



VALORACIÓN CONCHA Y TORO S.A.

Mediante Método De Flujos De Caja Descontado

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

**Alumno: Joaquín Riquelme Hidalgo
Profesor Guía: Marcelo González**

Santiago, Agosto 2017

Contenido

| | |
|---|-----------|
| 1. Resumen Ejecutivo | 4 |
| 2. Metodología..... | 5 |
| 2.1 Principales Métodos de Valoración | 5 |
| 2.2 Modelo de descuento de dividendos..... | 6 |
| 2.3 Método de Flujos de Caja Descontados..... | 7 |
| 2.2 Descripción de la Empresa e Industria | 10 |
| 2.2.1 Descripción de la Empresa..... | 10 |
| 2.2.2 Filiales | 12 |
| 2.2.3 Descripción de la Industria nacional | 14 |
| 2.2.3.1 Participación del mercado nacional | 15 |
| 2.2.4 Descripción de la Industria Internacional | 15 |
| 3. Análisis Operacional del Negocio e Industria..... | 16 |
| 3.1 Crecimiento de la industria | 16 |
| 3.2 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2016 al 2020 | 17 |
| 3.3 Análisis de los Costos de Operación | 18 |
| 3.4 Análisis de los Activos | 20 |
| 3.4.1 Análisis de los Activos no Operacionales | 21 |
| 3.4.1.2 Otros Activos Financieros..... | 21 |
| 3.4.1.3 Cuentas por cobrar con entidades relacionadas | 21 |
| 3.4.1.4 Plusvalía..... | 21 |
| 4. Proyección de los Estados de Resultados | 22 |
| 4.1 Proyección de los ingresos..... | 22 |
| 4.2 Proyección de los Costos de Operación..... | 23 |
| 4.3 Proyección de los Costos no Operacionales | 23 |
| 4.4 Proyección de los Estados de Resultados | 24 |
| 5. Proyección de Flujos de Caja Libre..... | 24 |
| 5.1 Determinación de Capital de Trabajo Neto Operacional | 26 |
| 5.2 Determinación de RCTON y Déficit de CTON | 26 |
| 5.3 Determinación de Activos Fijos | 27 |
| 5.4 Proyección de Capex | 27 |
| 5.5 Calculo Flujo de Caja Libre. | 27 |
| 5.6 Calculo Flujo de Caja Libre. | 28 |

| | |
|---|----|
| 5.7 Determinación del Patrimonio Económico. | 28 |
| 5.7 Precio teórico de la acción al 30 de Septiembre de 2016. | 29 |
| 6. Conclusiones..... | 30 |
| Bibliografía | 31 |

1. Resumen Ejecutivo

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

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

El informe comienza describiendo la metodología utilizada para desarrollar la valoración, luego se detalla una descripción de la empresa y un análisis de su desempeño en los últimos años, sus niveles de ventas y su estructura de costos, además se entrega una descripción de la industria donde desarrolla sus actividades. A continuación, se realiza un Análisis Operacional del Negocio e Industria, una Proyección de EERR y una Proyección de Flujos de Caja Libre. Una vez obtenidos los flujos de caja libre, se descuentan a la tasa de costo de capital (calculado como WACC) y se obtiene la Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.

El resultado de la valoración mediante el método de Flujo de Caja Descontado arrojó un valor de la acción de \$1.072,06, que resulta ser un 7,22% más bajo que el precio de mercado de la acción al 30 de septiembre de 2016.

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

2. Metodología

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

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

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

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

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

2.1 Principales Métodos de Valoración

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

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

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

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

No concentraremos en adelante en el método de flujos de caja descontados, este es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.2 Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

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:

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

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

2.3 Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, 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

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

Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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, 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

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

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.

2.2 Descripción de la Empresa e Industria

2.2.1 Descripción de la Empresa

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

El siguiente cuadro es un resumen acotado de la empresa:

Cuadro 1: Resumen empresa Concha y Toro

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

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

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

| Nombre | Número de acciones suscritas | Número de acciones pagadas | % de propiedad |
|--|------------------------------|----------------------------|----------------|
| BANCO DE CHILE POR CTA.DE TERCEROS | 99.195.453 | 99.195.453 | 13,28% |
| INVERSIONES TOTIHUE S.A. | 87.615.431 | 87.615.431 | 11,73% |
| RENTAS SANTA BARBARA S.A. | 85.274.628 | 85.274.628 | 11,42% |
| INVERSIONES QUIVOLGO S.A. | 32.748.071 | 32.748.071 | 4,38% |
| ITAU CORPBANCA POR CTA.INV. EXT. | 29.972.871 | 29.972.871 | 4,01% |
| FUNDACION CULTURA NACIONAL | 25.954.278 | 25.954.278 | 3,47% |
| INVERSIONES GDF LIMITADA | 24.500.000 | 24.500.000 | 3,28% |
| AGROFORESTAL E INVERSIONES MAIHUE LTDA. | 22.337.075 | 22.337.075 | 2,99% |
| CONSTRUCTORA SANTA MARTA LTDA. | 22.293.321 | 22.293.321 | 2,98% |
| LARRAIN VIAL S.A. C.DE BOLSA | 19.368.361 | 19.368.361 | 2,59% |
| THE BANK OF NEW YORK SEGUN CIRC. 1375 S.V.S. | 19.041.920 | 19.041.920 | 2,55% |
| INVERSIONES LA GLORIA LTDA. | 16.600.000 | 16.600.000 | 2,22% |

2.2.2 Filiales

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

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

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

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

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

2.2.3 Descripción de la Industria nacional

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

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

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

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

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

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

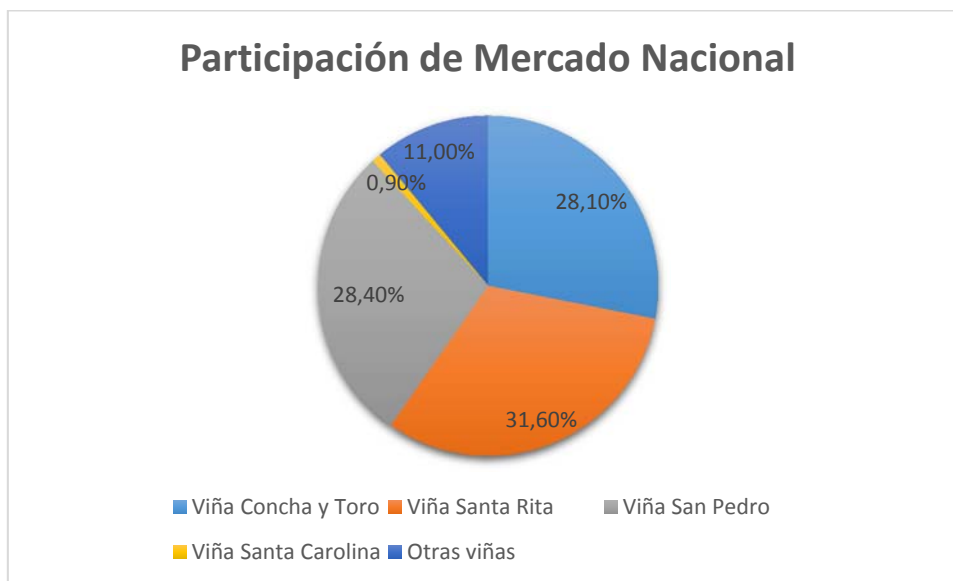
- Fortalezas:
 - Excelente calidad y consistencia de los vinos.
 - Excelente relación calidad/precio en todos los segmentos de precio.
 - Alto potencial sustentable debido a condiciones fitosanitarias y climáticas privilegiadas.
 - Características agroclimáticas excepcionales para desarrollar amplia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

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

2.2.3.1 Participación del mercado nacional

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

Grafico 1: Participación de Mercado Nacional



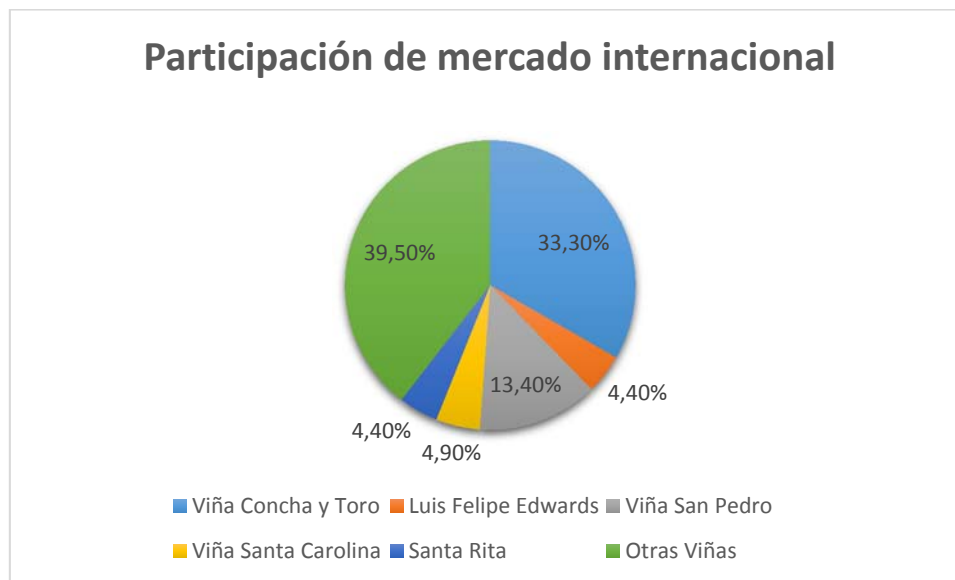
2.2.4 Descripción de la Industria Internacional

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

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

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

Grafico 2: Participación de Mercado Internacional



3. Análisis Operacional del Negocio e Industria

3.1 Crecimiento de la industria

Las ventas de la industria en miles de unidades de fomento entre el año 2011 y 2015 fueron las siguientes:

Cuadro 11: Ventas de la Industria

| Ventas de la industria MUF | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Viñedos Emiliana S.A. | 708,44 | 624,04 | 682,35 | 833,48 | 815,34 |
| Viña Los Vascos S.A. | 558,79 | 442,21 | 514,29 | 596,21 | 748,35 |
| Viña San Pedro Tarapacá S.A. | 6.205,62 | 6.547,83 | 6.531,89 | 6.998,33 | 7.394,53 |
| Sociedad Anónima Viña Santa Rita | 5.459,29 | 4.909,31 | 5.213,94 | 5.478,76 | 6.032,33 |
| Viña Concha y Toro S.A. | 18.961,82 | 19.725,47 | 20.404,60 | 23.685,82 | 24.823,12 |
| Total M UF | 31.893,96 | 32.248,86 | 33.347,06 | 37.592,59 | 39.813,67 |

Fuente: Elaboración propia

Las tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2012 al 2015 fueron en promedio 6,41%.

Cuadro 12: Crecimiento de la Industria

| Variación de las ventas de la industria | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Promedio anual |
|---|--------|---------|--------|--------|--------|----------------|
| Viñedos Emiliana S.A. | 5,22% | -11,91% | 9,34% | 22,15% | -2,18% | 4,53% |
| Viña Los Vascos S.A. | 26,90% | -20,86% | 16,30% | 15,93% | 25,52% | 12,76% |
| Viña San Pedro Tarapacá S.A. | 0,64% | 5,51% | -0,24% | 7,14% | 5,66% | 3,74% |
| Sociedad Anónima Viña Santa Rita | 12,50% | -10,07% | 6,21% | 5,08% | 10,10% | 4,76% |
| Viña Concha y Toro S.A. | 8,77% | 4,03% | 3,44% | 16,08% | 4,80% | 7,43% |
| Promedio de la industria | 8,07% | 1,53% | 3,47% | 12,95% | 6,01% | 6,41% |

Fuente: Elaboración propia

3.2 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2016 al 2020

De acuerdo al Plan Estratégico 2020 elaborado por la asociación gremial Vinos de Chile, en promedio las ventas de la industria del vino deberían crecer al 8% anual hasta el año 2020.

El plan estratégico 2020 tiene como visión ser el país productor número uno de vinos premium, sustentables y diversos del Nuevo Mundo, alcanzando exportaciones de vino embotellado por US\$3 mil millones anuales y la misión es fortalecer la imagen y reconocimiento de los vinos chilenos en mercados internacionales, estableciéndonos como un origen premium e incrementando el valor de la marca “Wines of Chile”, elevando así el precio promedio, ventas y valor agregado para todos los actores de la industria nacional. La misión para las ventas internas es promover un mayor y mejor consumo responsable de vino en el mercado nacional.

Esto llevaría a un crecimiento de las ventas de acuerdo al siguiente cuadro:

Cuadro 13: Proyección de Crecimiento de la Industria

| Proyección Ventas de Vino Chileno 2020 | | | | | | |
|--|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------|-----------|
| | 2011 | | 2020e | | Crecimiento anual % | |
| | mm litros | mm US\$ | mm litros | mm US\$ | mm litros | mm US\$ |
| Mercado Internacional | | | | | | |
| Embotellado | 472,4 | 1.492,30 | 748,6 | 3.164,10 | 5% | 9% |
| Granel | 191,6 | 198,3 | 258,3 | 467,5 | 3% | 3% |
| Subtotal | 664 | 1.690,70 | 1.006,90 | 3.631,60 | 5% | 8% |
| Mercado Nacional | | | | | | |
| Embotellado | 41,9 | 195,5 | 75,4 | 429,2 | 7% | 9% |
| Masivo | 183 | 315 | 235,3 | 409,8 | 3% | 3% |
| Subtotal | 224,9 | 510,5 | 310,7 | 839 | 4% | 6% |
| Total | 888,9 | 2.201,20 | 1.317,70 | 4.470,60 | 4% | 8% |
| Fuente Vinos de Chile | | | | | | |

3.3 Análisis de los Costos de Operación

Los costos de operación de la empresa involucran todo lo relacionado con el giro de la empresa, los cuales consisten a grandes rasgos en el costo de venta, costo de distribución, gasto de administración y otros gastos por función.

En el costo de venta están involucrados toda la materia prima e insumos que inciden directamente en la fabricación del producto a vender por la empresa, que en el caso de Concha y Toro el costo de venta involucra todo lo relacionado con la fabricación del vino. En este caso encontramos la materia prima (Uva, botella, etiqueta y corcho).

En el caso de los costos de distribución, Concha y Toro cuenta con su propia red de distribución, por lo tanto, en este apartado se encuentran todos los costos relacionados con la logística entendida desde la planta de fabricación hasta el punto de venta.

En cuanto a los gastos de administración, encontramos todos los sueldos relacionados directamente con la operación de la empresa, los cuales están constituidos por la mano de obra directa y la mano de obra indirecta. En la mano de obra directa se encuentra la remuneración directa de los trabajadores que están en la línea de producción. En cuanto a la mano de obra indirecta, se encuentran los trabajadores que no están directamente en la

línea de producción pero que de igual forma están relacionados con el giro de la empresa como actividad principal. Encontramos a las áreas de Operaciones y Ventas.

Los costos son determinados mediante el sistema denominado costeo por absorción, que implica adicionarle a los costos directos de adquisición y/o producción de uva, los costos indirectos incurridos en el proceso agrícola, y costos directos e indirectos del proceso de vinificación.

Los costos de operación se componen de los siguientes conceptos:

Cuadro 14: Costos y Gastos Operacionales

| Costo y gastos operacionales | al 30 de Septiembre de 2016 MUF |
|------------------------------|--|
| Costo Venta | 18.198,93 |
| Costo de Distribución | 18.880,84 |
| Gasto de Administración | 21.172,25 |
| Otros Gastos por Función | 22.117,68 |
| Totales | 80.369,69 |

Del total de costo de venta, los montos correspondientes a costos directos e indirectos son los siguientes:

Cuadro 15: Costos Directos e Indirectos

| | al 30 de Septiembre de 2016 MUF |
|------------------------------|--|
| Costo Directo | (10.316,21) |
| Costo Indirecto | (888,71) |
| Total Costo de ventas | (11.204,92) |

La siguiente tabla presenta los costos de operación según la clasificación que utiliza la empresa de acuerdo a su naturaleza, separado en cada uno de ellos la depreciación del ejercicio y amortización de intangibles para los años 2012 a Septiembre de 2016:

Cuadro 16: Costos y Gastos Históricos por Naturaleza

| Naturaleza del costo y gastos operacionales | 2012 MUF | 2013 MUF | 2014 MUF | 2015 MUF | 2016 MUF |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Costo Directo | 12.762,97 | 12.781,98 | 13.959,99 | 14.380,87 | 10.316,21 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 178,32 | 172,10 | 290,65 | 293,96 | 204,51 |
| Gastos del Personal | 1.876,10 | 2.001,15 | 2.358,10 | 2.777,71 | 2.154,07 |
| Otros Gastos | 3.381,55 | 3.925,61 | 4.563,51 | 4.665,13 | 3.600,71 |
| Totales | 18.198,93 | 18.880,84 | 21.172,25 | 22.117,68 | 16.275,50 |

Los costos de operación según su función para los años 2012 a Septiembre de 2016 están presentados como siguen:

Cuadro 17: Costos y Gastos Históricos por Función

| Costos y gastos operacionales por Función | 2012 MUF | 2013 MUF | 2014 MUF | 2015 MUF | 2016 MUF |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Costo Venta | 13.264,15 | 13.358,78 | 14.723,65 | 15.275,81 | 11.204,92 |
| Costo de Distribución | 4.129,29 | 4.650,62 | 5.461,98 | 5.486,62 | 3.985,77 |
| Gasto de Administración | 756,26 | 823,98 | 906,21 | 1.242,19 | 1.033,91 |
| Otros Gastos por Función | 49,22 | 47,47 | 80,40 | 113,06 | 50,91 |
| Totales | 18.198,93 | 18.880,84 | 21.172,25 | 22.117,68 | 16.275,50 |

3.4 Análisis de los Activos

Los activos de la empresa, presentados como operacionales y no operacionales, a Septiembre de 2016.

Cuadro 18: Activos Clasificados como Operacionales y No Operacionales

| ACTIVOS | al 30 de Septiembre de 2016 | al 31 de Diciembre de 2015 |
|---|--------------------------------|-------------------------------|
| | M U F | M U F |
| Activos Operacionales | | |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 968,30 | 1.195,33 |
| Otros activos no financieros, corrientes | 299,01 | 245,75 |
| Otros activos no financieros, no corrientes | 62,83 | 87,22 |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes | 6.227,21 | 7.294,99 |
| Cuentas por cobrar, no corrientes | 173,77 | 156,32 |
| Inventarios, corrientes | 10.118,85 | 9.207,76 |
| Activos biológicos, corrientes | 524,46 | 712,44 |
| Propiedades, plantas y equipos, neto | 13.557,10 | 13.569,06 |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía | 1.504,40 | 1.604,84 |
| Total de Activos Operacionales | 33.435,92 | 34.073,69 |
| Activos no Operacionales | | |
| Otros activos financieros, corrientes | 344,86 | 251,27 |
| Otros activos financieros, no corrientes | 939,20 | 478,09 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes | 480,53 | 446,93 |
| Activos por impuestos corrientes, corrientes | 513,22 | 547,06 |
| Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación | 835,06 | 920,92 |
| Plusvalía | 1.003,34 | 1.107,99 |
| Activos por impuestos diferidos | 563,53 | 516,71 |
| Total de Activos No Operacionales | 4.679,74 | 4.268,97 |
| Total de Activos | 38.115,67 | 38.342,66 |

3.4.1 Análisis de los Activos no Operacionales

3.4.1.2 Otros Activos Financieros

La composición del rubro se presenta en el siguiente cuadro:

Cuadro 19: Otros Activos Financieros

| Otros Activos Financieros | Corrientes MUF | No Corrientes MUF |
|---|-------------------|----------------------|
| Inversiones financieras disponibles para la venta | 103,42 | 0,00 |
| Instrumentos derivados de cobertura | 239,02 | 939,20 |
| Instrumentos derivados de no cobertura | 0,42 | 0,00 |
| Otros | 2,00 | 0,00 |
| Totales | 344,86 | 939,20 |

3.4.1.3 Cuentas por cobrar con entidades relacionadas

Cuadro 20: Cuentas por cobrar con entidades relacionadas

| RUT Parte Relacionada | Nombre parte relacionada | Naturaleza de la relación | Tipo de moneda | Corriente MUF | No Corriente MUF |
|--------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|-------------------|------------------|---------------------|
| 96.512.200-1 | Viñedos Emiliana S.A. | Por Director | Peso Chileno | 7,92 | 13,34 |
| 96.824.300-4 | Viña Almaviva S.A. | Asociada | Peso Chileno | 1,94 | |
| 96.512.190-0 | Fruticola Viconto S.A. | Por Director | Peso Chileno | 0,09 | |
| 45-2968791 | Excelsior Wine Company | Asociada | Dólar Americano | 390,05 | |
| 0-E | VCT Japón | Asociada | Dólar Americano | 3,31 | |
| 0-E | Escalade Wines & Spirits | Asociada | Dólar Canadiense | 76,89 | |
| 78.335.990-1 | Comercial Greenvic S.A. | Por Director | Peso Chileno | 0,00 | |
| 96.931.870-9 | Viveros Guillaume | Por Gerente | Peso Chileno | 0,00 | |
| 76.120.010-0 | Soc. Comercial y Promotora La U | Por Director | Peso Chileno | 0,01 | |
| 85.201.700-7 | Agrícola Alto de Quitralman Ltda. | Por Director | Peso Chileno | 0,32 | |
| Totales | | | | 480,53 | 13,34 |

3.4.1.4 Plusvalía

Con fecha 15 de abril de 2011, Concha y Toro S.A. a través de su filial VCT USA, Inc., adquirió el 100% de las acciones de Fetzer Vineyards, Inc., compañía vitivinícola con domicilio en California, Estados Unidos.

El aporte valorizado al 15 de Abril de 2011, por el 100% de las acciones de Fetzer Vineyards, ascendió a la suma total de M\$ 110.131.729 (USD 233.053.431) y el valor razonable de los activos identificables netos al momento de la compra fue la suma de M\$ 89.582.287, generándose en esta adquisición una Plusvalía histórica de M\$ 20.549.442

El valor de la plusvalía adquirida registrada al 30 de septiembre de 2016, es el siguiente:

Cuadro 21: Plusvalías

| Detalle | al 30 de Septiembre de 2016 |
|---|-----------------------------------|
| | MUF |
| Costo Plusvalía Histórico Fetzer | 783,60 |
| Diferencia de conversión de moneda extranjera | 219,74 |
| Total | 1.003,34 |

4. Proyección de los Estados de Resultados

4.1 Proyección de los ingresos

La asociación Vinos de Chile proyectó un crecimiento de las ventas del orden del 8% hasta el año 2020. Por otra parte, al analizar el crecimiento real de las ventas de Concha y Toro entre los años 2010 y 2015, en promedio el crecimiento de las ventas fue de 6,4% anual.

Adicional a lo anterior, considerando el escenario macroeconómico mundial y sobre todo el efecto Brexit, puesto que la mayor parte de las exportaciones se realizan al continente Europeo y en especial a Inglaterra, se decidió realizar el supuesto de una tasa de crecimiento de las ventas de un 6,0%, lo que representa una tasa conservadora tomando en consideración los aspectos anteriores.

Cuadro 22: Proyección de Ingresos por Ventas

| Tasa de Crecimiento | 6% | | | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Proyección de Ventas en M UF por Área Geográfica | | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Africa | 101,42 | 107,50 | 113,95 | 120,79 | 128,04 | 135,72 |
| Asia | 2.670,89 | 2.831,14 | 3.001,01 | 3.181,07 | 3.371,93 | 3.574,25 |
| Canada | 786,58 | 833,78 | 883,81 | 936,83 | 993,04 | 1.052,63 |
| Centro America | 1.372,99 | 1.455,37 | 1.542,69 | 1.635,25 | 1.733,36 | 1.837,37 |
| Chile | 5.411,33 | 5.736,01 | 6.080,17 | 6.444,98 | 6.831,68 | 7.241,58 |
| EE.UU. | 4.179,55 | 4.430,32 | 4.696,14 | 4.977,91 | 5.276,58 | 5.593,18 |
| Europa | 10.192,72 | 10.804,28 | 11.452,54 | 12.139,69 | 12.868,08 | 13.640,16 |
| Otros | 97,15 | 102,98 | 109,15 | 115,70 | 122,65 | 130,00 |
| Sud America | 2.442,48 | 2.589,03 | 2.744,37 | 2.909,03 | 3.083,57 | 3.268,59 |
| Total general | 27.255,10 | 28.890,40 | 30.623,83 | 32.461,26 | 34.408,93 | 36.473,47 |

4.2 Proyección de los Costos de Operación

En primer término, revisaremos los costos operacionales históricos desde el año 2012 y hasta el año 2016 proyectado.

Cuadro 23: Costos de Operación Históricos

| Costos y gastos operacionales por Función | 2012 MUF | 2013 MUF | 2014 MUF | 2015 MUF | 2016 MUF |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Costo Venta | 13.264,15 | 13.358,78 | 14.723,65 | 15.275,81 | 11.204,92 |
| Costo de Distribución | 4.129,29 | 4.650,62 | 5.461,98 | 5.486,62 | 3.985,77 |
| Gasto de Administración | 756,26 | 823,98 | 906,21 | 1.242,19 | 1.033,91 |
| Otros Gastos por Función | 49,22 | 47,47 | 80,40 | 113,06 | 50,91 |
| Totales | 18.198,93 | 18.880,84 | 21.172,25 | 22.117,68 | 16.275,50 |

En segundo lugar, calculamos cuál es su peso porcentual en relación a las ventas.

Cuadro 24: Costos de Operación Históricos en Relación a las Ventas

| Costos y gastos operacionales por Función | 2012 % | 2013 % | 2014 % | 2015 % | 2016 % | Promedio | Promedio Ult 3 años |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------------|
| Costo Venta | 67,24% | 65,47% | 62,16% | 61,54% | 61,83% | 63,65% | 61,84% |
| Costo de Distribución | 20,93% | 22,79% | 23,06% | 22,10% | 21,99% | 22,18% | 22,39% |
| Gasto de Administración | 3,83% | 4,04% | 3,83% | 5,00% | 5,71% | 4,48% | 4,85% |
| Otros Gastos por Función | 0,25% | 0,23% | 0,34% | 0,46% | 0,28% | 0,31% | 0,36% |
| Totales | 92,26% | 92,53% | 89,39% | 89,10% | 89,81% | 90,62% | 89,43% |

Podemos observar que en los últimos tres años los costos operacionales bajaron aproximadamente en un punto porcentual por lo que para proyectar los costos utilizaremos el promedio de los últimos tres años.

4.3 Proyección de los Costos no Operacionales

Debido a que los costos no operacionales por lo general no son recurrentes utilizaremos el promedio de los últimos dos años en función de las ventas.

Cuadro 25: Otros Ingresos y Gastos Como Porcentaje de las Ventas

| OTROS INGRESOS Y GASTOS COMO PORCENTAJE DE LAS VENTAS | | | |
|--|--|--|---------------|
| Por los periodos terminados el 30 de Septiembre de 2016 y 2015 | | | |
| ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN CONSOLIDADO | Desde el 1 de Enero Hasta el 30 Septiembre de 2016 | Desde el 1 de Enero Hasta el 30 Septiembre de 2015 | Promedio |
| | M U F | M U F | |
| Ingresos financieros | 0,13% | 0,11% | 0,12% |
| Costos Financieros | -1,56% | -1,67% | -1,62% |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | 0,53% | 0,96% | 0,74% |
| Diferencias de cambio | -0,20% | -0,10% | -0,15% |
| Resultados por unidades de reajuste | 0,02% | -0,17% | -0,08% |
| Total ingresos y Gastos no Operacionales | -1,08% | -0,87% | -0,98% |

4.4 Proyección de los Estados de Resultados

De acuerdo a las proyecciones anteriores el estado de resultado proyectado que va desde el 01 de octubre del año 2016 y hasta el 31 de diciembre del año 2021 queda de la siguiente forma:

Cuadro 26: Estado de Resultados Proyectado

| | IV Trimestre | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Ingresos de actividades ordinarias | 9.133 | 28.890 | 30.624 | 32.461 | 34.409 | 36.473 |
| Costos Operacionales | (5.651) | (17.867) | (18.939) | (20.075) | (21.280) | (22.556) |
| Ganancia bruta | 3.482 | 11.024 | 11.685 | 12.386 | 13.129 | 13.917 |
| <i>Gastos de administración y otros gastos</i> | (2.560) | (7.971) | (8.449) | (8.956) | (9.493) | (10.063) |
| Ganancias (pérdidas) de actividades operacional | 922 | 3.053 | 3.236 | 3.430 | 3.636 | 3.854 |
| <i>Otros ingresos y egresos no operacionales</i> | (70) | (282) | (299) | (317) | (336) | (357) |
| Ganancia (pérdida), antes de impuestos | 852 | 2.770 | 2.937 | 3.113 | 3.300 | 3.498 |
| <i>Rentabilidad antes de impuestos</i> | 9,33% | 9,59% | 9,59% | 9,59% | 9,59% | 9,59% |
| <i>Gasto por impuestos a las ganancias</i> | (174) | (693) | (749) | (840) | (891) | (944) |
| Ganancia (pérdida) Neta | 677 | 2.078 | 2.188 | 2.272 | 2.409 | 2.553 |
| <i>Rentabilidad despues de impuestos</i> | 7,42% | 7,19% | 7,14% | 7,00% | 7,00% | 7,00% |

5. Proyección de Flujos de Caja Libre

Para obtener el flujo de caja proyectado de la compañía utilizamos como base el estado de resultados proyectado y ajustamos las partidas que no corresponden a un flujo efectivo de caja como son las depreciaciones y amortizaciones de intangibles, los devengamientos de intereses, así como los ingresos o pérdidas reconocidos por inversiones realizadas en otras

compañías, las diferencias de cambio y los ingresos y gastos por reajustes de activos y pasivos reflejados en unidades de fomento u otra moneda reajutable. Todos estos conceptos no son flujos de caja y al restar los ingresos y sumar los gastos nos da como resultado el Flujo de Caja Bruto.

Cuadro 27: Proyección de Flujo de Caja Bruto

| | IV Trimestre | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Ingresos de actividades ordinarias | 9.133 | 28.890 | 30.624 | 32.461 | 34.409 | 36.473 |
| Costos Operacionales | (5.651) | (17.867) | (18.939) | (20.075) | (21.280) | (22.556) |
| Ganancia bruta | 3.482 | 11.024 | 11.685 | 12.386 | 13.129 | 13.917 |
| <i>Gastos de administración y otros gastos</i> | (2.560) | (7.971) | (8.449) | (8.956) | (9.493) | (10.063) |
| Ganancias (pérdidas) de actividades operacional | 922 | 3.053 | 3.236 | 3.430 | 3.636 | 3.854 |
| <i>Otros ingresos y egresos no operacionales</i> | (70) | (282) | (299) | (317) | (336) | (357) |
| Ganancia (pérdida), antes de impuestos | 852 | 2.770 | 2.937 | 3.113 | 3.300 | 3.498 |
| <i>Rentabilidad antes de impuestos</i> | 9,33% | 9,59% | 9,59% | 9,59% | 9,59% | 9,59% |
| <i>Gasto por impuestos a las ganancias</i> | (174) | (693) | (749) | (840) | (891) | (944) |
| Ganancia (pérdida) Neta | 677 | 2.078 | 2.188 | 2.272 | 2.409 | 2.553 |
| <i>Rentabilidad despues de impuestos</i> | <i>7,42%</i> | <i>7,19%</i> | <i>7,14%</i> | <i>7,00%</i> | <i>7,00%</i> | <i>7,00%</i> |
| FLUJO DE CAJA PROYECTADO | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Ganancia neta después de impuestos | 677 | 2.078 | 2.188 | 2.272 | 2.409 | 2.553 |
| Depreciación de Activo Fijo | 79 | 300 | 318 | 337 | 358 | 379 |
| Amortización de Activos Intangibles | | | | | | |
| Otros Ingresos por Función (después de Impuestos) | | | | | | |
| Otros gastos por Función (después de Impuestos) | 36 | 78 | 82 | 85 | 90 | 95 |
| Ingresos Financieros (después de impuestos) | (1) | (27) | (28) | (29) | (31) | (33) |
| Costos financieros (después de impuestos) | 119 | 350 | 369 | 383 | 406 | 430 |
| Participación en Asociadas | (81) | (161) | (169) | (176) | (186) | (198) |
| Diferencias de cambio | 14 | 43 | 46 | 48 | 51 | 54 |
| Resultado por unidades de reajuste | 19 | 23 | 24 | 25 | 27 | 29 |
| Ajuste partidas que no corresponden a flujo de caja | 184 | 606 | 641 | 674 | 715 | 757 |
| Flujo de Caja Bruto | 861 | 2.684 | 2.829 | 2.946 | 3.123 | 3.311 |

Una vez establecido el Flujo de Caja Bruto determinaremos los egresos relacionados con las inversiones en Activo Fijo y las necesidades de Capital de Trabajo para encontrar el Flujo de Caja Libre.

5.1 Determinación de Capital de Trabajo Neto Operacional

Para definir el Capital de Trabajo Neto Operacional (CTON) utilizaremos información histórica del Capital de Trabajo desde el año 2012 hasta septiembre de 2016 y los compararemos con los ingresos por ventas de los mismos periodos, esto nos dará como resultado un porcentaje de capital de trabajo por ventas, calculamos un promedio de esos porcentajes y los proyectaremos según las ventas proyectadas anteriormente. Las diferencias de Capital de Trabajo entre periodos (CTON) serán las que afecten el flujo de caja.

Cuadro 28: Determinación del Porcentaje de Capital Operacional Neto (RCTON)

| | Desde el 1 de Enero Hasta el 30 de Septiembre de 2016 MUF | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2015 MUF | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2014 MUF | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2013 MUF | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2012 MUF |
|-------------------------|--|---|---|---|---|
| Existencias | 10.119 | 9.208 | 8.866 | 9.597 | 8.415 |
| Cuentas por Cobrar | 6.227 | 7.295 | 6.301 | 6.020 | 5.883 |
| Valores Negociables | 345 | 251 | 286 | 334 | 529 |
| Activo Corriente | 16.691 | 16.754 | 15.453 | 15.950 | 14.826 |
| Proveedores | 4.840 | 3.545 | 2.488 | 2.918 | 4.516 |
| Acreedores Varios | 4.837 | 4.175 | 3.283 | 3.070 | 3.198 |
| Cuentas por pagar | 142 | 243 | 211 | 143 | 125 |
| Pasivo Corriente | 9.818 | 7.963 | 5.982 | 6.132 | 7.838 |
| CTON | 6.873 | 8.791 | 9.471 | 9.818 | 6.988 |
| Ventas | 18.122 | 24.823 | 23.686 | 20.405 | 19.625 |
| RCTON | 37,93% | 35,42% | 39,99% | 48,12% | 35,61% |
| RCTON Promedio | 39,15% | | | | |

5.2 Determinación de RCTON y Déficit de CTON

Con el porcentaje obtenido (RCTON) calculamos el Capital de Trabajo Necesario y con esto podemos definir la inversión en Capital de Trabajo para proyectar los Flujos de Caja Libre.

Cuadro 29: Determinación de la Inversión en Capital Operacional Neto (CTON) y Déficit de CTON.

| | Proyectado 2016 | Proyectado 2017 | Proyectado 2018 | Proyectado 2019 | Proyectado 2020 | Proyectado 2021 |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Ventas Proyectadas | 27.255 | 28.890 | 30.624 | 32.461 | 34.409 | 36.473 |
| CTON | 10.671 | 11.312 | 11.990 | 12.710 | 13.472 | 14.281 |
| Inversion CTON | - 640 | - 679 | - 719 | - 763 | - 808 | - |
| Déficit CTON | - 3.798 | | | | | |

El CTON al 30 de Septiembre del 2016 es de 6.873 MUF, lo que al compararlo con el CTON proyectado al año 2016 que es 10.671 MUF, se produce un déficit de CTON de 3.798 MUF.

5.3 Determinación de Activos Fijos

Para determinar las inversiones en Activos Fijos utilizamos la misma fórmula que para el Capital de Trabajo, revisamos la información histórica de capital de trabajo y la relacionaremos con los ingresos por ventas, con esto obtenemos un porcentaje de inversión en activos fijos el cual emplearemos para determinar la proyección de Inversión en Activo Fijo.

Cuadro 30: Determinación de las inversiones para nuevos proyectos.

| CAPEX 2012-2016 | | | | | |
|--------------------------------|---|--|--|--|--|
| | Desde el 1 de Enero Hasta el 30 de Septiembre de 2016 | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2015 | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2014 | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2013 | Desde el 1 de Enero Hasta el 31 de Diciembre de 2012 |
| | UF | UF | UF | UF | UF |
| Activo Fijo | 13.557 | 13.569 | 13.877 | 14.160 | 11.281 |
| Ingresos | 18.122 | 24.823 | 23.686 | 20.405 | 19.625 |
| Activo Fijo/Ingresos | 74,81% | 54,66% | 58,59% | 69,40% | 57,48% |
| CAPEX | 12 | 308 | 283 | 2.879 | - |
| Promedio Activo Fijo /Ingresos | 60,03% | | | | |

5.4 Proyección de Capex

Para determinar el Capex se utilizaron los años comprendidos entre el 1 de Enero del 2012 hasta el 31 de Diciembre del 2015. Con el porcentaje de 60,03% obtenido proyectamos la inversión en CAPEX para el periodo comprendido entre el año 2016 al año 2019.

Cuadro 31: Proyección de CAPEX

| CAPEX 2016-2020 Proyectado | | | | | | |
|----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Proyectado 2016 | Proyectado 2017 | Proyectado 2018 | Proyectado 2019 | Proyectado 2020 | Proyectado 2021 |
| Ingresos | 27.255,10 | 28.890,00 | 30.624,00 | 32.461,00 | 34.409,00 | 36.473,00 |
| Activo Fijo Proyectado | 16.362,15 | 17.343,64 | 18.384,62 | 19.487,43 | 20.656,88 | 21.895,97 |
| CAPEX Proyectado | 981,49 | 1.040,98 | 1.102,81 | 1.169,45 | 1.239,09 | 0,00 |

Con esta información estamos en condiciones de calcular el Flujo de Caja Libre.

5.5 Calculo Flujo de Caja Libre.

Descontamos el flujo del año 2021 como una perpetuidad con la tasa Wacc de 6,58% al año 2020 y se suma como valor terminal al flujo de caja libre de ese periodo, todos los flujos desde el año 2017 al año 2020 determinados en la tabla anterior se descuentan a la misma

tasa hasta el 31 de diciembre de 2016 y la suma de estos valores se descuentan al 30 de septiembre de 2016 los que nos da como resultado el valor de los activos operacionales.

Cuadro 32: Determinación de Flujos de Caja Libre

| | IV Trimestre | | | | | |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Flujo de Caja Bruto | 861 | 2.684 | 2.829 | 2.946 | 3.123 | 3.311 |
| - Inversion en Reposicion | (79) | (300) | (318) | (337) | (358) | (379) |
| - Inversion en Capital Fisico | (245) | (1.041) | (1.103) | (1.169) | (1.239) | |
| - Aumentos (disminuciones) WK | (640) | (679) | (719) | (763) | (808) | 0 |
| Flujo de Caja Libre | (103) | 664 | 688 | 677 | 718 | 2.931 |

5.6 Calculo Flujo de Caja Libre.

El valor de los activos operacionales descontados a la tasa WACC prorrateada a razón de tres meses sobre doce meses nos da como resultado MUF 43.330, a esto le restamos la deuda financiera y el resultado es el patrimonio económico en miles de unidades de fomento, al multiplicarlo por el valor de la unidad de fomento al 30 de septiembre de 2016 el resultante es el patrimonio económico en miles de pesos al 30 de septiembre de 2016.

Cuadro 33: Determinación del Valor de los Activos Operacionales

| | IV Trimestre | | | | | |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Flujo de Caja Bruto | 861 | 2.684 | 2.829 | 2.946 | 3.123 | 3.311 |
| - Inversion en Reposicion | (79) | (300) | (318) | (337) | (358) | (379) |
| - Inversion en Capital Fisico | (245) | (1.041) | (1.103) | (1.169) | (1.239) | |
| - Aumentos (disminuciones) WK | (640) | (679) | (719) | (763) | (808) | 0 |
| Flujo de Caja Libre | (103) | 664 | 688 | 677 | 718 | 2.931 |
| Valor Terminal | | | | | 49.201 | |
| Flujo de Caja Libre + Valor Terminal | (103) | 664 | 688 | 677 | 49.920 | |
| Valor Actual | (103) | 629 | 617 | 574 | 40.083 | |
| Valor de los activos operacionales al 31/12/16 | 41.799 | | | | | |

5.7 Determinación del Patrimonio Económico.

El valor de los activos operacionales descontados a la tasa WACC prorrateada a razón de tres meses sobre doce meses nos da como resultado MUF 39.053, a esto le restamos la deuda financiera y el resultado es el patrimonio económico en miles de unidades de fomento,

al multiplicarlo por el valor de la unidad de fomento al 30 de septiembre de 2016 el resultante es el patrimonio económico en miles de pesos al 30 de septiembre de 2016.

Cuadro 34: Determinación del Patrimonio Económico

| | |
|--|--------------------|
| Valor de los activos operacionales al 30/09/2016 MUF | 41.218 |
| (+) Activos Prescindibles | 1.633 |
| (-) Deficit de CTON | (3.798) |
| Valor Total de los activos al 30/09/2016 MUF | 39.053 |
| (-) Deuda Financiera al 30/09/16 | (8.515) |
| Patrimonio Económico al 30/09/16 | 30.538 |
| Valor UF al 30/09/16 | 26.224,30 |
| Patrimonio Económico al 30/09/16 miles de pesos | 800.837.657 |

5.7 Precio teórico de la acción al 30 de Septiembre de 2016.

El patrimonio económico dividido por el número de acciones da como resultado el precio teórico estimado de la acción al 30 de septiembre de 2016.

Cuadro 35: Precio Estimado de la Acción

| | |
|---|-------------|
| Patrimonio Económico al 30/09/16 miles de pesos | 800.837.657 |
| Número de acciones | 747.005.982 |
| Precio estimado de la acción al 30/09/16 | 1.072,06 |
| Valor Bursátil al 30/09/16 | 1.150,00 |
| Diferencia de precio en pesos | -77,94 |
| Sobre valoración | 7,27% |

El precio estimado por el método de flujos de caja descontados es de \$1.072,06 por acción, si comparamos este resultado con el valor bursátil de la acción que a esta fecha es de \$1.150,00, tenemos una sobre valoración de la acción por el mercado, es decir el mercado cree que la acción tiene un valor un 7,27% más alto que el valor estimado mediante este método.

6. Conclusiones

Utilizando el método de flujos de caja descontados a la tasa de descuento WACC estimada mediante modelo de mercado, se determinó para Concha y Toro S.A. y filiales un valor de \$ 1.072,06 por acción al 30 de septiembre de 2016. El precio de mercado a esta fecha es de \$1.150,00 por acción por lo que podemos observar una brecha de -7,27%.

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

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

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

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

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

Bibliografía

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