



VALORACIÓN VIÑA SAN PEDRO DE TARAPACA S.A.

Por Flujo de Caja Descontado

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Roberto Ortiz Ortega
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Santiago, Junio de 2020

Tabla de contenidos

1.	Resumen ejecutivo.....	5
2.	Metodología.....	7
2.1.	Principales métodos de valoración.....	7
2.2.	Método de flujos de caja descontados.....	8
3.	Descripción de la empresa e industria.....	11
3.1.	Descripción de Viña San Pedro de Tarapacá S.A.....	11
3.2.	Filiales Viña San Pedro de Tarapacá S.A.....	12
3.2.1.	Estructura societaria 2019.....	12
3.2.2.	Viña Altair Spa.....	12
3.2.3.	Finca la Celia s.a.....	13
3.2.4.	Bodega San Juan S.A.U.....	14
3.2.5.	Análisis Financiero resumen al 2019.....	15
3.3.	Identificación de 12 mayores accionistas.....	18
3.4.	Descripción de la industria.....	19
3.4.1.	Industria internacional.....	19
3.4.2.	Industria nacional.....	21
3.4.3.	Empresas benchmark.....	23
4.	Descripción del financiamiento de la empresa.....	25
5.	Estimación de la estructura de capital de la empresa.....	27
5.1.	Calcular la estructura de capital objetivo.....	29
6.	Estimación del costo patrimonial de la empresa.....	30
6.1.	Estimación del beta patrimonial de la empresa.....	30
6.2.	Estimación del costo de capital de la empresa.....	32
6.2.1.	Costo de la deuda 2019.....	33
6.2.2.	Beta de la deuda.....	33
6.2.3.	Beta patrimonial sin deuda.....	34
6.2.4.	Beta patrimonial con deuda.....	34
6.2.5.	Costo patrimonial.....	35
6.2.6.	Costo de capital.....	36
7.	Análisis operacional del negocio y de la industria.....	37
7.1.	Análisis de crecimiento.....	37
7.1.1.	Tasa de crecimientos reales para la empresa.....	37

7.1.2.	Tasas de crecimiento reales para la industria.....	39
7.1.3.	Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2020 al 2024.....	40
7.2.	Análisis de costos de operación.....	43
7.2.1.	Costos de operación de la empresa.....	43
7.2.2.	Detalle de los costos de operación.....	44
7.3.	Análisis de cuentas no operacionales.....	45
7.4.	Análisis de activos.....	46
7.4.1.	Clasificación de activos de la empresa.....	46
7.4.2.	Activos no operacionales.....	47
8.	Proyección del estado resultado.....	48
8.1.	Ingresos.....	48
8.2.	Costos y gastos de operación.....	52
8.3.	Cuentas no operacionales.....	54
8.4.	Ganancias e impuestos.....	55
8.5.	Proyección del estado de resultados.....	56
9.	Proyección de los flujos de caja libre.....	57
9.1.	Inversión en reposición.....	57
9.2.	Inversión en capital físico.....	58
9.3.	Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo.....	59
9.4.	Flujo de caja libre.....	61
10.	Valorización económica.....	62
10.1.	Exceso o déficit de capital de trabajo.....	62
10.2.	Activos prescindibles.....	62
10.3.	Deuda financiera.....	62
10.4.	Valorización del patrimonio y precio de la acción.....	63
11.	Conclusiones.....	64
12.	Bibliografía.....	66

Índice Tablas e Ilustraciones

1.	Ilustración Estructura Societaria 2019.....	11
----	---	----

2.	Ilustración Rentabilidad VSPT.....	14
3.	Ilustración Liquidez VSPT.....	14
4.	Ilustración Endeudamiento VSPT.....	15
7.	Ilustración Evolución de la Producción, Chile (mmlts).....	21
8.	Tabla Bonos vigentes.....	24
9.	Tabla financiamiento corto plazo.....	24
10.	Tabla Financiamiento largo plazo.....	25
11.	Ilustración Deuda Financiera (UF) VSPT.....	25
12.	Tabla Deuda Financiera.....	26
13.	Tabla Patrimonio Económico.....	26
14.	Tabla Valor Económico Empresa.....	27
15.	Tabla Estructura de Capital.....	27
16.	Tabla Estructura de Capital Objetiva.....	28
17.	Tabla Beta modelo de mercado.....	29
18.	Tabla Beta Industria Bebidas Alcohólicas Damodaran.....	30
19.	Tabla Costo de la deuda.....	32
20.	Tabla resumen Wacc.....	35
21.	Tabla Ingresos por ventas en UF.....	36
22.	Tabla Ingresos por ventas en porcentaje.....	36
23.	Tabla Crecimiento Ingresos por ventas en porcentaje.....	37
24.	Tabla Crecimiento real de la Industria.....	38
25.	Tabla Proyecciones de crecimiento de producción en MLitros.....	40
26.	Ilustración Producción Mundial (MMhl).....	41
27.	Ilustración Costos y Gastos de la Operación.....	42
28.	Tabla Costos y gastos por naturaleza.....	43
29.	Tabla Activos.....	45
30.	Tabla Ingresos VSPT.....	47
31.	Tabla Crecimiento VSPT.....	48
32.	Ilustración Expectativas de Producción.....	48
33.	Ilustración Volúmenes de exportación, Chile.....	49
34.	Tabla crecimiento esperado VSPT.....	50
35.	Tabla costos y gastos proyectados.....	51
36.	Tabla Depreciación y amortización VSPT.....	52
37.	Tabla Cuentas no operacionales.....	53

38.	Tabla Costos Financieros.....	53
39.	Tabla ganancias e impuestos.....	54
40.	Proyección de estado de resultados.....	55
41.	Tabla inversión en reposición.....	56
42.	Tabla Inversión capital físico.....	57
43.	Tabla capital de trabajo.....	58
44.	Tabla Inversión en capital de trabajo.....	59
45.	Tabla Flujo de caja libre.....	60
46.	Tabla valoración económica VSPT.....	62

1. Resumen ejecutivo

El presente documento tiene como objetivo la exposición de la valoración económica de la empresa Viña San Pedro de Trapaca S.A., a través del método de

flujo de caja libre descontado al 31 de Diciembre del 2019. La compañía ha presentado en el último cierre de año un EBITDA de MM\$38.303, lo cual representa un 25% de aumento con respecto al año 2018 y la utilidad del ejercicio de la compañía alcanzó los MM\$22.208, esto representa un 50% de crecimiento con respecto al año anterior.

VSPT tiene operaciones en Chile y Argentina, desarrollando actividades que comprenden la producción, comercialización, distribución y exportación de productos vitivinícolas. El Grupo está compuesto por siete bodegas chilenas y dos argentinas cada una con un posicionamiento y sello enológico distinto.

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, la información anterior se complementó con la utilización de datos del mercado de acceso público, además de estudios y plataformas financieras como Bloomberg, Reuters y las mismas memorias publicadas por la compañía.

En esta Tesis podrán encontrar un análisis detallado que busca determinar 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 año 2020 hasta el año 2025, utilizando una perpetuidad desde el año 2025. Posteriormente, se hicieron los ajustes necesarios para llegar al flujo de caja bruto y luego al flujo de caja libre, descontando las inversiones que mantiene VSPT.

En base a lo anterior, se llegó a un valor patrimonial de Viña San Pedro de Tarapacá al 31 de Diciembre de 2019 de UF 10.387.687 para el cual considerando 39.969.696.632 acciones en circulación, se concluye un precio por acción de \$7,357. Este valor dista levemente en un 2,54% del precio de mercado de la acción a la misma fecha (\$7,175). Dicha diferencia se da en parte por la volatilidad de mercado

en el precio de la acción, así como por los supuestos utilizados en la proyección

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 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 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.

2.2. 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

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.

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 metodologías.³

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 interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

³ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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.

3. Descripción de la Empresa e Industria

3.1. Descripción de Viña San Pedro de Tarapacá S.A

Con más de 150 años de historia, Viña San Pedro fue fundada en 1865 en el Valle de Curicó por los hermanos Correa Albano, pioneros en llevar cepas del Viejo Continente al Valle. San Pedro, es una de las viñas más importantes de Chile y una de las exportadoras más importantes del país, con presencia en más de 80 mercados en los cinco continentes a través de sus reconocidas marcas.

A continuación se presenta una ficha de Viña San Pedro de Tarapacá, mostrando sus principales características, además de su composición a nivel de filiales y mayores accionistas.

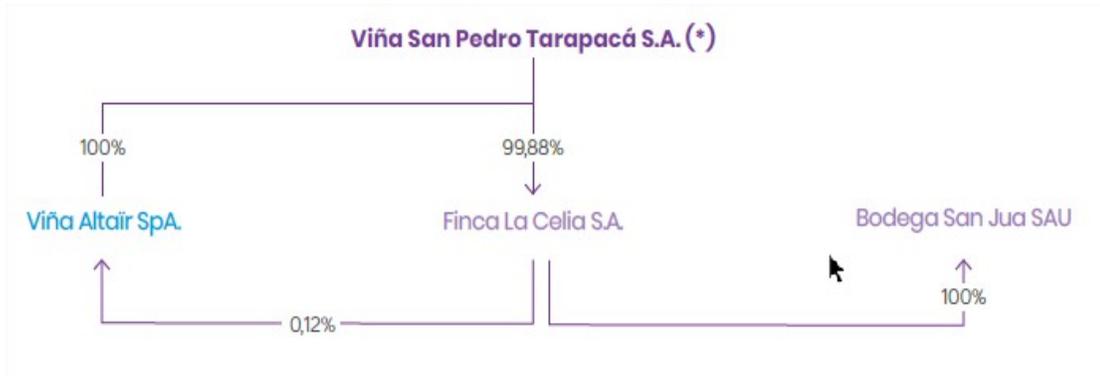
	Observaciones
Razón Social	VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A
Rut	91.041.000-8
Nemotécnico	VSPT
Industria	Vitivinícola y Bebestibles
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y regulaciones ambientales en la producción en Chile y en los países donde comercializa.
Tipo de Operación	VSPT tiene operaciones en Chile y Argentina, desarrollando actividades que comprenden la producción, comercialización, distribución y exportación de productos vitivinícolas. El Grupo está compuesto por siete bodegas chilenas y dos argentinas cada una con un posicionamiento y sello enológico distinto. En la actualidad VSPT produce y comercializa vinos ultra-premium, premium, reserva, varietales y masivos bajo la familia de marcas de Viña San Pedro, Viña Tarapacá, Viña Santa Helena, Viña Misiones de Rengo, Viñamar, Viña Casa Rivas, Viña Leyda, Bodega Tamarí y Finca La Celia, estas dos últimas de origen argentino.

3.2. Filiales Visa San Pedro de Tarapacá S.A

3.2.1. Estructura Societaria 2019

A continuación se detalla la Estructura Societaria que presenta la compañía a Diciembre del año 2019.

1. Ilustración Estructura Societaria 2019



Fuente: Memoria Anual VSPT 2019

3.2.2. Viña Altair SPA

Esta sociedad refuerza el compromiso de Viña San Pedro Tarapacá S.A. con la zona geográfica del Alto Cachapoal, a través de vinos de categoría Icono y Súper Premium, vinos finos con uvas provenientes principalmente del Valle de Casablanca, como también del Valle Central y vinos espumosos destinados al mercado local y de exportación. Asimismo, refuerza el compromiso de Viña San Pedro Tarapacá S.A en la producción de vino orgánico.

Capital Suscrito y Pagado: M\$8.558.664

Porcentaje de Tenencia: 100%

Inversiones sobre Activo de la Matriz: 2,6968%

3.2.3. Finca la Celia S.A

La sociedad tiene por objeto: (i) producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos agrícolas, en especial de los vitivinícolas; (ii) explotación, administración y arriendo, por cuenta propia o ajena, de predios agrícolas, bodegas, viñedos y establecimientos comerciales del rubro vitivinícola; (iii) producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena de toda clase de bebidas, sean estas vinos, licores, cervezas o de cualquier naturaleza, alcohólicas y de las materias primas de las mismas; (iv) aprovechamiento industrial y comercial de los subproductos y derivados de los

artículos que anteceden; (v) prestación de servicios relacionados con los mismos rubros; (vi) representación de empresas nacionales y extranjeras, la distribución y comercialización de los productos nacionales o importados de los bienes anteriormente mencionados y de productos alimenticios en general.

Capital Suscrito y Pagado: M\$ 13.263.145

Porcentaje de Tenencia: 100%

Inversiones sobre Activo de la Matriz: 6,6047%

3.2.4. Bodega San Juan S.A.U

La sociedad tiene por objeto realizar por cuenta propia, de terceros y/o asociada a terceros, en el país o en el exterior, las siguientes actividades: a) La producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos agrícolas, en especial de los vitivinícolas; b) La explotación, administración y arriendo, por cuenta propia o ajena, de predios agrícolas, bodegas, viñedos y establecimientos comerciales del rubro vitivinícola; c) La producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena de toda clase de bebidas, sean éstas vinos, licores, cervezas o de cualquier naturaleza, alcohólicas y de las materias primas de las mismas; d) El aprovechamiento industrial y comercial de los subproductos y derivados de los artículos que anteceden; e) La prestación de

servicios relacionados con los mismos rubros así como servicios de asesoría, marketing, ventas, enología, administración, organización y desarrollo de empresas, en especial prestación de servicios de mano de obra especializada en operación de bodegas industriales de elaboración, guarda y envasado de vino y explotación de campos; f) La representación de empresas nacionales y extranjeras, la distribución y comercialización de los productos nacionales o importados de los bienes anteriormente mencionados y de productos alimenticios en general; g) Para su cumplimiento, la sociedad tendrá plena capacidad jurídica para adquirir derechos, contraer obligaciones y realizar todo tipo de actos y operaciones relacionadas con su objeto, que no estén prohibidos por la ley o por el presente estatuto.

Capital Suscrito y Pagado: M\$1.524.184

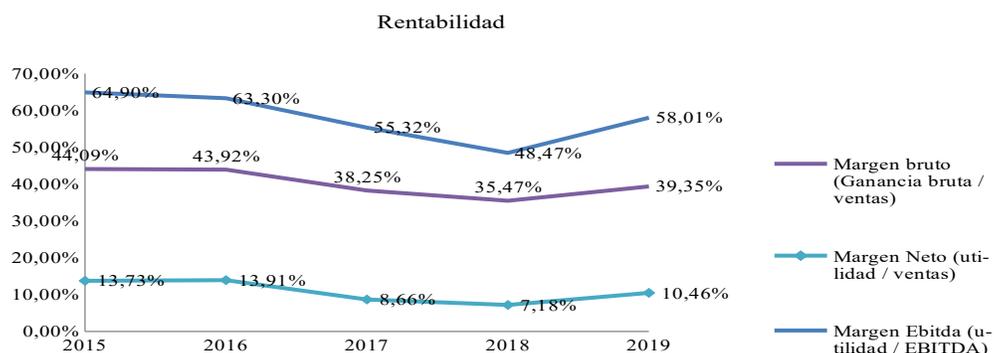
Porcentaje de Tenencia: 100%

Inversiones sobre Activo de la Matriz: 1,2712%

3.2.5. Análisis Financiero resumen al 2019

A continuación se presenta un resumen de los principales indicadores financieros de la compañía en base a los Estados Financieros públicos el año 2019. Los indicadores de la compañía indican que VSPT históricamente ha sido conservador en su perfil financiero, con bajos niveles de endeudamiento y alta cobertura de gastos financieros y de liquidez.

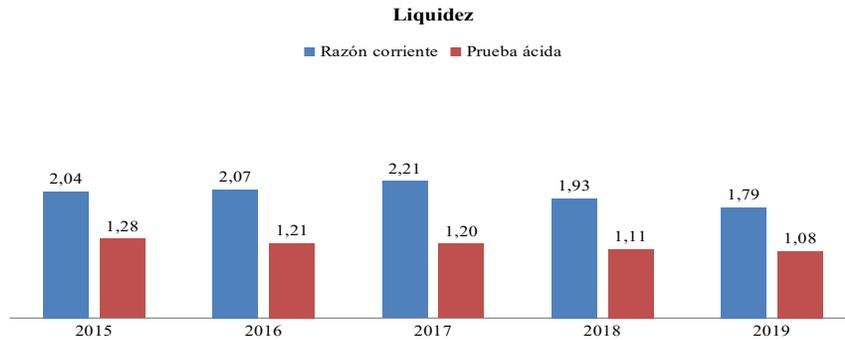
2. Ilustración Rentabilidad VSPT



Fuente: Memoria Anual VSPT 2019

La compañía presenta indicadores estables y en rangos favorables con respecto a la industria, durante el 2017 y 2018 los ingresos por ventas fueron decrecientes, afectando los indicadores con costos por ventas que por el contrario aumentaron. Para el año 2019 los ingresos por ventas vuelven a presentar indicadores positivos y los costos de ventas disminuyen en un 5,92% mejorando los indicadores con respecto al año 2019.

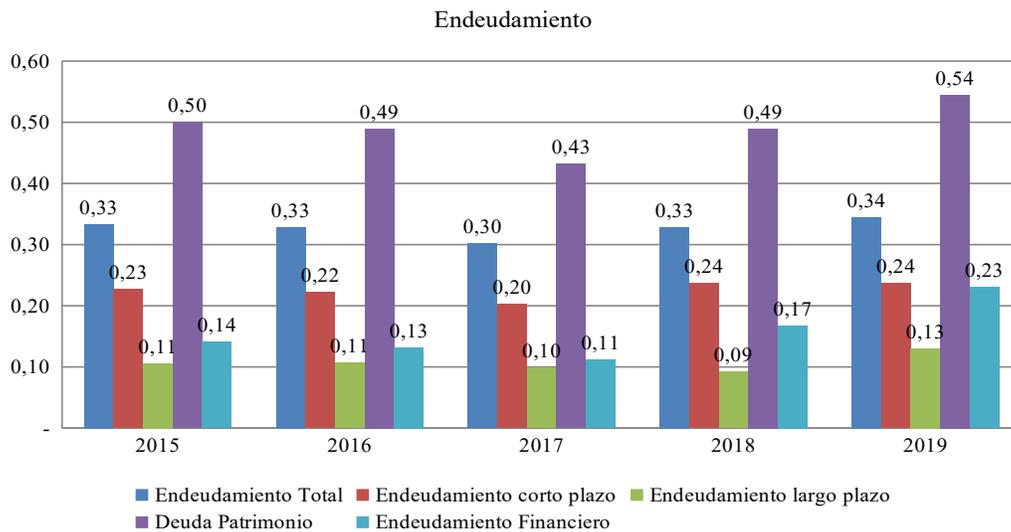
3. Ilustración Liquidez VSPT



Fuente: Memoria Anual VSPT 2019

En cuanto a liquidez la compañía siempre presenta indicadores estables y dentro de los rangos teóricos aceptados. Incluso en momentos podríamos considerar que presenta exceso de liquidez si solo consideramos razón corriente.

4. Ilustración Endeudamiento VSPT

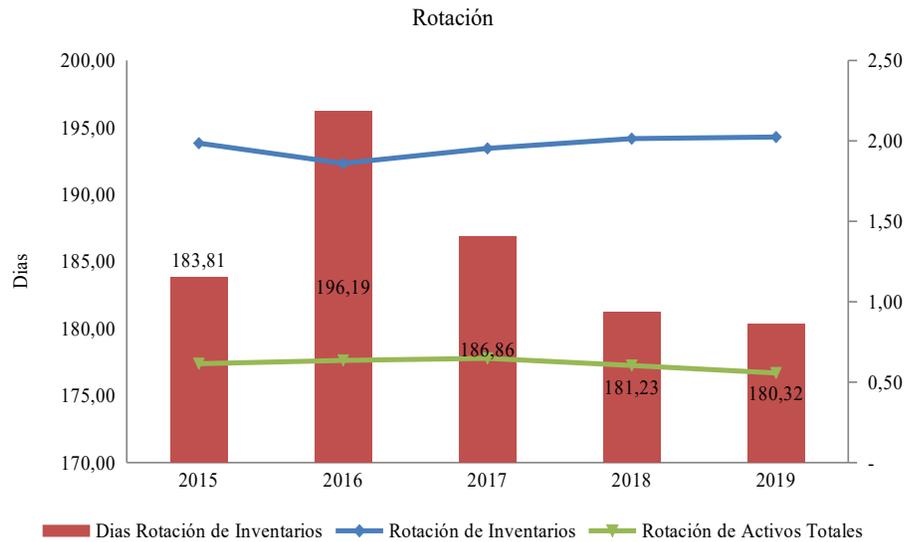


Fuente: Memoria Anual VSPT 2019

VSPT es estable a lo largo de los años de estudio. Hacia el 2018 VSPT aumentó el endeudamiento financiero producto del plan de inversiones que llevo a cabo la compañía. Pero pese al incremento en las obligaciones, el riesgo de la compañía no se ve alterado dado que la deuda es destinada a inversiones orgánicas que en el mediano plazo deberían generar mayores eficiencias. Adicionalmente, durante los

años anteriores, VSPT disminuyó su stock de deuda precisamente para estar en una mejor posición al momento de materializar las actuales inversiones.

5. Ilustración Rotación VSPT



Los indicadores de rotación estudiados se ven estables y están dentro de los rangos aquí presentan otras compañías vitivinícolas de la industria. Se destaca que la rotación de inventarios hacia el año 2019 presenta una leve mejoraría rotando cada 180,32 días.

3.3. Identificación de 12 Mayores Accionistas

Los doce principales accionistas de la Sociedad al 31 de diciembre de 2019 poseen el 98.96% de su propiedad, los cuales se identifican a continuación:

Nombre o Razón social	% de Propiedad
CCU INVERSIONES S A	83,01%
YANGHE CHILE SPA	12,50%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	0,84%
HMG GLOBETROTTER	0,51%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	0,50%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	0,47%
BCI C DE B S A	0,39%
BANCHILE C DE B S A	0,24%
INVERSIONES ORENGO SA	0,18%
FONDO MUTUO COMPASS ACCIONES CHILENAS	0,14%
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	0,14%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	0,12%

Fuente: Memoria Anual VSPT 2019

3.4. Descripción de la industria

3.4.1. Industria Internacional

De acuerdo a datos de la Organización Internacional del Vino (OIV), la producción mundial de vino estimada para el año 2019 fue cercana a los 263 millones de hectolitros, una caída del 11% respecto al año anterior.

Europa sigue siendo el principal productor mundial con el 62% del total, donde Italia vuelve a posicionarse como el principal productor del mundo con 46,6 millones de hL, esto es un 15% menos que en 2018, seguido de Francia con 41,9 millones de hL, esto es un 15% menos que el año anterior, y España con 34,3 millones de hL, disminuyendo un 24% su producción respecto al año anterior.

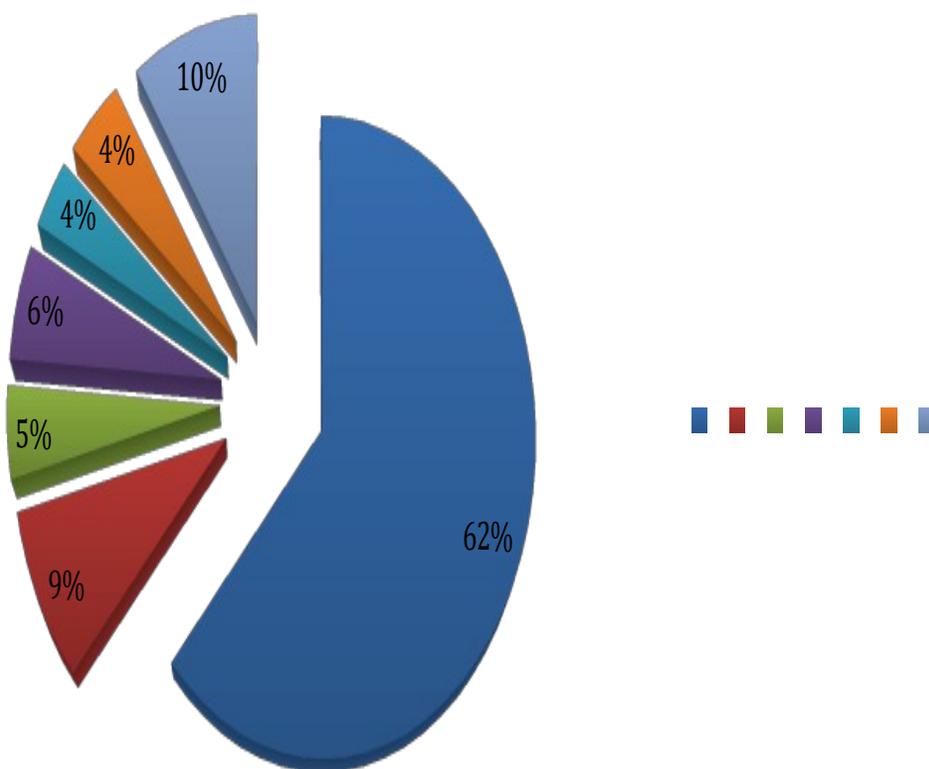
Los productores del Nuevo Mundo, siguen liderados por Estados Unidos, que según informa la OIV, se ubica en la cuarta posición a nivel mundial, elevando su nivel de producción respecto del año anterior, la que alcanzó los 23,6 millones de hL.

De los países de América del Sur, Argentina ocupa el sexto lugar con una producción de 12,2 millones de hL, una producción 16% menor que la de 2018. Mientras que Chile ocupa el octavo lugar a nivel mundial alcanzando los 11,9 millones de hL, una producción un 7% menor respecto al 2018.

Australia disminuyó su producción un 3%, alcanzando los 12,5 millones de hL mientras que Nueva Zelanda mantuvo su producción en los 3,0 millones de hL.

6. Ilustración Producción Mundial del Vino al 2019 (mmhl)

Producción Mundial del Vino 2019 (mmhl)



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual VSPT 2019

3.4.2. Industria Nacional

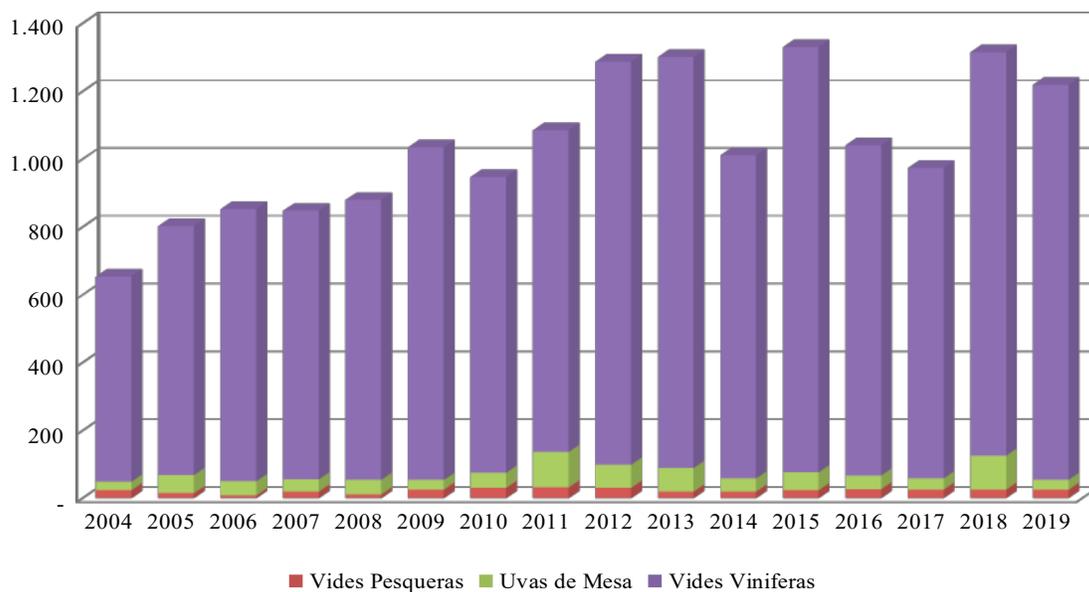
La gran mayoría de las viñas nacionales participa en la Asociación gremia Vinos de Chile, la que tiene entre sus objetivos promocionar el vino chileno en el ámbito nacional e internacional, mediante la gestión de una estrategia comercial y comunicacional que incluye la organización de ferias y degustaciones para consumidores, importadores, distribuidores, minoristas y restaurantes; visitas de críticos, periodistas especializados, sommeliers e influenciadores, entre otras.

Actualmente el gremio se ha propuesto la misión de fortalecer la categoría de vinos chilenos en los mercados internacionales, incrementando el valor de la marca “Vinos de Chile” (Wines of Chile), y mejorar la competitividad de la industria siguiendo los lineamientos del Plan Estratégico 2025, cuyo objetivo central es consolidar a Chile como el principal productor de vinos Premium, sustentables y diversos del Nuevo Mundo, promoviendo la denominación de origen y contribuyendo al desarrollo del sector.

Los mercados definidos como prioritarios por Wines of Chile son: China, Estados Unidos, Brasil, Canadá y Reino Unido, donde se ha desarrollado un plan sólido y sustentable, con el objetivo de incrementar el precio promedio, aumentar la penetración y el consumo de vinos Premium (US\$60FOB por cajas de 9L).

- Artículo I.**
- Artículo II.**
- Artículo III.**
- Artículo IV.**
- Artículo V.**
- Artículo VI.**
- Artículo VII.**
- Artículo VIII.**
- Artículo IX.**
- Artículo X.**
- Artículo XI.**
- Artículo XII.**
- Artículo XIII.**
- Artículo XIV.**
- Artículo XV.**
- Artículo XVI.**
- Artículo XVII.**
- Artículo XVIII.**
- Artículo XIX.**
- Artículo XX.**
- Artículo XXI.**

7. Ilustración Evolución de la Producción, Chile (mmlts)



Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual VSPT 2019

3.4.3. Empresas Benchmark

Se han identificado dos empresas benchmark dentro de la competencia nacional: Viña Santa Rita y Viña Concha y Toro S.A, las cuales se presentan a continuación:

	Observaciones
Razón Social	VIÑA CONCHA Y TORO
Nemotécnico	CONCHATORO
Descripción de la Empresa	<p>La compañía se dedica a la producción de vinos en distintos formatos y para distintos nichos, ofertando una amplia gama de productos, los cuales pueden ser divididos de la siguiente forma:</p> <p>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. La empresa posee terrenos en Chile, Argentina y Estados Unidos.</p> <p>A su vez, la compañía tiene tecnología de punta en el proceso de vinificación y cuatro plantas de embotellado (siendo las más importantes las ubicadas en Pirque).</p> <p>Los principales destinos de venta de la producción son: Europa, Chile y Norte América.</p>

	Observaciones
Razón Social	SOCIEDAD ANONIMA SANTA RITA

Nemotécnico	SANTA_RITA
Descripción de la Empresa	<p>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 EE. UU., Irlanda, Canadá, Escandinavia, Brasil, Reino Unido, Japón, China, Corea y Holanda.</p> <p>La empresa ofrece una gran variedad de vinos a través de una amplia gama de marcas.</p>

4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

Al 31 de Diciembre del 2019 la Viña San Pedro de Tarapacá no tiene deuda a través de bonos en el mercado local, mantiene vigente la línea de bonos N° 415 que fue

inscrita el 13 de junio de 2005 por UF 1.500.000 a 25 años plazo. Con fecha 29 de junio de 2005 se inscribió la serie A con cargo a esta línea de bonos por UF1.500.000 a 20 años plazo y una tasa de emisión de 3,8%. Durante el 2011, se realizó el pago anticipado del 50% del bono serie A y en noviembre de 2014 el rescate anticipado de la totalidad pendiente de pago en ese momento.

Artículo XXII.

8. Tabla Bonos vigentes

Línea 415 de Bonos Vigente (Anticipada)	
Fecha inscripción	13-jun-15
Plazo (años)	24,83
Monto	UF 1.500.000
Monto colocado vigente	UF 0
Series vigentes	SIN SERIES VIGENTES

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

Se financia principalmente a través de deudas con entidades financieras. A continuación el detalle.

Artículo XXIII.

9. Tabla financiamiento corto plazo

Corto Plazo (M\$)			
Nombre empresa deudora	Vencimiento (M\$)		
	Hasta 90 días	Más de 90 días hasta 1 año	Total
Viña San Pedro Tarapacá S.A.	-	29.769.337	29.769.337
Finca La Celia S.A.	541	631	1.172
VSPT y subsidiarias	283.726	1.059.998	1.343.724
			31.114.233

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

10. Tabla Financiamiento largo plazo

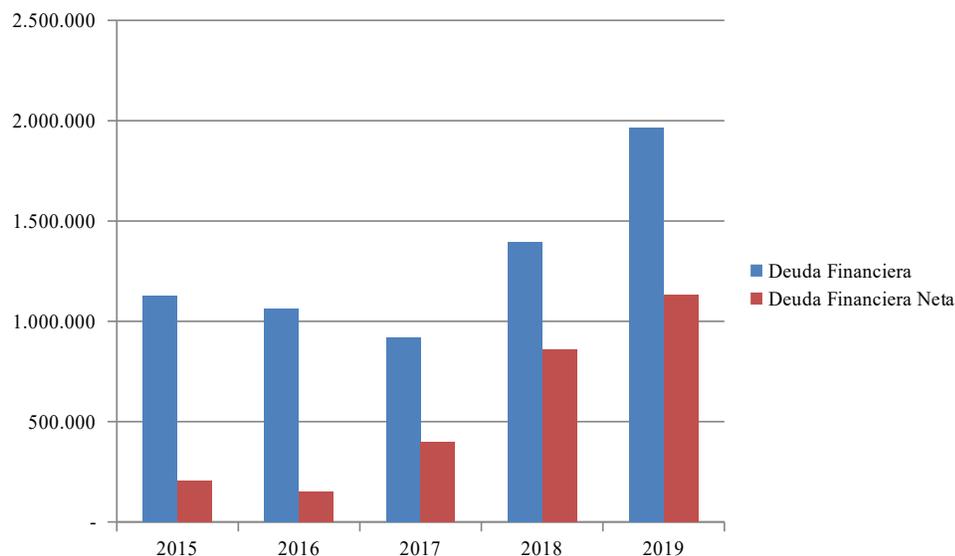
Largo Plazo (M\$)				
Nombre empresa deudora	Vencimiento (M\$)			
	Más de 1 año hasta 3 años	Más de 3 años hasta 5 años	Más de 5 años	Total

Viña San Pedro Tarapacá S.A	19.131.214	-	-	19.131.214
VSPT y subsidiarias	1.845.510	1.317.463	2.077.233	5.240.206
				24.371.420

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

Del financiamiento actual de la empresa un 56% corresponde a obligaciones de corto plazo. A nivel general la deuda financiera ha ido en aumento desde el año 2018 debido al plan de inversiones de la compañía que contempla entre otros la adquisición de nuevas viñas en Argentina.

11. Ilustración Deuda Financiera (UF) VSPT



Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Para realizar la estimación de la estructura de capital de la empresa, partimos con la deuda Financiera, para esto se analizaron los resultados para los 2015, 2016, 2017, 2018 y al cierre de Diciembre de 2019. Además, se observó el precio y el número

de acciones para la estimación del patrimonio económico de la compañía. La información extraída de las diversas fuentes se resume en los siguientes cuadros:

Artículo XXIV.
12. Tabla Deuda Financiera

	2015	2016	2017	2018	2019
Otros Pasivos Financieros corrientes (UF)	531.217	485.422	538.719	1.098.622	1.103.551
Otros Pasivos Financieros no corrientes (UF)	598.473	580.061	380.328	298.126	860.879
DEUDA FINANCIERA (Miles de UF)	1.130	1.065	919	1.397	1.964

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

Por su parte, el precio de la acción y el patrimonio económico, en base a las 39.969.696.632 acciones suscritas, se presenta a continuación:

13. Tabla Patrimonio Económico

	2015	2016	2017	2018	2019
Acciones Vigentes	39.969.696.632	39.969.696.632	39.969.696.632	39.969.696.632	39.969.696.632
Valor acción cierre (\$)	6,30	6,90	7,80	5,80	7,18
Patrimonio económico (MS)	251.809.089	275.790.907	311.763.634	231.824.240	286.782.573
Patrimonio económico (UF)	9.825.128	10.467.250	11.633.779	8.409.853	10.130.102
Patrimonio económico (MUF)	9.825	10.467	11.633	8.409	10.130

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

Por lo tanto el Valor Económico de la Empresa sería el siguiente:

14. Tabla Valor Económico Empresa

	2015	2016	2017	2018	2019	PROMEDIO
DEUDA FINANCIERA MUF (B)	1.	1.		1.	1.	1.295

	130	065	919	397	964	
PATRIMONIO ECONOMICO MUF (P)	9.825	10.467	11.634	8.410	10.130	10.093
VALOR ACTIVOS MUF (B+P)	10.955	11.533	12.553	9.807	12.095	11.388

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

En base a la información anterior, se obtienen los siguientes indicadores de estructura de capital:

15. Tabla Estructura de Capital

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Media	Desv. Est.
B/V	10,31%	9,24%	7,32%	14,24%	16,24%	11,47%	11%	4%
P/V	89,69%	90,76%	92,68%	85,76%	83,76%	88,53%	88%	4%
B/P	11,50%	10,18%	7,90%	16,61%	19,39%	13,12%	12%	5%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

5.1. Calcular la Estructura de Capital Objetivo

De acuerdo con lo presentado, se utilizará como proxy de la estructura objetivo de largo plazo el Promedio de los cierres anuales desde 2015 al cierre de Diciembre de 2019, es decir, $B/P = 13,12\%$. Este supuesto se ha realizado en base a que la estructura de capital es relativamente estable en el tiempo, por lo que se entiende la existencia de una política de financiamiento de largo plazo estable.

16. Tabla Estructura de Capital Objetiva

Datos Estados Financieros Empresas VSPT	Estructura de Capital Histórica					Estructura para Desapalanca r (2018-2019)	Estructura para Apalancar (2015-2019)
	2015	2016	2017	2018	2019		
PATRIMONIO ECONOMICO MUF (P)	9.825	10.467	11.634	8.410	10.130		
DEUDA FINANCIERA MUF (B)	1.130	1.065	919	1.397	1.964		
B/V	10,31%	9,24%	7,32%	14,24%	16,24%	15,24%	11,47%
P/V	89,69%	90,76%	92,68%	85,76%	83,76%	84,76%	88,53%
B/P	11,50%	10,18%	7,90%	16,61%	19,39%	18,00%	13,12%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

6. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

Para la estimación del costo patrimonial de la empresa y siguiendo la metodología expresada anteriormente 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 las estimaciones se presentan a continuación:

6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para comenzar se debe calcular el beta patrimonial mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$).

Para el modelo de mercado se ha utilizado como benchmark el índice IPSA de la Bolsa de Santiago, se ha procedido a estimar el Beta de la acción para cada año, utilizando 105 retornos semanales. En la siguiente tabla se detallan resultados.

17. Tabla Beta modelo de mercado

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0,3487**	0,3522**	0,025
p-value (significancia)	0,012	0,011	0,83
Presencia Bursátil (%)	46,1%	40,6%	2,2%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

En relación a la determinación de cuál es el Beta de la acción, es importante mencionar que la empresa a lo largo de los últimos tres años ha mostrado una baja presencia bursátil⁴, cuestión que se ve plasmada en la baja significancia de sus Betas.

Por ejemplo, el Beta a Diciembre de 2019 (utilizando 104 retornos semanales) no es significativo, por lo que la utilización de estos resultaría en una estimación del costo de capital poco confiable.

Es por ello, que hemos asumido como Beta sin deuda de referencia el provisto por Damodaran para mercados emergentes⁵, en la industria de Bebidas Alcohólicas al cierre del 2019, y cuyo valor es de 0,99. Creemos que este Beta es más representativo del riesgo y correlación que tiene la empresa con el Mercado.

18. Tabla Beta Industria Bebidas Alcohólicas Damodaran

Industria	Número de Empresas	Beta S/deuda
Bebidas Alcohólicas	120	0,99

4 La baja liquidez se explica por el aumento de la participación de su controladora CCU. El floating bursátil de la compañía se redujo considerablemente (desde 35% hasta 4,5%). Asimismo, la presencia bursátil disminuyó exponencialmente, llegando a un 2,2%. Los títulos accionarios de la compañía dejaron de pertenecer al IGPA y ya no cuentan con marketmaker. Lo anterior implicó que el mercado redujera desde el 2018 la clasificación para los títulos accionarios desde Clase Nivel 2 a Clase Nivel 4, lo anterior se relaciona principalmente con la nula presencia bursátil y el casi nulo floating de la acción.

5 http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html

6.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para la estimación del costo patrimonial de la empresa y siguiendo con lo detallado anteriormente se utilizó la metodología de CAPM, para luego utilizar el método de WACC para la estimación del costo de capital. Cabe señalar que además del Beta sin deuda al cierre del 2019 publicado por Damodaran, se utilizara data de Mercado al 2019 para determinar beta de la deuda y luego para apalancar en base a Estructura Objetivo.

Información utilizada

- Tasa libre de riesgo 0,8% (BCU-30 al 27 de Diciembre de 2019)

- Premio por riesgo de Mercado de 5,89% para Chile (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Enero de 2020)
- Premio por Iliquidez de 2,06% (paper Illiquidity premium and expected stock returns in the UK: A new approach

De esta forma los resultados de las estimaciones se presentan a continuación de forma detalla para cada ítem.

6.2.1. Costo de la Deuda 2019 (k_b)

Debido a la nula presencia de Bonos vigentes en la compañía en el mercado para poder determinar el costo de la deuda, la tasa se ha inferido desde los Estados financieros como una proporción entre los costos financieros y la deuda financiera histórica de la compañía. Del análisis anterior se infiere la tasa promedio, la cual es altamente estable, y corresponde a un 5,33% anual en UF.

19. Tabla Costo de la deuda						
	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
	1.129.69			1.396.74	1.964.43	
Deuda Financiera (M UF)	1	1.065.483	919.047	8	0	1.295.080
Costos Financieros (M UF)	70.862	59.416	57.433	73.587	64.721	65.204

6% 6% 6% 5% 3%
 Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

5,33%

6.2.2. Beta de la Deuda (β_b)

Para poder determinar el beta patrimonial debemos antes calcular el beta de la deuda, en consecuencia, debemos conocer el costo de la deuda, el cual se infirió en el punto anterior, K_b a utilizar será un 5,33%. Una vez obtenido el costo de la deuda se procede a calcular el beta de la deuda con el método de CAPM.

En la siguiente estimación se considerara una tasa libre de riesgo de 0,8% (BCU-30 al 27 de Diciembre de 2019) y un premio por riesgo de mercado (PRM) de 5,89% para Chile.

$$K_b = rf + (PRM) \beta_d$$

$$5,33\% = 0,8\% + (5,89\%) \beta_b$$

$$\beta_{b(2019)} = 0,769$$

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

El Beta utilizado en este punto es el obtenido de Damodaran. El cual es representante para la industria de bebidas alcohólicas, considerando 120 Compañías en su cálculo.

$$\beta_p^{S/D} = 0,990$$

6.2.4. Beta Patrimonial Con deuda $(\beta_p^{C/D})$

Una vez que contamos con el beta patrimonial sin deuda o desapalancado, este se debe apalancar con la estructura de capital objetivo, además se considera Beta de la deuda al 2019 y la tasa de impuesto legal a las empresas de largo plazo, la cual es un

27% para así determinar el Beta patrimonial con deuda, también con la fórmula de Rubinstein.

La estructura utilizada para apalancar se deriva de la estructura de capital histórica que considera todos los años de estudio. Lo anterior luego de confirmar estabilidad en los resultados estudiados.

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,99 \left[1 + (1 - 27\%) 0,131 \right] - 0,769 (1 - 27\%) 0,131$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,011$$

6.2.5. Costo Patrimonial (k_p)

Con el beta patrimonial con deuda de 1,011, se procede a estimar costo patrimonial con la fórmula de CAPM y se consideran además los resultados obtenidos en los puntos anteriores. En esta etapa se incluirá un Premio por iliquidez⁶ de un 2,06% debido a la poca presencia bursátil que presenta la acción de la compañía principalmente el año 2019. De esta forma la ecuación y resultado fue el siguiente:

$$K_p = rf + (PRM) \beta_p^{C/D} + \text{Premio por iliquidez}$$

$$k_p = 0,8\% + (5,89\%) 1,011 + 2,06\%$$

$$k_p = 8,815\%$$

⁶ Paper Illiquidity premium risk, Amihud 2016

6.2.6. Costo de Capital (k_0)

Finalmente, el costo de capital se obtuvo a través de la formula WACC de la siguiente ecuación:

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

$$k_0 = 8,815\% (0,89) + 5,33\% (1 - 27\%) (0,12)$$

$$k_0 = 8,251\%$$

20. Tabla resumen Wacc

Costo de la deuda	5,33%
Beta de la deuda	0,769
Beta sin deuda	0,990
Beta patrimonial con deuda	1,011
Permio por riesgo de mercado	5,89%
Tasa libre de riesgo	0,80%

Tasa de impuesto objetivo	27,0%
Costo patrimonial	8,815%
B/P objetivo	0,131
B/V objetivo	0,115
P/V objetivo	0,885
Tasa costo de capital (WACC)	8,251%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF Consolidados

7. Análisis operacional del negocio y de la industria

7.1. Análisis de crecimiento

7.1.1. Tasa de crecimientos reales para la empresa

Viña San Pedro de Tarapacá S.A presenta en sus Notas de Estados Financieros la apertura de sus ingresos por país. Como se ha señalado con anterioridad la compañía opera en Chile y Argentina.

De la tabla anterior podemos desprender que los ingresos provienen mayoritariamente de la operación en Chile. Representando un 96% de los ingresos en promedio a lo largo de los años de estudio.

21. Tabla Ingresos por ventas en UF

Ingresos por ventas netas por destino (UF)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Destino domestico Chile	2.41	2.49	2.61	2.84	3.08	2.99
Destino Internacional	0.262	0.858	4.418	6.323	1.299	2.130
Vino granel sin marca y otros ingresos	4.18	4.73	4.83	4.67	4.28	4.39
	0.979	9.762	2.806	5.008	9.966	3.645
Total ingresos	13	16	19	10	12	11
	3.483	3.908	6.704	8.071	0.584	4.126
	6.72	7.39	7.64	7.62	7.49	7.49
	4.724	4.529	3.928	9.402	1.849	9.901

Fuente: Elaboración propia

22. Tabla Ingresos por ventas en porcentaje

Ingresos por ventas netas por país en %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	PROMEDIO Histórico
Destino domestico Chile en %	36%	34%	34%	37%	41%	40%	37%
Destino	62%	64%	63%	61%	57%	59%	61%

Internacional en %							
Vino granel sin marca y otros ingresos en %	2%	2%	3%	1%	2%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia

Con la información anterior podemos expresar las tasas de crecimiento real de VSPT.

23. Tabla Crecimiento Ingresos por ventas en porcentaje

Crecimiento Total Ventas por sector (Histórico)	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio Ponderado
Destino domestico Chile	3,34%	4,96%	8,87%	8,26%	-2,89%	1,67%
Destino Internacional	13,36%	1,96%	-3,27%	-8,24%	2,42%	-1,09%
Vino granel sin marca y otros ingresos	22,79%	20,01%	-45,06%	11,58%	-5,36%	-0,09%
TOTAL	9,96%	3,37%	-0,19%	-1,80%	0,11%	0,49%

Fuente: Elaboración propia

Se observa un crecimiento sostenido de las ventas hasta el año 2016, luego durante los años 2017 y 2018 se presenta disminuciones en los ingresos, pero de menor cuantía. A excepción del año 2015 donde se ve un crecimiento exponencial con respecto al 2014, principalmente generado por un tipo de cambio favorable y un mayor precio internacional del vino entre otras razones.

El mercado Argentino no presenta ventas sostenidas o estables, es más bien volátil en sus indicadores, con una importante dispersión, pero a la vez es importante señalar que representa tan solo el 4% de las ventas de la compañía durante los años de estudio, por lo que no es una variable “crítica” en el estudio.

Además es importante señalar que en promedio el 61% de los ingresos provienen desde el exterior, el mercado domestico promedio 37% y un 2% corresponde a vino granel sin marca y otros ingresos.

7.1.2. Tasas de crecimiento reales para la Industria.

La industria relevante del vino en Chile consta de dos grandes actores locales, además de Viña San Pedro de Tarapacá, estos son Viña Concha y Toro y Santa Rita. Estas fueron seleccionadas como empresas comparables y en base a la información de estas construiremos un benchmarking de mercado para VSPT, enfocándonos en las ventas.

Por lo que el detalle de las ventas y crecimiento de la industria sería el siguiente:

24. Tabla Crecimiento real de la Industria

Ingresos por ventas por Viña UF	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Concha y Toro	23.68	24.8	24.9	22.89	22.27	23.20
Santa Rita	5.818	23.160	90.440	3.953	8.662	6.706
	5.47	6.03	6.3	6.11	6.19	5.68
	8.757	2.328	09.685	0.447	1.933	6.118
TOTAL	29.16	30.8	31.3	29.00	28.47	28.89
	4.575	55.488	00.125	4.400	0.595	2.824

Crecimiento Total Ventas Industria	2015	2016	2017	2018	2019
Concha y Toro	4,80%	0,67%	-8,39%	-2,69%	4,17%
Santa Rita	10,10%	4,60%	-3,16%	1,33%	-8,17%
TOTAL	5,80%	1,44%	-7,33%	-1,84%	1,48%

Fuente: Elaboración propia

Del crecimiento de la industria (excluyendo VSPT) podemos inferir que esta ha tenido un crecimiento promedio anual de $-0,09\%$. Además es posible ver que los resultados afectaron a nivel industria a las compañías Vitivinícolas durante los años 2017 y 2018, con decrecimientos en las ventas. Finalmente bajo este análisis la Compañía VSPT ha presentado un mejor rendimiento que el mercado de forma marginal, y con resultado positivos.

7.1.3. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2020 al 2024.

Para la Industria local y con información obtenida desde la asociación Wines Of Chile principalmente, se ha generado un plan estratégico que proyecta una estrategia como país con miras al año 2025, la cual busca aumentar la demanda y el precio promedio del vino. Creciendo un 3,2% en volumen anual y un 6% en valor. Los pilares para cumplir esta estrategia son diversidad/calidad, sustentabilidad, imagen país y innovación. No podemos dejar de mencionar que es una meta bastante desafiante si consideramos los inconvenientes climáticos y sociales experimentados durante el último trimestre del año 2019.

Internacionalmente las estimaciones realizadas por la Organización Internacional de la Viña y el Vino (OIV) valoran que tras un volumen de producción excepcionalmente alto en 2018, el año 2019 se ha regresando a los niveles medios de los últimos años a nivel de producción.

Las condiciones climáticas desfavorables tuvieron un impacto significativo a nivel global sobre todo en Italia, Francia y España, lo que dio como resultado producciones por debajo de la media. Portugal es el único país de la UE con una producción de vino más elevada que el año pasado. Además se prevé una ligera disminución de la producción de vino en Estados Unidos. En América del Sur, la producción de vino disminuyó en comparación con 2018, especialmente en Argentina y Chile. Sudáfrica registra un nivel de producción inferior a la media por segundo año consecutivo. Australia y Nueva Zelanda muestran unos niveles de producción ligeramente inferiores con respecto a 2018.

Según la información recopilada en 28 países, que representan el 85% de la producción mundial en 2019, la producción mundial de vino en 2020 se estima entre 258.3 y 267.3 mhl, con una estimación promedio de 262.8 mhl. La producción vinificada de 2019 disminuyó en un 10 % con respecto al año anterior. A pesar de que esta diferencia de 30 Mill. hL parece significativa, el nivel de la producción de

2019 se mantiene en los niveles observados en el periodo 2007-2016 (con excepción de 2013). Tras dos años consecutivos que pueden definirse como sumamente inestables, en el 2019 la producción de vino ha vuelto a sus niveles medios lo que permite poder generar estimaciones de crecimientos más correlacionados con los datos históricos presentados por la Industria.

A continuación se detalla tabla con los 20 mayores productores a nivel mundial y sus respectivas estimaciones de crecimiento en MLitros en base a la información otorgada por OIV.

25. Tabla Proyecciones de crecimiento de producción en MLitros

Pais	Unit	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
USA	M litros	32,67	32,96	33,20	33,38	33,49	33,72
Italia	M litros	23,96	24,47	25,07	25,75	26,51	27,14
Francia	M litros	22,03	21,80	21,66	21,57	21,48	21,28
Brasil	M litros	3,25	3,37	3,51	3,67	3,84	3,99
Alemania	M litros	19,39	19,33	19,25	19,17	19,07	19,00
China	M litros	45,60	47,23	49,79	53,14	56,65	59,25
UK	M litros	13,22	13,14	13,10	13,09	13,10	13,06
Rusia	M litros	9,75	9,90	10,08	10,28	10,50	10,69
Argentina	M litros	8,71	9,15	9,58	10,01	10,44	10,87
España	M litros	9,68	9,63	9,55	9,44	9,29	9,21
Japan	M litros	8,16	8,10	8,05	8,02	7,99	7,94
Australia	M litros	6,16	6,31	6,46	6,62	6,79	6,95
Canada	M litros	6,05	6,18	6,30	6,41	6,50	6,63
Portugal	M litros	5,10	5,20	5,29	5,34	5,38	5,46
Corea del Sur	M litros	4,92	5,07	5,18	5,26	5,35	5,47
Sudafrica	M litros	4,67	4,82	4,95	5,08	5,19	5,35
Holanda	M litros	3,64	3,61	3,59	3,57	3,57	3,54
Gracia	M litros	3,17	3,23	3,29	3,36	3,41	3,48
Chile	M litros	2,90	2,95	3,02	3,09	3,17	3,23
Polonia	M litros	2,2	2,2	2,2	2,2	3,3	3,3

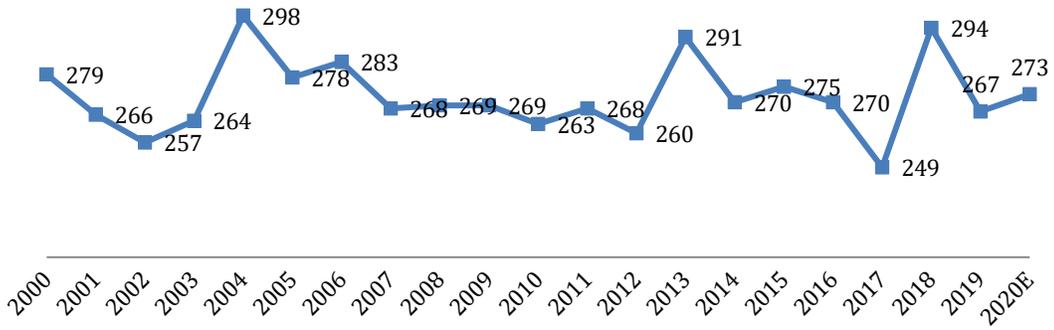
	,67	,75	,85	,94	,04	,14
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Fuente: Elaboración propia en base a información de OIV

De esta tabla se desprende un Crecimiento esperado promedio en los volúmenes de producción Mundial, infiriendo un 2,1% esperado a nivel Mundial hasta el 2024.

26. Ilustración Producción Mundial (MMhl)

Producción Mundial (MMhl)



Fuente: Elaboración propia en base a información de OIV

7.2. Análisis de Costos de Operación

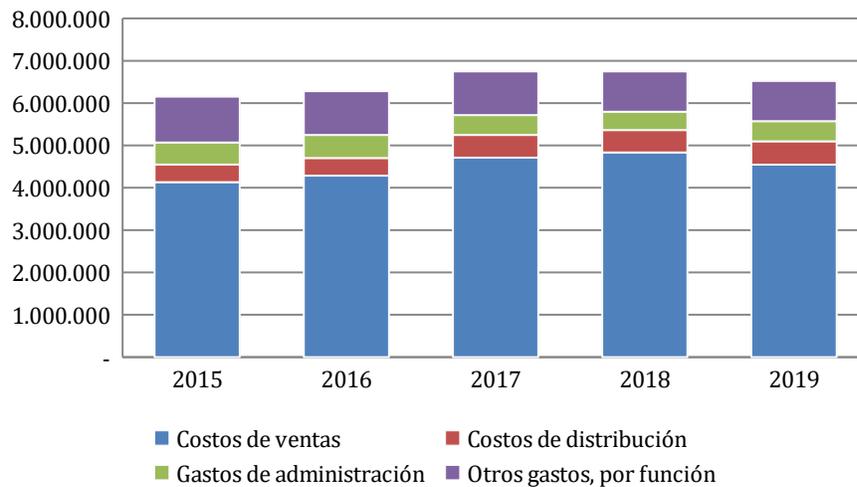
7.2.1. Costos de operación de la empresa.

De acuerdo a la información pública de VSPT, la empresa presenta sus costos de operación desglosados en costo de venta, costo de distribución, gastos de administración y otros gastos por función. Donde el ítem más relevante es el costo de venta, asociado principalmente a los insumos necesarios para la producción de vino, como el costo de producción de vino, costo de embotellado, compra de insumos químicos, entre otros.

El siguiente gráfico muestra la evolución de estas partidas en términos reales desde el año 2015 hasta el cierre del 2019.

27. Ilustración Costos y Gastos de la Operación

Costos y Gastos de la operación (UF)



Fuente: Elaboración propia en base a información de EEFF Consolidados VSPT

De estos costos y gastos, los más relevantes son los costos de ventas, que representan cerca del 69% de total de estos ítems, siendo el año 2018 el de mayor cuantía, llegando a representar un 72% del total del costo y un 64,53% de las ventas para ese año.

7.2.2. Detalle de los costos de operación

Si bien la compañía en sus estados de resultados presenta las partidas desglosadas de acuerdo al detalle del punto anterior. También en las notas a sus estados financieros se presenta un mayor nivel de detalle con respecto al universo de costos y gastos, así de acuerdo a lo informado por la empresa, tenemos la siguiente apertura.

28. Tabla Costos y gastos por naturaleza

Costos y gastos por naturaleza (UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Costos directos	3.285.687	3.426.632	3.832.037	3.960.618	3.669.397
Materiales y mantenciones	-	129.730	133.276	132.962	158.814
Remuneraciones (1)	832.667	797.396	828.265	816.785	847.028
Transporte y distribución	-	388.246	423.887	450.708	455.708
Publicidad y promociones	-	460.046	459.949	403.675	410.329
Arriendos	-	90.026	102.786	176.413	165.827
Energía	-	51.227	55.763	58.276	63.363
Depreciaciones y amortizaciones	295.328	268.669	280.073	287.857	347.092
Otros gastos	1.740.776	668.418	632.152	461.151	406.670

Fuente: Elaboración propia en base a información de EEFF Consolidados VSPT

En general se estima por lo valores apreciados que la mayor parte de estos costos y gastos dependen de los niveles de ventas de VSPT.

7.3. Análisis de Cuentas no operacionales

La VSPT presenta en sus cuentas de resultado fuera de la operación los ingresos financieros, costos financieros, diferencia de cambio y resultados por unidades de

reajuste, de esta forma y considerando 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, los valores presentan algo de volatilidad a lo largo de los años.
- **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 presenta una baja volatilidad.
- **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. Dependen de variables de mercado en gran parte, y en general parecen volátiles.

7.4. Análisis de Activos

7.4.1. Clasificación de activos de la empresa

A continuación se presenta un cuadro con el análisis de los activos que presenta la empresa al cierre del 2019, mostrando la clasificación entre operacional y no

operacional. Calculándose por tanto un valor total de **activos prescindibles de UF 1.203.118⁷**.

29. Tabla Activos

ACTIVOS	2019 (UF)	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	831.921		X
Otros activos financieros corrientes	39.819		X
Otros activos no financieros	139.159	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	1.883.866	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	209.187	X	
Inventarios	2.246.972	X	
Activos biológicos corrientes	334.125	X	
Activos por impuestos corrientes	7.29		X
	3		
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	5.692.343		
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-		X
Otros activos financieros no corrientes	3.48		X
	1		
Otros activos no financieros	75	X	
	6		
Cuentas por cobrar no corrientes	16.567	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	768.899	X	
Plusvalía	1.019.355		X
Propiedades, plantas y equipos (neto)	5.632.362	X	
Activos por impuestos diferidos	320.604		X
ACTIVOS NO CORRIENTES TOTALES	7.762.024	11.231.894	2.222.472
ACTIVOS PRECINDIBLES (sin plusvalía)			1.203.118
ACTIVOS TOTALES	13.454.366		

Fuente: Elaboración propia en base a información de EEFF Consolidados VSPT

7.4.2. Activos no operacionales.

La compañía presenta en sus cuentas de activos no operacionales las siguientes:

- **Efectivo y equivalente de efectivo:** La caja y sus equivalentes no son activos necesarios para que la empresa opere. En esta cuenta se contabilizan todos los saldos líquidos con que cierra la empresa.

⁷ Sin considerar la Plusvalía

- **Otros activos financieros Corrientes:** La empresa no está inserta en la industria financiera, por lo cual los activos financieros no forman parte de su operación. Al cierre del 2019 se presentan en esta cuenta los valores negociables y el saldo activo de los derivados de cobertura entre otros.
- **Activos por impuestos Corrientes:** Son activos que se producen por créditos de impuesto que no son usados para la operación. Corresponden a provisiones, depreciaciones, obligaciones con el personal, ingresos tributarios y pérdidas fiscales.
- **Otros activos financieros no corrientes:** La empresa no está inserta en la industria financiera, por lo cual los activos financieros no forman parte de su operación. Al cierre del 2019 se presentan en esta cuenta los valores negociables y el saldo activo de los derivados de cobertura entre otros.
- **Plusvalía:** La Sociedad ha asignado la plusvalía a la Unidades Generadoras de Efectivo (UGE) tanto a vinos domésticos como de exportación. La Plusvalía de inversión asignada a la UGE es sometida a pruebas de deterioro anualmente, o con mayor frecuencia, si existen indicadores de un potencial deterioro. Estos indicios pueden incluir un cambio significativo en el entorno económico que afecta los negocios, nuevas disposiciones legales, indicadores de desempeño operativo o la enajenación de una parte importante de una UGE.
- **Activos por impuestos diferidos:** 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

8. Proyección del Estado Resultado

8.1. Ingresos

Con respecto a la tasa de crecimiento que se utilizara para proyectar los ingresos de la compañía VSPT. Hemos realizado un análisis en diferentes dimensiones, buscando poder estimar una tasa crecimiento representativa. Para partir es importante señalar que en promedio el 61% de los ingresos provienen desde el exterior, el mercado domestico representa en promedio un 37% y un 2% corresponde a vino granel sin marca y otros ingresos.

Primero se ha realizado un análisis histórico y desglosado de las tasas de crecimiento que ha presentado la compañía durante los últimos 5 años, luego una revisión de expectativas y tasas de crecimiento en volúmenes para la industria Mundial del Vino (Considera estimaciones de PIB Mundial), para finalizar con la revisión particular de la Industria del Vino en Chile.

Para comenzar se detalla comportamiento histórico de la Compañía desglosado en ingresos por destino.

30. Tabla Ingresos VSPT

Ingresos por ventas netas por destino (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv. Estandar
Destino domestico Chile	36%	34%	34%	37%	41%	40%	37%	3%
Destino Internacional	62%	64%	63%	61%	57%	59%	61%	3%
Vino granel sin marca y otros ingresos	2%	2%	3%	1%	2%	2%	2%	0%

Fuente: Elaboración propia en base a información de EEFF Consolidados VSPT

En base a la información anterior se estiman las tasas de crecimiento históricas por destino. Para luego determinar el promedio y el peso relativo según su incidencia en las ventas totales, lo que nos permite inferir que la tasa de crecimiento de la compañía es de un 0,49% anual para los años de estudio.

Artículo XXV.

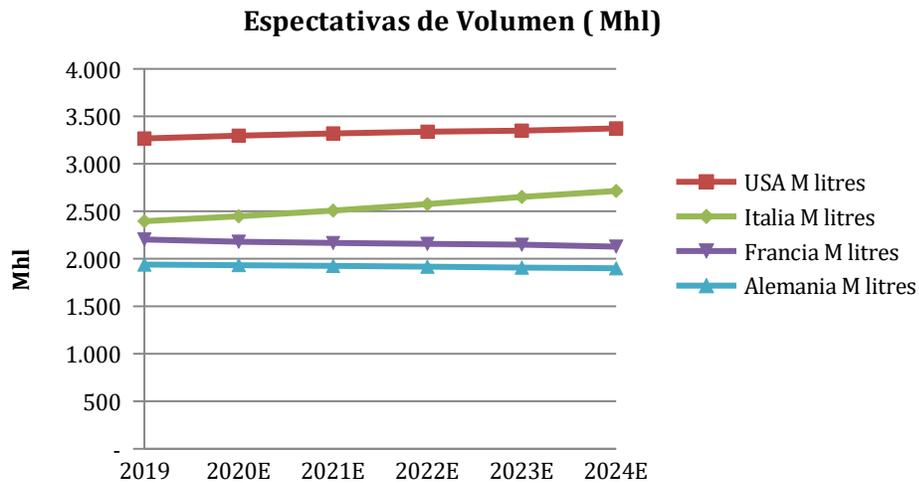
31. Tabla Crecimiento VSPT

Crecimiento de Ventas (%)	2015	2016	2017	2018	2019	Dev. Estandar	Promedio Ponderado
Destino domestico Chile	3,34%	4,96%	8,87%	8,26%	-2,89%	5%	1,67%
Destino Internacional	13,36%	1,96%	-3,27%	-8,24%	2,42%	8%	-1,09%
Vino granel sin marca y otros ingresos	22,79%	20,01%	-45,06%	11,58%	-5,36%	28%	-0,09%
TOTAL	9,96%	3,37%	-0,19%	-1,80%	0,11%	2%	0,49%

Fuente: Elaboración propia en base a información de EEFF Consolidados VSPT

Con respecto a la Industria y como se detalla en el punto 2. A nivel mundial se estima un crecimiento entorno al 2,1%. Este número se deriva del volumen esperado de producción mundial (fuente OIV). A continuación grafico con una muestra de la tendencia de 4 países relevantes en producción.

32. Ilustración Expectativas de Producción



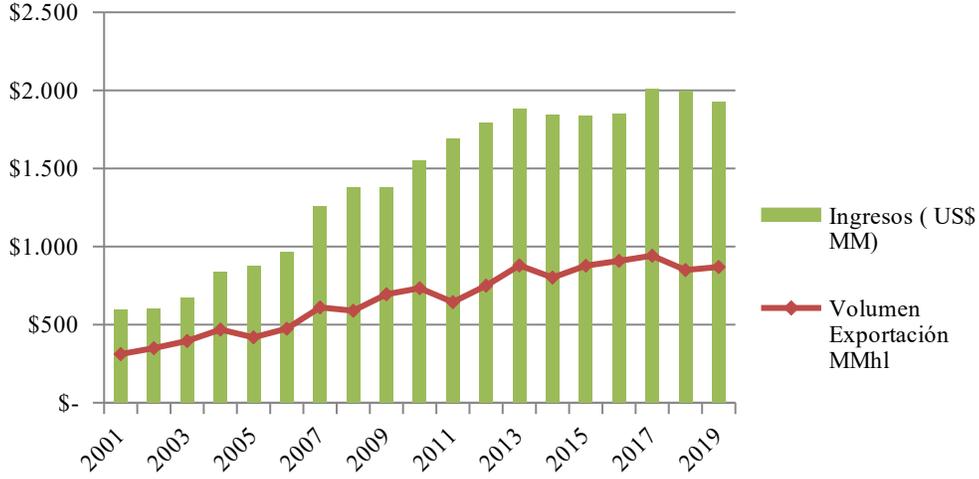
Fuente: Elaboración propia en base a información de OIV

Finalmente con respecto a al crecimiento estimado en la industria Nacional. La estrategia de la Asociación Wines of Chile que representa compañías vitivinícolas en Chile, se plantea poder crecer un 3,2% anual en volumen.

Sumado a la información anterior, contamos con las expectativas internacionales de crecimiento de los volúmenes en Chile. Ambos datos son relevantes considerando la alta correlación que existe entre el volumen de Exportaciones de la Industria vitivinícola en Chile y las ventas en la Industria, bajo el supuesto de precios en rangos estables. Gráficamente a continuación.

33. Ilustración Volúmenes de exportación, Chile

Volumenes de exportación, Chile (Industria)



Fuente: Elaboración propia en base a información de OIV

Finalmente en base a los 3 ítems considerados para buscar una estimación optima, que considera **data histórica, estimaciones de crecimiento nacional y finalmente internacionales** se llega a una tasa de crecimiento de las ventas de un 1,32%. Lo anterior tiene como supuesto la asignación de un 50% de peso relativo a la data histórica y el otro 50% fue ponderado según el porcentaje de representatividad histórico que tienen la industria nacional como internacional dentro de las ventas de VSPT (61,15% Internacional y 31,1% Nacional)

34. Tabla crecimiento esperado VSPT

Tasa Crecimiento	Ponderación	Peso relativo
Histórica	0,49%	50%
Estimaciones Industria Internacional	2,08%	31%
Estimaciones Industria Nacional	2,23%	19%
Promedio Ponderado		1,32%

Artículo XXVI.

Fuente: Elaboración propia en base a información de OIV y EEEF VSPT

8.2. Costos y gastos de operación

La partida más importante de los costos y gastos de la empresa es el costo de venta, asociado principalmente a los insumos necesarios para la producción de vino, como el costo de producción de vino, costo de embotellado, compra de insumos químicos, entre otros.

Si bien parte de la producción de uva es comprada a terceros, en donde dicho costo es afectado por diversas variables de mercado y climáticas, no siempre puede ser traspasado a precio. VSPT presenta un aumento de la relación con las ventas durante

los años 2017 y 2018, para luego mejorar la ponderación y llegar a un 60,65%, pero en generales relaciones estables a lo largo de los años de estudio. Lo anterior permite estimar una relación directa entre el costo de venta y la propia venta, siendo por tanto la primera variable de la segunda.

De igual forma, tanto el costo de distribución como los gastos de administración se consideran variables dependientes del nivel de venta, aunque en una cuantía menor que el costo directo de venta, ambos ítems muy estables, muy baja dispersión en su relación con las ventas a lo largo de los años de estudio.

De acuerdo con lo anterior, se estimó la proyección de los costos de venta, costos de distribución, gastos de administración y otros gastos como promedio de la proporción histórica que han representado de las ventas, pero tomando algunas consideraciones de representatividad en los años de estudio, además de las desviaciones estándar que tuvo cada partida.

Artículo XXVII.

35. Tabla costos y gastos proyectados

Costos y Gastos	Estimación de % sobre las Ventas	Desv. Estándar
Costos de ventas	66,05%	3,74%
Costos de distribución	8,05%	0,90%
Gastos de administración	6,67%	0,59%
Otros gastos, por función	14,22%	0,81%

Fuente: Elaboración propia

En relación con los costos por depreciación y amortización, se determinó la proporción que cada uno representa del total de costos, llegando a un 4% promedio, aplicándose luego esta proporción al costo total proyectado para cada año hasta el 2024. El análisis anterior se sustenta en la casi nula variabilidad en cuanto proporción de esta partida durante los años de estudio, mostrando una desviación estándar cerca a 0%.

Artículo XXVIII.

36. Tabla Depreciación y amortización VSPT

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv. Estándar
Depreciaciones y amortizaciones	295.32 8	268.66 9	280.07 3	287.85 7	347.09 2		

% Sobre Costo total	3,99%	3,51%	3,67%	3,84%	4,63%	4%	0%
----------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-----------	----

Fuente: Elaboración propia

8.3. Cuentas no operacionales

Para las partidas de cuentas no operacionales, se definió de un monto fijo en la proyección del estado de resultados, el monto será el del cierre a diciembre del 2019. Lo anterior ya que correspondiente al valor presentado en el último cierre anual, considerando que dicho valor no dista del observado al promediar los montos informados entre los años 2015 y 2019.

37. Tabla Cuentas no operacionales

Valores al cierre 2019 (UF)

Ingresos financieros	8.584
----------------------	-------

Costos financieros	-64.721
Diferencias de cambio	-30.527
Resultado por unidades de reajuste	-110.829

Fuente: Elaboración propia

- Ingresos Financieros: Se dejó estable para todo el periodo de proyección de acuerdo con lo presentado en el último cierre anual de la empresa.
- Costos Financieros: Se determina a partir de la información de los Estados Financieros al cierre del 2019. Un alto nivel de correlación con ventas a nivel histórico, solo un 0,1% de desviación estándar para los años de estudio.

38. Tabla Costos Financieros

% Costos Financieros sobre Ingresos por ventas	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv. Estándar
Costos financieros	0,96%	0,78%	0,75%	0,98%	0,86%	0,87%	0,10%

Fuente: Elaboración propia

- Diferencias de cambio: Se dejó estable para todo el periodo de proyección de acuerdo con lo presentado en el último cierre anual de la empresa.
- Resultado por unidad de reajuste: Se dejó estable para todo el periodo de proyección de acuerdo con lo presentado en el último cierre anual de la empresa.

8.4. Ganancias e impuestos

Con la proyección de los años 2020 – 2024 mencionados en los puntos anteriores podemos observar la ganancia antes de impuesto bajo esta proyección, esta considera la tasa de impuesto a largo plazo para las empresas chilenas que bajo estos supuestos se proyecta con el 27%.

39. Tabla ganancias e impuestos

Ganancias e Impuestos (UF)	2020	2021	2022	2023	2024	2025 - infinito
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	267.204	272.388	277.639	282.958	288.346	288.346
Impuestos a las ganancias	-72.145	-73.545	-74.962	-76.399	-77.853	-77.853
Utilidad (pérdida) del ejercicio						

195.059	198.843	202.676	206.559	210.493	210.493
---------	---------	---------	---------	---------	---------

Fuente: Elaboración propia

8.5. Proyección del estado de resultados

La proyección de estado de resultado se detalla a continuación en base a los supuestos detallados con anterioridad.

40. Proyección de estado de resultados

Proyección Estado de Resultados (UF)	2020	2021	2022	2023	2024	2025 - infinito
Ingresos por ventas	7.597.105	7.695.569	7.795.310	7.896.342	7.998.685	7.998.685
Costos de ventas	-5.017.657	-5.082.689	-5.148.565	-5.215.294	-5.282.888	-
Margen bruto	2.579.449	2.612.880	2.646.745	2.681.049	2.715.797	2.715.797
Otros ingresos, por función	44.401	44.977	45.559	46.150	46.748	46.748
Costos de distribución	-611.703	-619.631	-627.662	-635.797	-644.037	-644.037
Gastos de administración	-506.986	-513.557	-520.213	-526.955	-533.785	-533.785
Otros gastos, por función	-1.080.414	-1.094.417	-1.108.601	-1.122.969	-1.137.524	-
Otras ganancias (pérdidas)	41.074	41.606	42.145	42.691	43.245	43.245

Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	465.821	471.858	477.974	484.169	490.444	490.444
Ingresos financieros	8.584	8.584	8.584	8.584	8.584	8.584
Costos financieros	-65.845	-66.699	-67.563	-68.439	-69.326	-69.326
Diferencias de cambio	-30.527	-30.527	-30.527	-30.527	-30.527	-30.527
Resultado por unidades de reajuste	-110.829	-110.829	-110.829	-110.829	-110.829	-110.829
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	267.204	272.388	277.639	282.958	288.346	288.346
Impuestos a las ganancias	-72.145	-73.545	-74.962	-76.399	-77.853	-77.853
Utilidad (pérdida) del ejercicio	195.059	198.843	202.676	206.559	210.493	210.493

Fuente: Elaboración propia

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

El valor de inversión en reposición se consideró igual al gasto en depreciación y amortización en cada periodo.

La determinación de estos indicadores proviene de la relación que mantuvieron históricamente con los costos de la empresa. Una política de inversiones bastante estable, con una desviación estándar histórica de solo un 0.4%

41. Tabla inversión en reposición

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv. Estándar
Depreciaciones y amortizaciones	295.328	268.669	280.073	287.857	347.092		

% Sobre Costo Total	3,99%	3,51%	3,67%	3,84%	4,63%	4%	0%
----------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-----------	----

Fuente: Elaboración propia

A continuación tabla resumen con la Inversión de reposición en millones de UF utilizada para las estimaciones.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 - infinito
Inversión de Reposición (UF)	298.564	302.434	306.354	310.324	314.346	314.346

Fuente: Elaboración propia

9.2. Inversión en capital físico

El valor de inversión en capital físico se determinó calculando la diferencia entre la inversión (Propiedad, plantas y equipos) y la Depreciación histórica.

42. Tabla Inversión capital físico

	2015	2016	2017	2018	2019
Inversión Reposición (UF)					
Compras de propiedades, planta y equipo	389.988	555.133	398.911	580.362	774.349
Depreciación	295.328	268.669	280.073	287.857	347.092

Fuente: Elaboración propia

Luego se determinó la inversión histórica de crecimiento, para luego calcular el porcentaje que representa sobre los ingresos en promedio.

Inversión de Crecimiento (UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	7.394.529	7.643.928	7.629.402	7.491.849	7.499.901

Inversión de Crecimiento	94.660	286.465	118.838	292.505	427.257
% sobre Ingresos	1,28%	3,75%	1,56%	3,90%	5,70%
Nivel de Inversión para Ventas Proyectadas (%)	3,24%				

Fuente: Elaboración propia

Finalmente se obtiene un ratio promedio de Inversiones de crecimientos sobre las ventas de un 3,24%, este porcentaje es aplicado sobre los ingresos proyectados para determinar la Inversión en activos físicos.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 - infinito
Inversión Nuevos Activos (UF)	245.941	249.129	252.358	255.629	-	-

Fuente: Elaboración propia

9.3. Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo

El valor asociado a los aumentos (disminuciones) de capital de trabajo se determinó como la diferencia entre las ventas proyectadas del año actual y siguiente, multiplicado por el promedio del capital de trabajo neto (CTON) de los últimos años en relación con el ingreso (37,13%).

43. Tabla capital de trabajo

CÁLCULO DE CAPITAL DE TRABAJO - INICIAL	2015	2016	2017	2018	2019
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.843.392	1.729.444	1.555.410	1.974.893	1.883.866
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	140.247	107.672	147.670	141.194	209.187
Inventarios corrientes	2.081.975	2.303.936	2.411.745	2.400.549	2.246.972
Otros activos no financieros corrientes	100.073	35.846	31.044	98.911	139.159
Activos biológicos corrientes	297.839	301.669	304.412	307.986	334.125
Total de activos corrientes (operacionales)	4.463.526	4.478.567	4.450.281	4.923.533	4.813.310
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.262.367	1.322.002	1.228.408	1.212.260	1.152.498

Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	178.399	119.195	152.569	226.490	253.260
Otros pasivos no financieros corrientes	510.829	534.209	333.395	272.244	394.824
Total de pasivos corrientes (operacionales)	1.951.595	1.975.407	1.714.372	1.710.994	1.800.582
CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO (CTON)	2.511.932	2.503.160	2.735.909	3.212.539	3.012.728
Ingresos	7.394.529	7.643.928	7.629.402	7.491.849	7.499.901

Artículo XXIX.

Artículo XXX.

	2015	2016	2017	2018	2019
CTON/Ingresos	33,97%	32,75%	35,86%	42,88%	40,17%
CTON Días	122	118	129	154	145

Promedio CTON/Ingresos	37,13%
Media Armónica CTON Días	134

Fuente: Elaboración propia

Artículo XXXI.

44. Tabla Inversión en capital de trabajo

Inversión en Capital de Trabajo Proyectada (UF)						
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ingresos Proyectados	7.499.901	7.597.105	7.695.569	7.795.310	7.896.342	7.998.685
CTON	3.012.728	2.820.470	2.857.026	2.894.055	2.931.564	2.969.559
Inversión en Capital de Trabajo	36.088	36.555	37.029	37.509	37.995	

Fuente: Elaboración propia

9.4. Flujo de caja libre

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

45. Tabla Flujo de caja libre

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 - infinito
Utilidad (pérdida) del ejercicio	195.059	198.843	202.676	206.559	210.493	210.493
Depreciación y Amortización (+)	298.564	302.434	306.354	310.324	314.346	314.346
Otros Ingresos, por función (desp. de imp.) (-)	-32.413	-32.833	-33.258	-33.689	-34.126	-34.126
Otros Gastos, por función (desp. de imp.) (+)	788.702	798.924	809.279	819.768	830.392	830.392
Ingresos Financieros (desp. de imp.) (-)	-6.266	-6.266	-6.266	-6.266	-6.266	-6.266
Costos Financieros (desp. de imp.) (+)	48.067	48.690	49.321	49.960	50.608	50.608
Diferencias de cambio (-/+)	22.285	22.285	22.285	22.285	22.285	22.285
Resultados por unidades de reajuste (-/+)	-80.905	-80.905	-80.905	-80.905	-80.905	-80.905

	1.233.09	1.251.17	1.269.48	1.288.03	1.306.82	1.306.82
Flujo de Caja Bruto	2	1	4	5	6	6
Inversión en Reposición	298.564	302.434	306.354	310.324	314.346	314.346
Inversión Nuevos Activos	245.941	249.129	252.358	255.629	-	-
Inversión en Capital de Trabajo (CTON)	36.555	37.029	37.509	37.995	-	-
Flujo de Caja Libre	652.0	662.5	673.2	684.0	992.4	992.4
	31	79	63	87	79	79
Valor Terminal	-	-	-	-	12.029.00	-
					2	-
FCL + Valor Terminal	652.0	662.5	673.2	684.0	13.021.48	
	31	79	63	87	1	-

Fuente: Elaboración propia

10. Valorización económica

Una vez ya proyectado los flujos de caja libre, descontados por la tasa WACC en el periodo que corresponda para traer todos los flujos a Diciembre de 2019 se obtiene el valor presente de flujo de caja libre. Una vez obtenido el valor presente se debe considerar un aumento o disminución del capital de trabajo según corresponda, se agregan los activos prescindibles, se resta la deuda financiera para obtener el valor del patrimonio económico, a continuación, se detallará cada cálculo como corresponde.

10.1. Exceso o déficit de capital de trabajo

De acuerdo con lo estimado para el cierre de 2020 de necesidad de capital de trabajo es de UF 2.820.470 y el CTON a Diciembre de 2019 es de UF 3.012.728, por lo que se estima que existe un Superávit de capital de trabajo de **UF 192.258**.

10.2. Activos prescindibles

Tal como se mencionó en el punto 7.4.1, el valor total de activos prescindibles a Diciembre de 2019 de **UF 1.203.118**.

10.3. Deuda financiera

La deuda financiera de la empresa a Diciembre 2019 asciende a **UF 1.964.430**.

10.4. Valorización del patrimonio y precio de la acción

En base a los valores anteriormente mencionados, se determina un valor total de activos de **UF 12.352.117**, un valor del patrimonio económico de **UF 10.387.687** y un precio por acción de **\$7,357 pesos chilenos** (UF 0,000267)

46. Tabla valoración económica VSPT

Valoración Económica	
WACC	8,25%
Valor Presente Flujos de Activos Operacionales (UF)	10.956.741
Activos prescindibles (UF)	1.203.118
Exceso de Capital de Trabajo (UF)	192.258
Valor de Activos Totales (UF)	12.352.117
Deuda Financiera a Dic. 2019 (UF)	-1.964.430
Patrimonio Económico (UF)	10.387.687
Patrimonio Contable 2019 (UF)	8.515.973
Nº acciones (Dic. 19´)	39.969.696.632
Precio Acción (\$ CLP)	7,357
Precio Mercado Dic. 2019 (\$ CLP)	7,175
<i>Diferencia respecto al mercado (%)</i>	2,54%

Fuente: Elaboración propia

El precio por acción obtenido difiere con el presente en el mercado al cierre de Diciembre de 2019 en un 2,54% (\$7,357 versus \$ 7,175, respectivamente), lo cual

se puede explicar por la volatilidad del mercado y los supuestos específicos definidos en la valoración.

11. Conclusiones

Viña San Pedro de Tarapacá S.A., es una de las principales productoras y comercializadoras de vino a nivel local, y también ha presentado un importante crecimiento a nivel internacional, la compañía produce y comercializa vinos ultra-premium, premium, reserva, varietale. Tiene operaciones en Chile y Argentina desarrollando actividades que comprenden la producción, comercialización, distribución y exportación de productos vitivinícolas, además tiene un manejo financiero estable y seguro de cara a los inversionistas, la compañía además tiene el respaldo y gestión mayoritaria desde CCU Inversiones S.A

En base a la metodología utilizada, la cual se centró en el método de flujo caja libre descontado, esta determinó un valor patrimonial y precio por acción similar al definido por el mercado al cierre del año 2019, por lo que no debiese existir ningún tipo de sub o sobrevaloración del precio.

El proceso de valorización se construyó bajo características y rendimientos particulares de ésta, además, como se complementa con las fórmulas de CAPM y WACC se logra estimar las tasas de costo patrimonial y costo de capital, que de acuerdo con la información obtenida corresponde a 8,815% y 8,251% 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, utilizando estimaciones a nivel industria nacionales e internacionales, más un factor histórico de crecimiento, 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 2024 y la perpetuidad a partir del año 2025. 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.

Así, con todo lo anterior se llegó a que el valor patrimonial de Viña San Pedro de Tarapacá S.A. Al cierre de Diciembre del 2019 asciende a UF 10.387.687, para ese entonces la compañía tiene un total de 39.969.696.632 acciones emitidas, lo que conlleva a que el valor de la acción se estima en \$7,357 pesos, lo cual es un 2,54% mayor 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.

12. Bibliografía

- Carlos Maqueira y Christian Espinosa, Valoración de Empresas Aplicada, 2019.
- Maqueira, 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. 28p.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
- Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
- Memoria 2019 Viña Concha y Toro.
- Memoria 2019 Santa Rita.
- Aspectos de la coyuntura mundial, abril 2019, documento de la Organización Mundial del Vino.
- Informe “Análisis de la industria vitivinícola chilena”, ICR Chile, 2019.
- Informe “Acción Viña San Pedro Tarapacá S.A.”, ICR Chile, 2019.
- Informe “Análisis de la industria vitivinícola”, Organización Internacional de la Viña y el Vino (OIV), Octubre 2019.