



**VALORACIÓN DE SOCIEDAD ANÓNIMA VIÑA SANTA  
RITA  
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA  
DESCONTADOS**

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

**Alumna: Daniela Ahumada Méndez**

**Profesor Guía: Marcelo González**

**Santiago, Abril de 2019**

*A mi hija Trinidad, que es la personita más importante de mi vida, a quien le debo las fuerzas para poder seguir adelante y a tratar de convertirme en mejor persona. A mi esposo Manuel, que es el pilar fundamental de mi vida, que con su apoyo y amor incondicional me ha permitido crecer y avanzar en los distintos desafíos, tanto personales como profesionales. Y a mi familia, por estar siempre para mí.*

## CONTENIDO

---

1	Resumen Ejecutivo .....	4
2	Metodología.....	5
2.1	Principales Métodos de Valoración.....	5
2.1.1	Modelo de Descuento de Dividendos .....	5
2.1.2	Método de Flujos de Caja Descontados .....	6
2.1.3	Método de Múltiplos .....	9
2.2	Descripción de la empresa y de la Industria .....	11
2.2.1	Descripción de la Viña Santa Rita .....	11
2.2.2	Descripción de la Industria .....	5
2.2.3	Empresas Comparables .....	8
2.3	Financiamiento Vía Bonos de la Empresa .....	12
2.4	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	16
2.4.1	Deuda Financiera .....	16
2.4.2	Número de Acciones Suscritas y Pagadas .....	16
2.4.3	Precio de Cierre Bursátil.....	17
2.4.4	Patrimonio Económico.....	17
2.4.5	Estructura de Capital Objetivo .....	18
2.5	Estimación del Costo Patrimonial y de Capital de la Empresa.....	19
2.5.1	Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	19
2.5.2	Estimación del Costo de Capital de la Empresa (WACC) .....	23
2.5.3	Costo de la Deuda $K_b$ .....	23
2.5.4	Beta de la Deuda $\beta_d$ .....	23
2.5.5	Beta Patrimonial de la Acción .....	24
2.6	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	29
2.6.1	Estados Financieros de Viña Santa Rita.....	29
2.6.2	Análisis de Crecimiento .....	29
2.6.3	Análisis de Costos Operacionales .....	32
2.6.4	Análisis de Cuentas no Operacionales .....	34
2.6.5	Análisis de Activos.....	35
2.7	Proyección de Estados de Resultados .....	37
2.7.1	Proyección de los Ingresos.....	37

2.7.2	Proyección de Costos Operacionales .....	38
2.7.3	Proyección de Resultado No Operacional .....	40
2.7.4	Ganancia antes de impuestos .....	41
2.7.5	Impuestos.....	41
2.7.6	Estados de Resultados Proyectados .....	42
2.8	Valoración de la Empresa por Flujo de Caja Descontado .....	43
2.8.1	Depreciación del ejercicio y Amortización de Intangibles.....	43
2.8.2	Inversión de Reposición .....	43
2.8.3	Nuevas Inversiones en Activo Fijo.....	44
2.8.4	Capital de Trabajo .....	45
2.8.5	Activos Prescindibles.....	47
2.8.6	Deuda Financiera .....	47
2.8.7	Flujo de Caja Libre y Valor Terminal.....	48
2.8.8	Valoración Económica de Viña Santa Rita, y el Precio de la Acción.....	49
3	Conclusiones .....	50
4	Anexos .....	51
5	Bibliografía .....	53

## 1 RESUMEN EJECUTIVO

---

El presente informe tiene como objeto determinar el Patrimonio Económico y el precio de la Acción de la Sociedad Anónima Viña Santa Rita al 30 de septiembre de 2018. Viña Santa Rita fue fundada en el año 1880 por don Domingo Fernández Concha, y en el año 1980, el Grupo Claro y a empresa Owens Illinois, principal productora de envases de vidrio del mundo, adquirieron parte del patrimonio de Viña Santa Rita, dándole un impulso a la empresa en distintos aspectos, como por ejemplo en el ámbito productivo, introduciendo adelantos tecnológicos y técnicas de elaboración de vinos.

La estructura del informe comienza con la descripción de la empresa y de la Industria en la cual está inserta, identificando a los principales competidores de Viña Santa Rita, empresas que transan sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. Se revela la estructura de Financiamiento y la Estructura de Capital, para así comenzar con el proceso de proyección del Estado de Resultados y de Flujos de Caja libres de la Viña. Para efectos de Valoración, el periodo de proyección abarca desde el cuarto trimestre del año 2018, al 31 de diciembre de 2022, con una perpetuidad sin crecimiento a partir del año 2023.

El Método de Valoración utilizado es el método de Flujos de Caja Descontados, para lo cual se estimó el Beta de la Empresa a través del Modelo de Mercado, utilizando como referencia el Índice General de Precios de las Acciones (IGPA). Posteriormente se determina el Costo de Capital de la Empresa (WACC), tasa a la cual se descontarán los flujos de caja libres proyectados.

Como resultado del proceso de estimación del Patrimonio Económico, se obtiene un precio de la acción de \$148, generando una variación del 1,7% con respecto al precio real de mercado al 30 de septiembre de 2018, el cual es \$146 por acción.

## **2 METODOLOGÍA**

---

### **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 fondos<sup>1</sup>. 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 comparables<sup>2</sup>.

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

#### **2.1.1 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.

---

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

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

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:

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

Donde:

DPA = Dividendo por acción

$K_p$  = rentabilidad exigida a las acciones.

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

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{DPA_1}{(K_p - g)}$$

Donde  $DPA_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### 2.1.2 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

---

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

correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>4</sup>

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

---

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

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.

### 2.1.3 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 ellos<sup>5</sup>:

Múltiplos de Ganancias:

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

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de

---

<sup>5</sup> Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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 m<sup>2</sup> construido en retail)

## 2.2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y DE LA INDUSTRIA

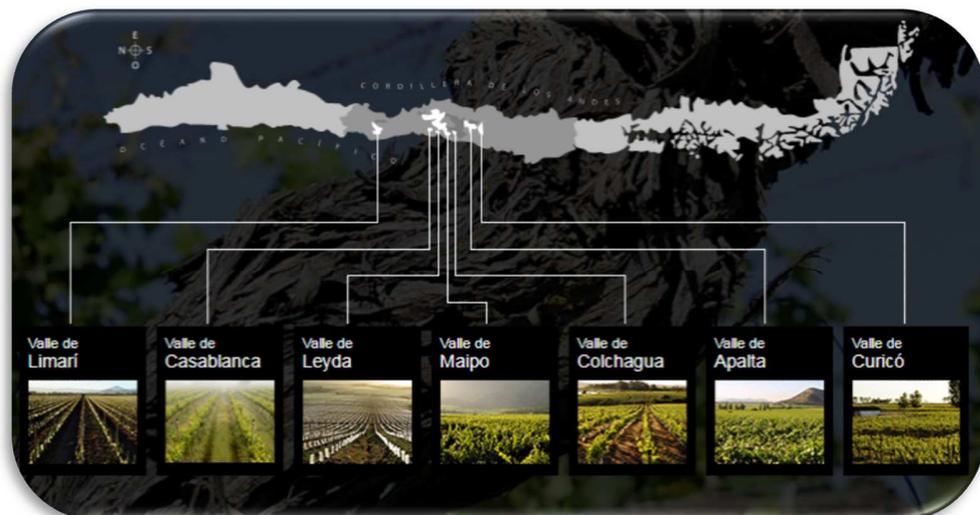
### 2.2.1 Descripción de la Viña Santa Rita

Viña Santa Rita es una empresa dedicada principalmente a la producción y exportación de vinos.

Fue fundada en 1880 por don Domingo Fernández Concha, en la zona de Buin, Alto Jahuel, Santiago, lugar donde mantienen sus principales instalaciones. En la década de 1970, la viña fue gestionada por la familia García Huidobro, hasta que, en el año 1980, el grupo Claro y la empresa Owens Illinois, adquirieron la propiedad de Viña Santa Rita. Posteriormente, en el año 1987, se adquirió la marca Carmen, de gran prestigio nacional. En el año 1988, el grupo Claro tomó en control total de la empresa.

Durante dicha década, se efectuaron significativas inversiones, como, por ejemplo, el área Enológica, incorporando nuevos equipos de trabajo y equipamientos; en el área Agrícola hubo adquisiciones y plantaciones de más de mil hectáreas en las zonas de Maipo, Rapel, Lontué, Casablanca y Apalta.

Los viñedos que mantiene actualmente la Viña Santa Rita son los siguientes<sup>6</sup>:



<sup>6</sup> Imagen de propiedad de Viña Santa Rita

Viña Santa Rita, posee 5 Plantas de producción. La principal se encuentra ubicada en Alto Jahuel, Buin, las restantes se encuentran en Los Lirios, Rancagua; Pirhuin, Lontué; Palmilla; Valle de Colchagua; y en Rio Claro, provincia de Talca. En ellas mantiene maquinarias de vinificación, líneas de embotellación y cubas para la guarda con capacidad de 17 millones de litros de vinos.

Los vinos que produce Viña Santa Rita y sus Filiales son los siguientes:

- Casa Real Reserva Especial
- Bougainville
- Pehuén
- Triple C
- Floresta
- Medalla Real
- Secret Reserve
- 120 Reserva Especial
- 120 Tres Medallas
- Late Harvest
- Carmen
- Espumante Amaranta
- Doña Paula
- Terra Andina
- Nativa

Viña Santa Rita es un productor y exportador de vinos. La sociedad tiene como objeto, según sus Estatutos:

- Explotación agrícola, industrial y comercial de predios rústicos, de la vitivinicultura y sus derivados
- Prestación de servicios de alimentos en restaurant
- Prestación de servicios de hospedaje
- La comercialización de artículos promocionales
- El desarrollo de actividades vinculadas a la cultura y arte
- Producción, importación y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas.
- El Ebitda de Viña Santa Rita y sus Filiales es de \$14.587 millones. El Margen Ebitda es de 12,2%.

Los antecedentes de la empresa, se presentan a continuación:

**Cuadro 1: Información Resumida de la Empresa**

Razón Social	Sociedad Anónima Viña Santa Rita
Rut	86.547.900 – K
Nemotécnico	SANTA RITA
Industria	Alimenticias y Bebidas

Fuente: Elaboración Propia

Asimismo, las filiales de la Viña Santa Rita son las siguientes:

**Viña Carmen S.A.**

En el año 1987, Viña Santa Rita adquirió la marca Carmen, viña productora de vinos de gran distinción en el mercado chileno. Luego de su adquisición, se efectuaron inversiones en el Proyecto Viña Carmen, orientado a la producción de vinos finos para el mercado internacional. La sociedad tiene por objeto:

- Explotación agrícola, industrial y comercial de predios rústicos, de la vitivinicultura y sus derivados
- Explotación, Exportación, importación distribución de productos agropecuarios y vitivinícolas.

**Nativa Eco Wines S.A.**

Viña productora de vinos orgánicos. La sociedad tiene por objeto:

- Explotación agrícola, industrial y comercial de predios rústicos, de la vitivinicultura orgánica.
- Labores de fruticultura
- Exportación, importación distribución de productos agropecuarios y vitivinícolas, de aceite de oliva y sus derivados.

### **Viña Centenaria Sur S.A.**

La sociedad tiene por objeto:

- Explotación agrícola, industrial y comercial de predios rústicos, de la vitivinicultura y sus derivados
- Explotación, Exportación, importación distribución de productos agropecuarios y vitivinícolas.

### **Distribuidora Santa Rita S.A.**

Su objetivo principal es la administración logística de los productos a lo largo del país. El objeto social es el siguiente:

- Distribuidora de Vinos, licores y bebidas
- Mayorista de vinos y bebidas alcohólicas y de fantasía
- Transporte de carga
- Servicio de almacenamiento y deposito

### **Sur Andino S.A.**

Administradora de la marca de vinos Terra Andina, adquirida de la multinacional Francesa Pernod Richard

### **Viña Doña Paula**

Viña productora de vinos de exportación en Mendoza, Argentina.

### **Sur Andino Argentina S.A.**

Su objetivo es complementar la oferta de vinos de Viña Doña Paula.