publicidad anticipada, arriendos pagados por anticipados. Dado que son utilizados para la operación normal de la empresa se cataloga como operativo
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	15.477.570		X	Son inversiones en otras sociedades, si bien algunas de estas sociedades están en la misma industria, estas empresas no son necesariamente esenciales para la producción de Concha y Toro
Activos intangibles distintos de la plusvalía	28.803.498	X		Corresponde a marcas, derechos de agua, patentes, derechos de servidumbre, programas informáticos, entre otros. Son activos que son necesarios para la operación del negocio
Plusvalía	20.871.234		X	Corresponde a la adquisición de Fetzer Vineyards y a la diferencia de conversión de moneda extranjera, producto que es un activo generado por diferencias de valorización, no es catalogado como operativo, sin embargo como su valor de realización es difícil de determinar, no se cataloga como prescindible para efectos de la valorización

Propiedades, planta y equipo	257.672.949	X		En esta cuenta se contabilizan los terrenos, las máquinas, vehículos, plantaciones y otros activos fijos que son utilizados para producir vino, por lo cual no de la operación
Activos biológicos no corrientes	64.537.068	X		Estos activos son parte del inventario para la producción de vino, por tanto es un activo operativo
Activos por impuestos diferidos	8.892.435		X	Son activos que se producen por créditos de impuesto que no son usados para la operación. Corresponde a provisiones, depreciaciones, obligaciones con el personal, ingresos tributarios y pérdidas fiscales
Total de activos no corrientes	408.485.322			
Total de activos	854.668.613			

8. Proyección del Estado Resultado

Se proyectó el estado de resultados de Concha y Toro desde el año 2016 a diciembre de 2020, para ello se utilizaron los siguientes supuestos:

8.1 Ingresos

Para proyectar los ingresos, se estudiaron los crecimientos históricos de la empresa en los últimos años, los ingresos y crecimientos de la industria y las proyecciones que existen en el mercado, para ello se utilizó la apertura que presenta la empresa de sus ingresos por línea de negocios, de acuerdo a lo mostrado en la sección 7.1.1 del presente documento. Así se procedió a estimar crecimientos por cada línea del negocio, sin embargo es importante hacer notar que evidentemente no todas las líneas de negocios de la empresa tienen la misma importancia, por lo cual los supuestos utilizados para cada línea varían dependiendo de su importancia relativa, para contextualizar esto el siguiente cuadro presenta la importancia relativa de los ingresos por línea de negocio para el último cierre anual.

Apertura de ingresos	UF	Importancia relativa
Ingresos de actividades ordinarias	24.823.160	100,0%
Chile Mercado Doméstico - Vinos	2.539.224	10,2%
Chile Mercados de Exportación	16.629.385	67,0%
Argentina Mercado Doméstico	263.295	1,1%
Argentina Mercados de Exportación	730.381	2,9%
U.S.A. Mercado Doméstico	2.296.219	9,3%
U.S.A. Mercados de Exportación	206.601	0,8%
Total Segmento Vinos	22.665.104	91,3%
Chile Mercado Doméstico - Nuevos Negocios	1.871.623	7,5%
Otros Ingresos	286.432	1,2%
Total Segmento Otros	2.158.056	8,7%

Así de acuerdo a lo anterior, el método ocupado fue estimar una tasa de crecimiento constante de los ingresos desde el año 2016 hasta el 2020 y para la perpetuidad, para ello se calcularon las tasas de crecimiento real por línea de negocio de la empresa para los últimos tres años, también se calculó una elasticidad de los crecimientos por línea de negocio respecto del crecimiento del PIB de Chile y del crecimiento del PIB mundial, y se calculó la elasticidad promedio de los últimos años, respecto a este análisis se dejó fuera el crecimiento fuera de lo normal del año 2014 para usar un criterio conservador en las proyecciones. Con estos datos y utilizando una tasa de crecimiento esperada el PIB Chile para los próximos años de 3% y de 2,5% para el mundo, se estimó una tasa de crecimiento para las distintas líneas de negocios, producto de la elasticidad. Para la proyección del crecimiento de los ingresos totales se promediaron las tasas de crecimientos dadas por el análisis de las elasticidades y por la mediana de los crecimientos presentados por la empresa en los últimos años. Con el análisis anterior, se llegó a una estimación de las tasas de crecimiento para el modelo, las cuales fueron contrastadas con lo que la industria espera para los próximos años, llegando a la conclusión que los crecimientos para Concha y Toro son un poco mayores a lo estimado como mercado, lo cual es explicado principalmente por su posición dominante de mercado y el desarrollo de mercados por parte de la empresa. Sin perjuicio del método anterior, se hizo la excepción de crecimientos cero para el mercado doméstico de vino, producto que el análisis estándar mencionado llegaba a crecimientos levemente negativos y para otros ingresos, por idéntico motivo, lo anterior para ser consistente con lo que se espera como mínimo para el mercado, así las tasas de crecimiento utilizadas por línea de negocio es la siguiente:

Crecimiento de las Total Ventas (en UF)	Crecimiento para modelo
Chile Mercado Doméstico - Vinos	0,0%
Chile Mercados de Exportación ^(1)	6,8%
Argentina Mercado Doméstico	1,9%
Argentina Mercados de Exportación ^(2)	5,9%
U.S.A. Mercado Doméstico	5,3%
U.S.A. Mercados de Exportación ^(2)	5,2%
Chile Mercado Doméstico - Nuevos Negocios	10,7%
Otros Ingresos	0,0%

8.2 Costos y gastos

Para la compañía la partida más importante de los costos y gastos corresponde al costo de venta, el cual viene dado principalmente por los insumos para la producción de vino, como el costo de la producción de vino (una, vendimias), costo de embotellado y la compra de insumos químicos. En este punto es importante hacer notar que parte de la producción de uva es comprada a terceros, por lo cual el precio puede estar afectado por razones de mercado y climáticas, lo cual hace variable este costo, lo que no siempre puede ser traspasado a precio; sin perjuicio de lo anterior la empresa ha logrado bajar la relación de costo sobre ingresos en los últimos años, pasando de 67,2% en diciembre de 2012 a 61,5% a diciembre de 2015 (manteniendo una razón en torno al 62% en 2014, 2015 y junio de 2016). Por lo explicado anteriormente es que se estima que el costo de venta está directamente relacionado con la venta y es variable a ésta.

Por su parte del costo de distribución también se estima variable a la venta, sin embargo su cuantía es mucho menor que el costo directo, presentando una relación respecto del ingreso de alrededor de 22%. En tanto el gasto de administración se estima también variable a la venta, producto de la adecuación que puede hacer la empresa en ella en relación a aumentos o disminuciones de su producción.

De acuerdo a lo anterior es que se estimaron los costos y gastos como razón del ingreso, respecto del promedio de los últimos tres años y junio de 2016, siguiendo este análisis las relaciones ocupadas para la proyección fueron las siguientes:

Costo sobre ingresos ¹⁰	Promedio
Costo por venta	
Costo Directo	55,6%
Gastos del Personal	2,7%
Otros Gastos	0,4%
Costo de Distribución	
Gastos del Personal	5,3%
Otros Gastos	16,7%
Gastos de Administración	
Gastos del Personal	3,1%
Otros Gastos	1,6%

8.3 Otras cuentas del estado resultado

Otros ingresos y gastos no operacionales: Se dejaron fijos en relación al último cierre anual presentado por la empresa (diciembre de 2015).

Gasto en depreciación y amortización de intangibles: Se estimaron en relación a la proporción que representaban históricamente del activo fijo, así el ratio se estableció en un 6,61%, de acuerdo al siguiente análisis:

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	Promedio 4 periodos
Depreciación y Amortización sobre Activo Fijo	6,86%	7,17%	5,97%	6,44%	6,61%

Ingresos Financieros: Se dejó estable para todo el periodo de proyección de acuerdo a lo presentado en el último cierre anual de la empresa.

Costos Financieros: Se dejó el costo estable para todo el periodo de proyección, de acuerdo a lo presentado en el último cierre anual de la empresa, cifra que es muy cercana al costo financiero promedio de los últimos años.

¹⁰ No incluye gasto en depreciación y amortización

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: Se dejó estable para todo el periodo de proyección de acuerdo a lo presentado en el último cierre anual de la empresa.

Diferencias de cambio: Se dejó estable para todo el periodo de proyección de acuerdo a lo presentado en el último cierre anual de la empresa.

8.4 Proyección del estado de resultados

Así, con todo lo anterior el estado de resultados proyectado es el siguiente:

UF	Segundo semestre de 2016	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	Perp
Ingresos de actividades ordinarias	14.613.985	26.338.428	27.962.100	29.702.257	31.567.607	33.567.543	35.712.199
Chile Mercado Doméstico - Vinos	1.304.159	2.539.224	2.539.224	2.539.224	2.539.224	2.539.224	2.539.224
Chile Mercados de Exportación	10.055.812	17.764.143	18.976.336	20.271.246	21.654.519	23.132.183	24.710.681
Argentina Mercado Doméstico	154.620	268.200	273.198	278.288	283.473	288.755	294.136
Argentina Mercados de Exportación	378.945	773.578	819.329	867.787	919.110	973.469	1.031.043
U.S.A. Mercado Doméstico	1.365.298	2.418.343	2.546.963	2.682.423	2.825.088	2.975.341	3.133.584
U.S.A. Mercados de Exportación	110.386	217.364	228.688	240.601	253.135	266.322	280.197
Total Segmento Vinos	13.369.220	23.980.853	25.383.738	26.879.570	28.474.550	30.175.295	31.988.864
Chile Mercado Doméstico - Nuevos Negocios	1.077.325	2.071.142	2.291.930	2.536.255	2.806.625	3.105.816	3.436.903
Otros Ingresos	167.440	286.432	286.432	286.432	286.432	286.432	286.432
Total Segmento Otros	1.244.765	2.357.574	2.578.362	2.822.687	3.093.057	3.392.249	3.723.335
Costo por venta	-9.127.756	-16.342.951	-17.350.437	-18.430.201	-19.587.648	-20.828.605	-22.159.360
Costo Directo	-8.245.967	-14.655.327	-15.558.777	-16.527.042	-17.564.967	-18.677.779	-19.871.117
Depreciaciones y amortizaciones (% del total)	-547.175	-875.070	-929.015	-986.831	-1.048.805	-1.115.251	-1.186.505
Gastos del Personal	-282.244	-699.121	-742.219	-788.410	-837.923	-891.009	-947.936
Otros Gastos	-52.369	-113.432	-120.424	-127.919	-135.952	-144.565	-153.802
Ganancia Bruta	5.486.229	9.995.477	10.611.664	11.272.056	11.979.959	12.738.939	13.552.839
Otros Ingresos	32.849	65.698	65.698	65.698	65.698	65.698	65.698
Costo de Distribución	-3.327.419	-5.869.015	-6.230.820	-6.618.580	-7.034.238	-7.479.885	-7.957.781
Depreciaciones y amortizaciones (% del total)	-31.588	-58.491	-62.097	-65.962	-70.104	-74.546	-79.308
Gastos del Personal	-751.381	-1.406.143	-1.492.827	-1.585.730	-1.685.316	-1.792.088	-1.906.586
Otros Gastos	-2.544.451	-4.404.380	-4.675.895	-4.966.889	-5.278.817	-5.613.252	-5.971.887

Gastos de Administración	-612.994	-1.276.876	-1.355.591	-1.439.953	-1.530.385	-1.627.341	-1.731.313
Depreciaciones y amortizaciones (% del total)	-28.853	-48.173	-51.143	-54.326	-57.738	-61.396	-65.318
Gastos del Personal	-469.239	-805.418	-855.069	-908.283	-965.324	-1.026.481	-1.092.064
Otros Gastos	-114.902	-423.285	-449.379	-477.345	-507.323	-539.464	-573.930
Otros Gastos por Función	-79.243	-113.056	-113.056	-113.056	-113.056	-113.056	-113.056
Otras ganancias (pérdidas)							
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	1.466.574	2.736.530	2.912.197	3.100.467	3.302.281	3.518.657	3.750.690
Ingresos financieros	3.254	24.255	24.255	24.255	24.255	24.255	24.255
Costos financieros	-208.374	-391.541	-391.541	-391.541	-391.541	-391.541	-391.541
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	202.677	207.761	207.761	207.761	207.761	207.761	207.761
Diferencias de cambio	56.671	31.077	31.077	31.077	31.077	31.077	31.077
Resultados por unidades de reajuste	-35.575	-33.143	-33.143	-33.143	-33.143	-33.143	-33.143
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	1.485.228	2.574.939	2.750.606	2.938.876	3.140.690	3.357.066	3.589.099
Gasto por impuestos a las ganancias	-356.455	-617.985	-694.528	-793.497	-847.986	-906.408	-969.057
Ganancia (pérdida)	1.128.773	1.956.954	2.056.078	2.145.380	2.292.704	2.450.658	2.620.042

9. Proyección de los flujos de caja libre

Para la proyección del flujo de caja libre se utilizaron los siguientes supuestos:

9.1 Inversión en reposición

La inversión en reposición se estableció igual al gasto en depreciación y amortización estimado para cada periodo, si bien se determinó el ratio de inversiones permanentes sobre gasto en depreciación, el elevado ratio llevó a la conclusión que no era la mejor estimación para la compañía, producto del periodo de elevadas inversiones que presentó la empresa.

9.2 Inversión en capital físico

Para estimar este monto se proyectó la inversión total en el balance para los próximos periodos, para realizar esta proyección se procedió a calcular la razón entre las inversiones contabilizadas en los balances de los últimos años y el ingreso del cierre del año, así se obtuvo una razón promedio para los

últimos cuatro cierres anuales, la cual fue utilizada para estimar la inversión proyectada en los próximos años en relación al ingreso estimado (ratio de 56%). Con lo anterior, en base a las diferencias de un año a otro, se estimó la necesidad inversión en capital físico. El análisis para estimar el ratio se resume en el siguiente cuadro:

UF	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	Promedio 4 periodos
Propiedades, planta y equipo	11.281.282	11.219.231	13.877.322	13.569.057	
Ingresos de actividades ordinarias	19.725.471	20.404.602	23.685.820	24.823.124	
Activos fijos / Ingresos	57%	55%	59%	55%	56%

9.3 Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo:

La estimación de esta inversión se realizó calculando el capital de trabajo neto de los últimos cuatro cierres anuales (CTON) en relación al ingreso, de esta manera con ese ratio estimado (51%) se procedió a calcular la necesidad de capital de trabajo para los próximos periodos producto del crecimiento de las ventas estimadas, los cálculos involucrados para llegar al ratio, se presentan en el cuadro que sigue:

UF	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	Promedio 4 periodos
CTON	10.352.591	11.982.206	11.216.296	11.577.368	
Ingresos de actividades ordinarias	19.725.471	20.404.602	23.685.820	24.823.124	
CTON / Ingresos	52%	59%	47%	47%	51%

9.4 Exceso o déficit de capital de trabajo

De acuerdo a lo estimado para el cierre de 2016 de necesidad de capital de trabajo neto (UF 13.495.475) y el CTON a junio de 2016 (UF 11.093.707), se estima que existe un déficit de capital de trabajo de UF - 2.401.768.

9.5 Proyección del flujo de caja libre

De esta manera y de acuerdo a lo anterior, la proyección del flujo de caja libre es el siguiente:

UF	Segundo semestre de 2016	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	Perp
Ganancia (pérdida)	1.128.773	1.956.954	2.056.078	2.145.380	2.292.704	2.450.658	2.620.042
Depreciación de Activo Fijo y Amortización de Activos Intangibles	607.616	981.735	1.042.256	1.107.118	1.176.647	1.251.192	1.331.132
Otros ingresos, por función (después de Impuestos)	-24.965	-49.931	-49.110	-47.960	-47.960	-47.960	-47.960
Otros gastos, por función (después de Impuestos)	60.225	85.922	84.509	82.531	82.531	82.531	82.531
Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos financieros (después de Impuestos)	-2.473	-18.434	-18.131	-17.706	-17.706	-17.706	-17.706
Costos financieros (después de Impuestos)	158.364	297.571	292.677	285.825	285.825	285.825	285.825
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)	-154.035	-157.898	-155.301	-151.665	-151.665	-151.665	-151.665
Diferencias de cambio	-56.671	-31.077	-31.077	-31.077	-31.077	-31.077	-31.077
Resultados por unidades de reajuste	35.575	33.143	33.143	33.143	33.143	33.143	33.143
FLUJO DE CAJA BRUTO	1.752.408	3.097.986	3.255.044	3.405.588	3.622.441	3.854.941	4.104.264

Inversión en reposición	-607.616	-981.735	-1.042.256	-1.107.118	-1.176.647	-1.251.192	-1.331.132
Inversión en capital físico	-735.105	-	-915.051	-980.697	-1.051.253	-1.127.101	
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-480.444	-832.945	-892.702	-956.926	-1.025.969	-1.100.210	

Flujo de caja libre	-70.757	8.854	405.036	360.846	368.572	376.437	2.773.132
Valor terminal		N/C				46.090.542	
Flujo de caja libre + valor terminal	-70.757	8.854	405.036	360.846	368.572	46.466.979	
Flujo descontado¹¹	-68.720	N/C¹²	371.050	311.807	300.409	35.723.999	

¹¹ El primer periodo se eleva a 0,5, el segundo a 1,5, el tercero a 2,5, el cuarto a 3,5 y el quinto a 1,5 para determinar el cálculo del valor presente

¹² No se considera para el cálculo del valor presente de la valorización es solo referencial

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

De acuerdo a lo calculado en el punto 9 del presente informe, la valorización de Concha y Toro arroja los siguientes resultados:

CCPP (WACC)	6,02%
-------------	-------

Valor de los activos operacionales (UF)	36.638.545
Déficit de CTON	-2.417.929
Valor de los activos prescindibles	3.582.103
Valor total de los activos	37.802.719
Deuda financiera (junio de 2016)	-8.315.799
Valor del patrimonio	29.486.921

N° de acciones	747.005.982
Precio de la acción (UF)	0,04
precio de la acción en pesos	1.028

Precio de la acción al 30 de junio de 2016 (mercado)	1.045
--	-------

Diferencia respecto al mercado: -2%

11. Sensibilización de la valorización

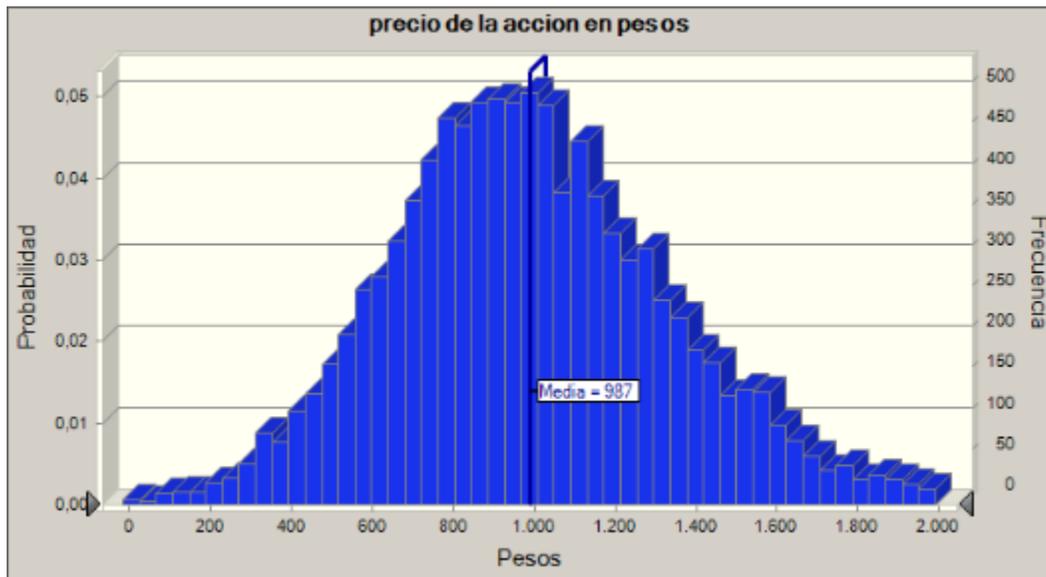
Utilizando una simulación dinámica con el modelo montecarlos a través del software Cristal Ball, se desarrolló una modelación de los resultados para sensibilizar la valorización y obtener un rango de resultados, sensibilizando los dos elementos fundamentales de la valorización, el crecimiento de los ingresos y la relación de costos y gastos en relación al ingreso. De esta manera el modelo utiliza los siguientes supuestos:

Ingresos: Se utiliza una distribución normal para la estimación de los crecimientos de los ingresos históricos de la empresa, de esta manera se modela como promedio de la distribución la mediana de los crecimientos históricos de los últimos tres cierres anuales y como desviación estándar, la desviación estándar de los crecimientos para el mismo periodo. Por su parte la elasticidad del crecimiento se modela también con una distribución normal, utilizando la elasticidad promedio de los últimos tres años y como

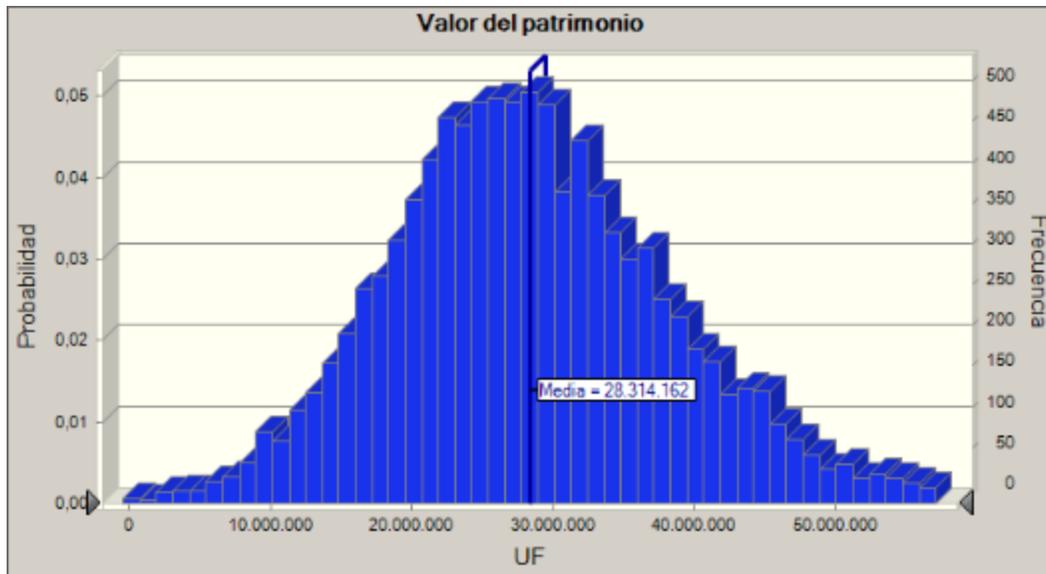
desviación estándar, la desviación estándar de la elasticidad presentada en el mismo periodo. Con lo anterior, se estima el crecimiento para la proyección.

Costos y Gastos: Se utiliza una distribución normal para la modelación de los costos y gastos, en relación al ingreso, con media igual al promedio de las relaciones promedio de los últimos tres cierres anuales y junio de 2016 y como desviación estándar, la desviación estándar del mismo periodo.

Los demás elementos de la valorización quedan estables, así los resultados son los siguientes:



Estadísticas	Valores pronosticados
Iteraciones	10.000
Caso base	1.028
Media	987
Mediana	963
Moda	---
Desviación estándar	359
Varianza	128.561
Asimetría	0,4745
Curtosis	4,00
Coficiente de variabilidad	0,3631
Mínimo	-363
Máximo	3.024
Rango	3.387
Error estándar de la media	4



Estadísticas	Valores pronosticados
Iteraciones	10.000
Caso Base	29.486.921
Media	28.314.162
Mediana	27.607.098
Moda	---
Desviación estándar	10.281.039
Varianza	105.699.757.892.893
Asimetría	0,4745
Curtosis	4,00
Coefficiente de variabilidad	0,3631
Mínimo	-10.400.138
Máximo	86.709.003
Rango	97.109.141
Error estándar de la media	102.810

12. Conclusiones

Viña Concha y Toro es una de las principales productoras y comercializadoras de vino a nivel local, teniendo la comercialización de importantes marcas de vinos a nivel local e internacional, dentro de la industria local se pueden observar otros dos grandes actores, sin embargo a nivel mundial existen una gran variedad de empresas productoras y comercializadoras de vino, con la predominancia de algunos países respecto a la capacidad productiva de vino, estando los tres países principales en Europa; sin perjuicio de lo anterior, Chile tiene un lugar importante en la producción, lo cual le aporta a las viñas locales una imagen de país productor de vino, lo cual puede ser traspasado a precios a través de marcas de mayor calidad.

El proceso de valorización se centró en el método del flujo de caja libre descontado, para ello a través de las fórmulas de CAPM y WACC se estimaron las tasas de descuento patrimonial y de los activos, siendo estas, de acuerdo a la información obtenida, de 7,16% y 6,02% respectivamente en términos reales.

La proyección de estado resultado, fue uno de los elementos principales de la valorización, para lo cual se procedió a estimar un crecimiento proyectado del ingreso, por línea de negocio, y se estimaron las relaciones que deberían seguir los costos y gastos de la compañía, con ello y las estimaciones de las cuentas no operacionales se estimó el estado de resultados hasta el año 2020 y la perpetuidad a partir del año 2021. Con lo anterior, se hicieron los ajustes necesarios para llegar al flujo de caja bruto y posteriormente al flujo de caja libre, descontando las inversiones de la compañía (Capex e inversión en capital de trabajo).

Así, con todo lo anterior se llegó a que el valor patrimonial de Concha y Toro al 30 de junio de 2016 se estimó en UF 29.486.921, lo que conlleva a que el valor de la acción en ese mismo cierre debería ser de \$ 1.028, lo cual es un 2% menor al precio de mercado de la acción a la misma fecha. Esta diferencia se da en parte por la volatilidad de mercado del precio de la acción, así como también por los supuestos elegidos para la proyección.

13. Bibliografía

- Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
- Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
- Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
- Memoria 2015 Viña Concha y Toro.
- Memoria 2015 Santa Rita.
- Prospecto Bonos Serie I, J y K, de Viña Concha y Toro.
- Prospecto Serie F, G y H, de Viña Concha y Toro.
- Aspectos de la coyuntura mundial, abril 2016, documento de la Organización Mundial del Vino.
- Medium term projections for the world wine market 2012-2020, document de la comisión europea.
- Kym Anderson and Glyn Wittwer, Modeling Global Wine Markets to 2018: Exchange Rates, Taste Changes, and China’s Import Growth.

14. Anexos

14.1 Anexo 1 Filiales de Concha y Toro¹³

Nombre: INVERSIONES CONCHA Y TORO SpA

Rut: 96.921.850-K

Dirección: Virginia Subercaseaux 210, Pirque, Santiago

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$14.606.199

Objeto social: La inversión en toda clase de bienes corporales e incorporeales, raíces o muebles, con el objeto de percibir sus frutos o rentas. Constituir, formar parte o adquirir derechos o acciones en sociedades. La sociedad, en el ejercicio de su objeto social, no realiza actividades comerciales.

Administración: Corresponde a Viña Concha y Toro S.A. quien la ejerce a través de apoderados especialmente designados.

Nombre: INVERSIONES VCT INTERNACIONAL SpA

Rut: 99.513.110-2

Dirección: Virginia Subercaseaux 210, Pirque, Santiago

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$18.540.470

Objeto social: Efectuar en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporeales, relacionados con el negocio de la matriz; al igual que constituir y participar en todo tipo de sociedades, preferentemente en el extranjero. La sociedad, en el ejercicio de su objeto social, no realiza actividades comerciales.

Administración: Corresponde a Viña Concha y Toro S.A. quien la ejerce a través de apoderados especialmente designados.

¹³ Fuente: Memoria de la empresa

Nombre: VCT CHILE (COMERCIAL PEUMO LTDA.)

Rut: 85.037.900-9

Dirección: Avda. Santa Rosa 0837, Paradero 43, Puente Alto, Santiago.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$2.617.586

Objeto social: Realizar todo tipo de operaciones comerciales y en especial, la importación y exportación, compra, venta, distribución, adquisición y enajenación (en general) de todo tipo de mercaderías dentro y fuera de Chile. Ejercer el comercio en cualquiera de sus formas y todos los otros negocios que los socios acuerden.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de vinos y productos de la matriz y sus sociedades filiales y coligadas. Servicios de publicidad a las marcas de la matriz y sus filiales.

Nombre: VIÑA CONO SUR S.A.

Rut: 86.326.300-K

Dirección: Nueva Tajamar 481, Torre Norte, Piso 19, Las Condes, Santiago.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$497.171

Objeto social: Elaboración, envasado, distribución, compra, venta, exportación, importación y comercialización en cualquiera de sus formas de vinos, espumantes y licores.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de uva y productos a la matriz y a la sociedad Comercial Peumo Ltda. Contrato de servicios de embotellación con la matriz.

Nombre: SOCIEDAD EXPORTADORA Y COMERCIAL VIÑA MAIPO SpA

Rut: 82.117.400-7

Dirección: Virginia Subercaseaux 210, Pirque, Santiago

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$22.922

Objeto social: Elaboración, envasado, fraccionamiento, distribución, compra, venta, exportación, importación y comercialización en cualquier forma de vinos y espumantes.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de vinos y productos.

Nombre: BODEGAS Y VIÑEDOS QUINTA DE MAIPO SpA

Rut: 84.712.500-4

Dirección: Virginia Subercaseaux 210, Pirque, Santiago

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$51.470

Objeto social: Elaboración, envasado, fraccionamiento, distribución, compra, venta, exportación, importación y comercialización ven cualquier forma de vinos y espumantes.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de vinos y productos.

Nombre: SOCIEDAD EXPORTADORA Y COMERCIAL VIÑA CANEPA S.A.

Rut: 96.585.740-0

Dirección: Lo Espejo 1500, Cerrillos, Santiago

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$176.920

Objeto social: Elaboración y envasado de vinos y otros productos afines, la comercialización, compra, venta, importación y exportación de vinos y otros productos similares, y la prestación de servicios de promoción, publicidad, marketing y posicionamiento, respecto de sus productos y marcas.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de vinos y productos.

Nombre: VIÑA MAYCAS DEL LIMARÍ LTDA.

Rut: 76.898.350-K

Dirección: Nueva Tajamar 481, Torre Norte, Oficina 505, Las Condes, Santiago.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$1.000

Objeto social: Elaboración y envasado de vinos u otros productos afines; la comercialización, compra, venta, importación y exportación de vinos u otros productos relacionados; la prestación de servicios de promoción, publicidad, marketing y posicionamiento respecto de sus productos y marcas.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de vinos y productos.

Nombre: VIÑEDOS LOS ROBLES SpA

Rut: 76.048.605-1

Dirección: Avda. Nueva Tajamar 481, Torre Norte, Oficina 306, Las Condes, Santiago.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$1.000

Objeto social: Elaboración y envasado de vinos u otros productos afines; la comercialización, compra, venta, importación y exportación de vinos u otros productos similares; la prestación de servicios de promoción, publicidad, marketing y posicionamiento respecto de sus productos y marcas; y cualquier otra actividad que él o los accionistas acuerden.

Principales contratos con la Matriz: Contrato de arrendamiento y prestación de servicios de vinificación y guarda de vinos.

Nombre: VIÑA CONO SUR ORGÁNICO SpA

Rut: 76.273.678-0

Dirección: Avda. Nueva Tajamar 481, Torre Norte, Oficina 306, Las Condes, Santiago.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$1.000

Objeto social: La producción, compra y venta de uva orgánica; la producción, elaboración y envasado de vinos orgánicos; la comercialización, compra, venta, importación y exportación de vinos orgánicos.

Principales contratos con la Matriz: Contrato de prestación de servicios de producción de vinos orgánicos con la filial Viña Cono Sur S.A.

Nombre: TRANSPORTES VICONTO LTDA.

Rut: 85.687.300-5

Dirección: Avda. Santa Rosa 0821, Puente Alto, Santiago.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$35.076

Objeto social: Prestación de toda clase de servicios relacionados con el transporte y flete dentro y fuera del país, mediante la utilización de camiones y demás elementos de transportes afines.

Principales contratos con la Matriz: Fletes de vinos a granel y productos terminados.

Nombre: TRIVENTO BODEGAS Y VIÑEDOS S.A.

Cuit: 33-68989817-9

Dirección: Canal Pescara 9347, Russell C.P.5517, Maipú, Mendoza, Argentina.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$27.953.892

Objeto social: Elaboración, comercialización, fraccionamiento de vino y bebidas alcohólicas, importación y exportación de vino y productos afines con su objeto.

Relación con la matriz: Producción en la República Argentina y comercialización de uvas y vinos bajo sus propias marcas. Participa en la propiedad de las filiales Finca Lunlunta S.A. con un 99,17% y Finca Austral S.A. con un 99,17%.

Nombre: FINCA LUNLUNTA S.A

Cuit: 30-70913379-5

Dirección: Canal Pescara 9347, Russell C.P.5517, Maipú, Mendoza, Argentina.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$2.813

Objeto social: Elaboración, comercialización, fraccionamiento de vino y bebidas alcohólicas, importación y exportación de vino y productos afines con su objeto.

Relación con la matriz: Comercialización de uvas y vinos bajo sus propias marcas. Participa en la propiedad de la filial Finca Austral S.A. con un 0,83%.

Nombre: FINCA AUSTRAL S.A.

Cuit: 30-70997638-5

Dirección: Canal Pescara 9347, Russell C.P. 5517, Maipú, Mendoza, Argentina.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$2.813

Objeto social: Elaboración, comercialización, fraccionamiento de vino y bebidas alcohólicas, importación y exportación de vino y productos afines con su objeto.

Relación con la matriz: Comercialización de uvas y vinos, bajo sus propias marcas.

Nombre: VCT BRASIL IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN LIMITADA

CNPJ: 9.300.053/0001-00

Dirección: Rua Alcides Lourenco Rocha 167, 1º andar, Conj. 12, Brooklin Novo São Paulo, Brasil.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$148.157

Objeto social: La importación, exportación, compra, venta y distribución de vinos, bebidas alcohólicas y no alcohólicas y productos similares; realizar la importación, compra, venta y distribución y artículos de publicidad, propaganda, marketing, comunicaciones y promociones relacionados con el ítem anterior; ejercer el comercio en cualquiera de sus formas; prestar servicios de publicidad, propaganda, marketing, comunicación y promoción; y participar en otras sociedades, como socia o accionista.

Relación con la matriz: Distribución e intermediación de productos de la matriz y algunas filiales.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de productos a la matriz y sociedades filiales y coligadas.

Nombre: CONCHA Y TORO UK LIMITED

Company number: 4131411 (Registrado en Inglaterra y Gales)

Dirección: 1st Floor West Wing Davidson House Reading, Berkshire RG1 3EU England, Great Britain.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$712

Objeto social: Importación, distribución, ventas y comercialización en cualquier forma de vinos y espumantes.

Relación con la matriz: Esta sociedad distribuye productos de la matriz y de sus filiales y coligadas en el Reino Unido. Participa en la propiedad de la filial Cono Sur Europe Limited con un 100%.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de productos a la matriz y sociedades filiales y coligadas; promoción y publicidad de los mismos productos.

Nombre: CONO SUR EUROPE LIMITED

Company number: 5231308 (Registrado en Inglaterra y Gales)

Dirección: Amberley Place, 107-111 Peascod Street, Windsor, Berkshire, SL4 1TE England, Great Britain.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$105

Objeto social: Importaciones de vino y distribución en Europa.

Nombre: VCT SWEDEN AB

O.N.: 556059-9473

Dirección: Döbelnsgatan 21, Estocolmo, Suecia

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$8.424

Objeto social: Importación, exportación, venta y distribución de bebidas alcohólicas, así como todo aquello relacionado con lo anterior.

Relación con la matriz: Esta sociedad distribuye productos de la matriz, de sus filiales y coligadas en Suecia. Esta sociedad es propietaria del 100% de la filial VCT Finland OY.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de productos a la matriz y sociedades filiales y coligadas.

Nombre: VCT FINLAND OY

O.N.: 2223825-5

Dirección: Pietarinkuja 3, Helsinki, Finlandia

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$15.492

Objeto social: Importación, exportación, venta y distribución de bebidas alcohólicas, así como todo aquello relacionado con lo anterior.

Relación con la matriz: Esta sociedad distribuye productos de la matriz, de sus filiales y coligadas en Finlandia.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de productos a la matriz y sociedades filiales y coligadas.

Nombre: CONCHA Y TORO NORWAY AS

O.N.: 993 253 391

Dirección: Karenslyst allé 10, Oslo, Noruega

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$14.508

Objeto social: Importación, exportación, venta y distribución de bebidas alcohólicas, así como todo aquello relacionado con lo anterior.

Relación con la matriz: Esta sociedad distribuye productos de la matriz, de sus filiales y coligadas en Noruega. Además es propietaria de la filial VCT Norway AS en un 100%.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de productos a la matriz y sociedades filiales y coligadas; promoción y publicidad de los mismos productos.

Nombre: VCT NORWAY AS

Reg. N°: 999 522 920

Dirección: Karenslyst Allé 10, Oslo. Noruega

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$2.418

Objeto social: Importación, exportación, venta y distribución de bebidas alcohólicas, así como todo aquello relacionado con lo anterior.

Relación con la matriz: Esta sociedad distribuye productos de la matriz, de sus filiales y coligadas en Noruega.

Principales contratos con la Matriz: Compraventa de productos a la matriz y sociedades filiales y coligadas; promoción y publicidad de los mismos productos.

Nombre: CONO SUR FRANCE S.A.R.L.

N° SIRET: 79375757600002

Dirección: 1 Venelle de Riviere, 29840 Lanildut, Francia.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$15.492

Objeto social: Actividades de comisionista para el mercado europeo.

Relación con la matriz: Esta sociedad actúa como comisionista y promotor de los vinos de Viña Cono Sur S.A. matriz, en el mercado de Europa.

Principales contratos con la Matriz: Contrato de Comisión con Viña Cono Sur S.A.

Nombre: VCT GROUP OF WINERIES ASIA PTE. LTD.

Registration N°: 201006669D

Dirección: Cross Street #10-00, PWC Building, Singapore (048424).

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$863.348

Objeto social: Importar y reexportar vinos chilenos y argentinos a través del mercado asiático. A su vez, se dedica a la promoción y publicidad de productos vitivinícolas en Singapur y en el mercado asiático.

Relación con la matriz: Esta sociedad actúa como comisionista y promotor de los vinos de su matriz y de otras filiales en el mercado asiático. Además es propietaria del 100% de la propiedad de la filial Gan Lu Wine Trading (Shanghai) Co. Ltd. y del 41% de la coligada VCT Japan Co. Ltd.

Principales contratos con la Matriz: Contrato de Comisión con matriz y filiales.

Nombre: GAN LU WINE TRADING (SHANGHAI) CO. LTD.

ID: 310005768374

Dirección: Room D-02, Taiping Finance Tower 18F No.488, Middle Yincheng Road, PuDong, Shanghai.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$100.927

Objeto social: Producción, publicidad y actividades de agencia de productos vinícolas en el mercado asiático, especialmente en China.

Relación con la matriz: Esta sociedad actúa como comisionista y promotor de los vinos de su matriz y de otras filiales en el mercado de Asia, especialmente en China.

Principales contratos con la Matriz: Contratos de comisión con su matriz y filiales.

Nombre: FETZER VINEYARDS

EIN N°: 94-2458321

Dirección: 12901 Old River Road, Hopland, CA 95449, USA

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$165.855.254

Objeto social: La producción, comercialización, fraccionamiento de vino y bebidas alcohólicas, importación y exportación de vino y productos afines con su objeto.

Relación con la matriz: Producción en EE.UU. y comercialización de uvas y vinos bajo sus propias marcas. A su vez es propietaria en su totalidad, de la filial Eagle Peak Estates, LLC.

Nombre: VCT USA, INC.

EIN N°: 33-1220465

Dirección: 160 Greentree Drive, Suite 101, Delaware 19904, USA

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$78.117.600

Objeto social: Sociedad de Inversiones destinada a consolidar las inversiones de Viña Concha y Toro en los Estados Unidos de Norteamérica.

Relación con la matriz: Sociedad 100% de propiedad de Viña Concha y Toro que consolida las inversiones en los Estados Unidos de Norteamérica. Es dueña del 100% de Fetzer Vineyards y de un 50% de Excelsior Wine Company, LLC.

Nombre: EAGLE PEAK ESTATES, LLC.

EIN N°: 47-2185056

Dirección: 375 Healdsburg Ave., Suite 400, Healdsburg, Sonoma, CA 95448, USA.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$ 7.102

Objeto social: Comercialización, fraccionamiento de vino y bebidas alcohólicas, importación y exportación de vino y productos afines a su objeto.

Relación con la matriz: No mantiene una relación contractual directa con Viña Concha y Toro.

Nombre: VCT AFRICA & MIDDLE EAST PROPRIETARY LIMITED

N° de Registro: 2012/009704/07

Dirección: Mazars House Rialto Road, Grand Moorings Precinct, Century City, Cape Town, 7556, South Africa.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$13.672

Objeto social: Promover las ventas de los productos Concha y Toro y filiales en Sudáfrica y otros territorios.

Relación con la matriz: Promover las ventas de los productos Concha y Toro y filiales en Sudáfrica y otros territorios.

Nombre: VCT MÉXICO S.R.L. DE C.V.

N° Tributario ME110815LJ3

Dirección: Carretera Picacho a Jusco 238 502 A., Jardines en la Montaña, Distrito Federal 14210, México.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$376.264

Objeto social: Sociedad de Inversiones destinada a consolidar las inversiones de Viña Concha y Toro en México.

Relación con la matriz: Propietaria de un 51% de VCT & DG México S.A. de C.V.

Nombre: CONCHA Y TORO CANADÁ, LTD.

N° Tributario 845322502

Dirección: 44 Chipman Hill, Suite 1000 P.O. Box 7289, Stn. "A" Saint John, N.B. E2L 4S6, Canada.

% de Participación (directa e indirecta): 100%

Capital Suscrito y Pagado: M\$409.721

Objeto social: Sociedad de Inversiones destinada a consolidar las inversiones de Viña Concha y Toro en Canadá.

Relación con la matriz: Propietaria del 50% de Escalade Wines & Spirits Inc.

Nombre: VCT & DG MÉXICO S.A. DE C.V.

Nº Tributario VAD1111076E1

Dirección: Bosque de los Ciruelos 304, 7 Bosques de Las Lomas, Distrito Federal 11700, México.

% de Participación (directa e indirecta): 51%

Capital Suscrito y Pagado: M\$657.248

Objeto social: Sociedad destinada a consolidar la distribución de los productos de Viña Concha y Toro en México.

Relación con la matriz: Distribuir productos de la matriz y filiales en el territorio de México.

14.2 Anexo 2: Tablas de Pagos

Tabla de pagos de la serie F

Tabla de Desarrollo Cupón

Valor Nominal	UF 500
Intereses	Semestrales
Amortización	6 Cuotas Semestrales a partir del 05 de mayo de 2016
Tasa de Interés anual	3,50%
Tasa de Interés semestral	1,73%

Cupon	Cuota interés	Cuota Amortización	Fecha de Vencimiento	Interés	Amortización	Valor Cupón	Saldo Insoluto
0	0		05-nov-12		-	-	500,0000
1	1		05-may-13	8,6745	-	8,675	500,0000
2	2		05-nov-13	8,6745	-	8,675	500,0000
3	3		05-may-14	8,6745	-	8,675	500,0000
4	4		05-nov-14	8,6745	-	8,675	500,0000
5	5		05-may-15	8,6745	-	8,675	500,0000
6	6		05-nov-15	8,6745	-	8,675	500,0000
7	7	1	05-may-16	8,6745	83,333	92,008	416,6667
8	8	2	05-nov-16	7,2288	83,333	90,562	333,3333
9	9	3	05-may-17	5,7830	83,333	89,116	250,0000
10	10	4	05-nov-17	4,3373	83,333	87,671	166,6667
11	11	5	05-may-18	2,8915	83,333	86,225	83,3333
12	12	6	05-nov-18	1,4458	83,333	84,779	0,0000

Tabla de pagos de la serie J

Tabla de Desarrollo Cupón

Valor Nominal	UF 500
Intereses	Semestrales
Amortización	6 Cuotas Semestrales a partir del 01 de marzo de 2018
Tasa de Interés anual	1,50%
Tasa de Interés semestral	1,24%

Cupon	Cuota interés	Cuota Amortización	Fecha de Vencimiento	Interés	Amortización	Valor Cupón	Saldo Insoluto
0	0		01-sep-14		-	-	500,0000
1	1		01-mar-15	6,2115	-	6,212	500,0000
2	2		01-sep-15	6,2115	-	6,212	500,0000
3	3		01-mar-16	6,2115	-	6,212	500,0000
4	4		01-sep-16	6,2115	-	6,212	500,0000
5	5		01-mar-17	6,2115	-	6,212	500,0000
6	6		01-sep-17	6,2115	-	6,212	500,0000
7	7	1	01-mar-18	6,2115	83,333	89,545	416,6667
8	8	2	01-sep-18	5,1763	83,333	88,510	333,3333
9	9	3	01-mar-19	4,1410	83,333	87,474	250,0000
10	10	4	01-sep-19	3,1058	83,333	86,439	166,6667
11	11	5	01-mar-20	2,0705	83,333	85,404	83,3333
12	12	6	01-sep-20	1,0353	83,333	84,369	0,0000

Tabla de pagos de la serie K

Tabla de Desarrollo Cupón

Valor Nominal	UF 500
Intereses	Semestrales
Amortización	28 Cuotas Semestrales a partir del 01 de marzo de 2025
Tasa de Interés anual	3,30%
Tasa de Interés semestral	1,64%

Cupón	Cuota interés	Cuota Amortización	Fecha de Vencimiento	Interés	Amortización	Valor Cupón	Saldo Insoluto
0	0		01-sep-14		-	-	500,0000
1	1		01-mar-15	8,1830	-	8,183	500,0000
2	2		01-sep-15	8,1830	-	8,183	500,0000
3	3		01-mar-16	8,1830	-	8,183	500,0000
4	4		01-sep-16	8,1830	-	8,183	500,0000
5	5		01-mar-17	8,1830	-	8,183	500,0000
6	6		01-sep-17	8,1830	-	8,183	500,0000
7	7		01-mar-18	8,1830		8,183	500,0000
8	8		01-sep-18	8,1830		8,183	500,0000
9	9		01-mar-19	8,1830		8,183	500,0000
10	10		01-sep-19	8,1830		8,183	500,0000
11	11		01-mar-20	8,1830		8,183	500,0000
12	12		01-sep-20	8,1830		8,183	500,0000
13	13		01-mar-21	8,1830		8,183	500,0000
14	14		01-sep-21	8,1830		8,183	500,0000
15	15		01-mar-22	8,1830		8,183	500,0000
16	16		01-sep-22	8,1830		8,183	500,0000
17	17		01-mar-23	8,1830		8,183	500,0000
18	18		01-sep-23	8,1830		8,183	500,0000
19	19		01-mar-24	8,1830		8,183	500,0000
20	20		01-sep-24	8,1830		8,183	500,0000
21	21	1	01-mar-25	8,1830	17,8571	26,040	482,1429
22	22	2	01-sep-25	7,8908	17,8571	25,748	464,2858
23	23	3	01-mar-26	7,5985	17,8571	25,456	446,4287
24	24	4	01-sep-26	7,3063	17,8571	25,163	428,5716

25	25	5	01-mar-27	7,0140	17,8571	24,871	410,7145
26	26	6	01-sep-27	6,7218	17,8571	24,579	392,8574
27	27	7	01-mar-28	6,4295	17,8571	24,287	375,0003
28	28	8	01-sep-28	6,1373	17,8571	23,994	357,1432
29	29	9	01-mar-29	5,8450	17,8571	23,702	339,2861
30	30	10	01-sep-29	5,5528	17,8571	23,410	321,4290
31	31	11	01-mar-30	5,2605	17,8571	23,118	303,5719
32	32	12	01-sep-30	4,9683	17,8571	22,825	285,7148
33	33	13	01-mar-31	4,6760	17,8571	22,533	267,8577
34	34	14	01-sep-31	4,3838	17,8571	22,241	250,0006
35	35	15	01-mar-32	4,0915	17,8571	21,949	232,1435
36	36	16	01-sep-32	3,7993	17,8571	21,656	214,2864
37	37	17	01-mar-33	3,5070	17,8571	21,364	196,4293
38	38	18	01-sep-33	3,2148	17,8571	21,072	178,5722
39	39	19	01-mar-34	2,9225	17,8571	20,780	160,7151
40	40	20	01-sep-34	2,6303	17,8571	20,487	142,8580
41	41	21	01-mar-35	2,3380	17,8571	20,195	125,0009
42	42	22	01-sep-35	2,0458	17,8571	19,903	107,1438
43	43	23	01-mar-36	1,7535	17,8571	19,611	89,2867
44	44	24	01-sep-36	1,4613	17,8571	19,318	71,4296
45	45	25	01-mar-37	1,1690	17,8571	19,026	53,5725
46	46	26	01-sep-37	0,8768	17,8571	18,734	35,7154
47	47	27	01-mar-38	0,5845	17,8571	18,442	17,8583
48	48	28	01-sep-38	0,2923	17,8583	18,151	- 0,0000