



Valoración de empresa Viña Concha y Toro S.A.

Método de Múltiplos Para obtención de título de Magíster en Finanzas

Alumna:

Gabriela Estefanía Guaña Montoya.

Profesor Guía: Francisco Sánchez Morales.

Santiago, 31 de Mayo de 2020.

I. AGRADECIMIENTOS

Mis principales agradecimientos a mi madre y padre por incentivar a mi y a mis hermanos a siempre seguir aprendiendo y superando desafíos en diversos campos y así tratar de ser cada día mejores, además de entregarnos todas las oportunidades para hacerlo.

A mi marido Marc, por siempre motivarme a seguir adelante y acompañarme en este nuevo desafío a través de su apoyo incondicional y compartir juntos todos los momentos de estudio. Asimismo, a mis hermanos por compartir el afán de aprender siempre y sus palabras de aliento en los momentos estresantes.

Un especial agradecimiento a mi profesor guía, Francisco Sánchez, por su buena disposición para entregar su feedback y rigurosidad en el desarrollo de este proceso.

Finalmente, gracias por los buenos momentos, tanto de aprendizaje como de diversión, a mis compañeras y compañeros del magister, especialmente a Cristián, Martha y Jaime.

II. CONTENIDO

I.	AGRADECIMIENTOS.....	1
II.	CONTENIDO.....	2
III.	TABLAS Y FIGURAS.....	3
IV.	RESUMEN EJECUTIVO.....	5
1.	METODOLOGÍA.....	6
1.1.	Principales métodos de valoración.....	6
1.2.	Modelo de descuento de dividendos.....	6
1.3.	Método de flujos de caja descontados.....	7
1.4.	Método de múltiplos.....	9
2.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	11
2.1.	Descripción de la industria.....	11
2.2.	Descripción de la empresa y su historia.....	14
2.2.1.	Descripción de la empresa.....	14
2.2.2.	Historia.....	18
2.3.	Regulación y fiscalización.....	19
2.4.	Accionistas.....	19
2.5.	Empresas de la industria.....	20
3.	ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	22
3.1.	Estado de situación financiera.....	22
3.2.	Estado de resultados.....	27
3.3.	Estado de flujos de efectivo.....	30
3.4.	Ratios financieros.....	33
3.4.1.	Razones de liquidez.....	33
3.4.2.	Razones de endeudamiento.....	34
3.4.3.	Razones de rentabilidad.....	35
3.5.	Bonos.....	38
4.	ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	40
4.1.	Deuda financiera.....	40
4.2.	Patrimonio económico.....	41
4.3.	Valor económico de la empresa.....	41
4.4.	Estructura de capital objetivo.....	42
5.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	43
5.1.	Costo de la deuda.....	43
5.2.	Beta de la deuda.....	43
5.3.	Estimación del beta patrimonial con deuda histórica.....	44
5.4.	Beta patrimonial sin deuda.....	45
5.5.	Beta patrimonial con deuda objetivo.....	45
5.6.	Costo patrimonial.....	46
5.7.	Costo de capital.....	46
6.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS.....	47
6.1.	Valores para la industria.....	47
6.2.	Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria.....	51
6.3.	Análisis de resultados del método de múltiplos.....	53
7.	CONCLUSIONES.....	55
8.	ANEXOS.....	56
8.1.	Detalle filiales de Viña Concha y Toro S.A.....	56
8.2.	Resumen de principales múltiplos para valorizar.....	57
8.3.	Múltiplos más utilizados por sector.....	57
8.4.	Comparación de valorización por múltiplos utilizando por separado las industrias.....	58
9.	BIBLIOGRAFÍA.....	59

III. TABLAS Y FIGURAS

Tablas

Tabla 1: Principales empresas vitivinícolas a nivel global 2017.....	15
Tabla 2: Participación de mercado en Chile 2011 - 2018.....	16
Tabla 3: Participación de vinos Premium en ventas Mercado Doméstico Chile.....	17
Tabla 4: Doce mayores accionistas Viña Concha y Toro S.A.....	20
Tabla 5: Características empresas benchmark - Viña Santa Rita.....	21
Tabla 6: Características empresas benchmark - Viña San Pedro Tarapacá.....	21
Tabla 7: Características empresas benchmark - Treasury Wine Estates.....	22
Tabla 8: Características empresas benchmark - Australian Vintage Limited.....	22
Tabla 9: Estados de situación financiera Viña Concha y Toro S.A. en miles de UF.....	23
Tabla 10: Análisis vertical estado de situación financiera 2014 - 2019.....	25
Tabla 11: Estado de resultados en miles de UF 2014 - 2019.....	28
Tabla 12: Análisis vertical Estado de resultados 2014 - 2019.....	29
Tabla 13: Estado de flujos de efectivo en miles de UF 2014 - 2019.....	31
Tabla 14: Ratios de liquidez.....	34
Tabla 15: Ratios de endeudamiento.....	35
Tabla 16: Ratios de rentabilidad.....	36
Tabla 17: Bonos vigentes.....	39
Tabla 18: Transacciones recientes.....	40
Tabla 19: Otros pasivos financieros corrientes en miles de UF.....	41
Tabla 20: Otros pasivos financieros no corrientes en miles de UF.....	41
Tabla 21: Deuda financiera (B) en miles de UF.....	42
Tabla 22: Patrimonio económico en miles de UF.....	42
Tabla 23: Valor de los activos en miles de UF.....	43
Tabla 24: Estructura de capital histórica.....	43
Tabla 25: Estructura de capital objetivo.....	43
Tabla 26: Tasa de impuestos de primera categoría (IDPC).....	44
Tabla 27: Beta de la acción y presencia bursátil de acción de Concha y Toro.....	45
Tabla 28: Clasificación de riesgos a diciembre 2019.....	48
Tabla 29: Comparación de crecimiento de ventas, B/P, utilidad sobre ingresos y EBITDA del producto vino sobre EBITDA total.....	49
Tabla 30: Política de dividendos, porcentaje de ventas nacional y exportación a diciembre 2019.....	49
Tabla 31: Estructura de capital, porcentaje ventas mundiales y clasificación de riesgo, empresas líderes en la venta mundial de vino.....	50
Tabla 32: Política de dividendos y porcentaje de ventas por región geográfica 2019.....	50
Tabla 33: Comparación de crecimiento de ventas, B/P, utilidad sobre ingresos y EBITDA del producto vino sobre EBITDA total.....	50
Tabla 34: Múltiplos para las empresas de industria chilena.....	51
Tabla 35: Múltiplos para las empresas de industria extranjera.....	52
Tabla 36: Múltiplos a utilizar para valorizar Concha y Toro.....	53
Tabla 37: Indicadores para la empresa.....	53
Tabla 38: Resumen de precios obtenido de la acción de Concha y Toro, en base a múltiplos.....	54
Tabla 39: Filiales Viña Concha y Toro.....	57
Tabla 40: Resumen de principales múltiplos a utilizar con ecuaciones.....	58
Tabla 41: Múltiplos más utilizados por sector y subsector.....	58
Tabla 42: Comparación de valorización por múltiplos utilizando por separado las industrias locales y extranjera.....	59

Figuras

Figura 1: Producción y consumo global de vino 1979 - 2018.....	11
Figura 2: Principales exportadores de vino 2019.....	12
Figura 3: Incremento en volumen y valor de las exportaciones chilenas de vino 2000 - 2018...12	12
Figura 4: Destino exportaciones vino chileno 2018.....	13
Figura 5: Precios a productor Vino Cabernet.....	13
Figura 6: Viña Concha y Toro y sus filiales.....	17
Figura 7: Ratios de liquidez.....	33
Figura 8: Ratios de endeudamiento – Deuda Financiera/EBITDA y GAF.....	34
Figura 9: Ratios de endeudamiento – Deuda financiera/Activos.....	35
Figura 10: Ratios de rentabilidad - ROA.....	36
Figura 11: Ratios de rentabilidad – Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE).....	36
Figura 12: Ratios de rentabilidad – Margen EBIT, margen EBITDA y margen neto.....	36

IV. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene por objeto realizar una valorización de la empresa Viña Concha y Toro S.A. a través de la metodología de múltiplos al 30 de diciembre del año 2019.

El precio bursátil de la acción al 30 de diciembre del año 2019 alcanzó \$1.415,8, el cual, dado que es una acción líquida, resulta ser el precio de la interacción de la oferta y la demanda.

A través de dicho método se analiza el valor de la empresa, comparándola tanto con empresas del mismo rubro nacionales como extranjeras, identificando como el múltiplo más adecuado para una entidad vitivinícola como Concha y Toro aquel que es calculado como valor de la empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA). Esto está respaldado también por la recomendación realizada por el profesor Pablo Fernández, quien utiliza dicho ratio para valorizar el subsector de bebidas alcohólicas. Es por lo anterior que finalmente obtenemos una valoración que va desde los \$955,19, si sólo utilizamos como referencia empresas vitivinícolas chilenas, hasta \$1.593,77, si utilizamos como referencia sólo empresas extranjeras. Con el fin de precisar dicha medida, hemos utilizado un promedio de dicho múltiplo para ambos tipos de empresas (chilenas y extranjeras), obteniendo un precio de \$1.274, el cual es 9,98% inferior a aquel ocurrido el 30 de diciembre del año 2019.

Por último, es preciso señalar que esta metodología es una de varias que permiten captar cuánto valor está generando Viña Concha y Toro, para posteriormente tomar decisiones fundamentadas.

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.¹ Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el 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.

1.2. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la 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:

$$\text{Valor de la acción} = DPA / Kp$$

Donde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *Kp*, es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el 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:

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.

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

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

1.3. Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En el método de 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, este 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, este método 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

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

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

plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 el método de 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.

1.4. Método de múltiplos

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

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:⁵

1. 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

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

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

riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

2. 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)

3. Múltiplos de ventas:

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

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m² construido en *retail*

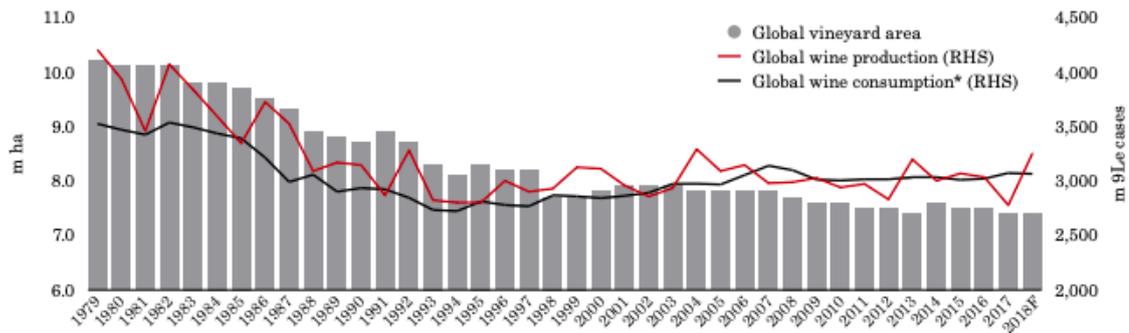
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la industria

La producción global de vino se incrementó en un 17% en el año 2018, principalmente debido al aumento de la producción en Italia, Francia y España, donde en el 2017 las cosechas fueron afectadas por el clima.

El consumo en el 2018 se mantiene similar a aquel del año 2017, con un incremento en Estados Unidos, el mayor consumidor de vino en el mundo, que fue altamente compensado por una baja en países como Reino Unido y China (Treasury wine states, 2019). De todas formas, podemos ver una tendencia en consumo creciente desde 1998, tal como se aprecia en la figura 1.

Figura 1: Producción y consumo global de vino 1979 - 2018



* Consumption figures include ~330m 9Le cases of wine used in the production of fortifieds and industrial applications.

Fuente: Treasury Wine Estates – Annual Report 2019.

Acorde a datos entregados por la Oficina de Estudios y Políticas Agrarias de Chile, ODEPA, Chile es el séptimo productor de vino y cuarto exportador a nivel mundial, en volumen, después de España, Italia, Francia y el primero entre los países de Latinoamérica (ODEPA, 2020), lo cual podemos apreciar en la figura 2, para el año 2019.

Figura 2: Principales exportadores de vino 2019

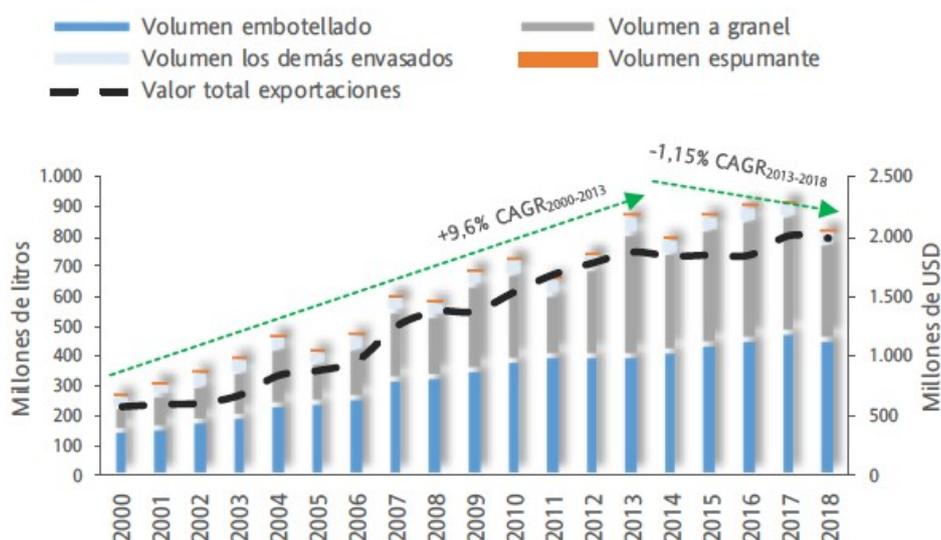


Fuente: Presentación para la Comisión Nacional de la Vitivinicultura - Reunión del 21 de enero de 2020.

En Chile, el sector aporta un 0,5% del PIB y entre los años 2000 y 2018, como podemos ver en la figura 3, las exportaciones chilenas totales de vino crecieron a una tasa anual compuesta (CAGR, por su nombre en inglés Compund Annual Growth Rate) de 6,7% en volumen y 7,2% en valor (millones de dólares estadounidenses), posicionando al vino chileno como una marca competitiva a nivel internacional. Sin embargo, a partir del año 2013 se aprecia una leve desaceleración en las exportaciones en términos de volumen (-0,7% $CAGR_{13-18}$) con un leve aumento de valor (+1,2% $CAGR_{13-18}$), siendo los principales destinos de exportación China, Estados Unidos, Japón y Reino Unido (ICR Chile, 2019), como se ve en la figura 4.

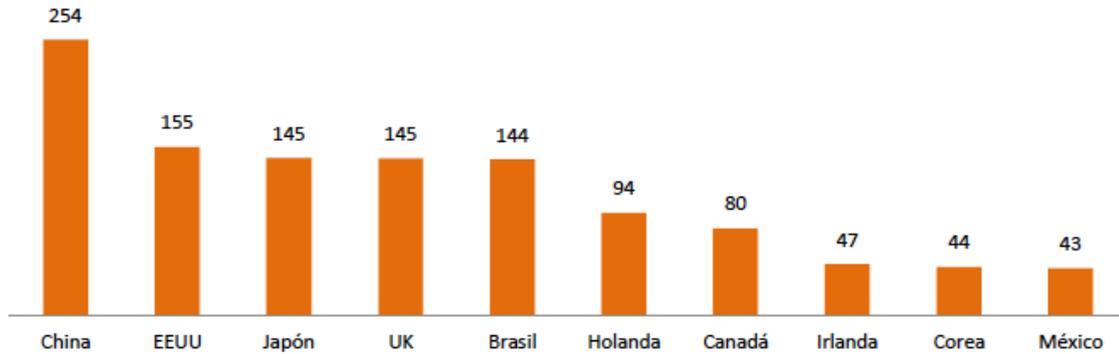
Figura 3: Incremento en volumen y valor de las exportaciones chilenas de vino 2000 - 2018

Volumen de exportaciones por tipo de producto (en millones de litros) y valor total de exportaciones (en millones de USD).



Fuente: Análisis de la industria vitivinícola chilena – ICR Chile.
Recuperado de Boletín del vino. Enero 2019. ODEPA.

Figura 4: Destino exportaciones vino chileno 2018
(millones de USD)

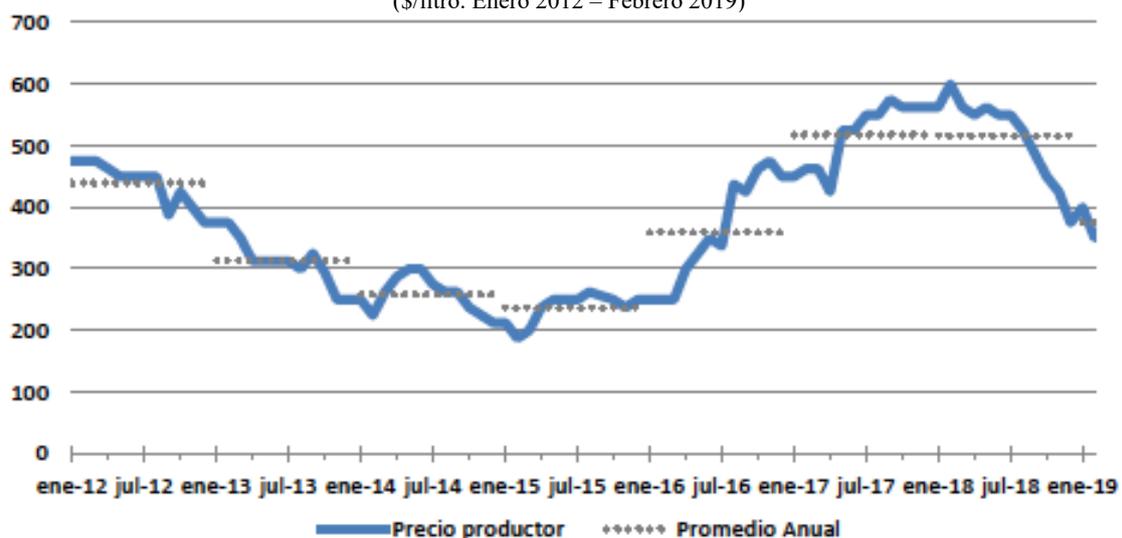


Fuente: Prospecto legal para emisión de bonos por línea de títulos al portador desmaterializados a 30 años. Primera emisión con cargo a línea inscrita en registro de valores bajo N°931 de 20 de marzo de 2019. Bonos Serie T. Recuperado de Asociación de Vinos de Chile A.G.

Los vinos finos aumentaron en el período un 19% en volumen y 24% en valor en términos reales. Esto está en línea con la tendencia mundial de lo que se ha llamado la “premiumización” del mercado, puesto que el consumidor global está prefiriendo marcas de esta categoría.

Finalmente, es importante mostrar cómo ha variado el precio del vino al productor en los últimos 7 años (ver figura 5). Desde el 2015 ha tenido un alza llegando a su valor más alto en enero de 2018, donde desde esa fecha ha presentado una fuerte disminución llegando en febrero de 2019 a los niveles presentados en 2016 (Humphreys Clasificadora de Riesgo, Septiembre 2019).

Figura 5: Precios a productor Vino Cabernet
(\$/litro. Enero 2012 – Febrero 2019)



Fuente: Informe Anual Viña Concha y Toro. Humphreys. Septiembre 2019.

2.2. Descripción de la empresa y su historia

2.2.1. Descripción de la empresa

La empresa Viña Concha y Toro S.A. fue fundada en 1883 y pertenece a la industria vitivinícola y bebestibles, siendo la principal productora y exportadora de vinos de Chile y una de las 10 mayores compañías de vino en el mundo en el 2017 (ver tabla 1), proyectándose la misma posición para los años venideros (Euromonitor International, 2019).

Tabla 1: Principales empresas vitivinícolas a nivel global 2017

Ranking	Compañía	Participación de Mercado (Volumen)
1 °	E&J Gallo Winery Inc	3,10%
2 °	Constellation Brands Inc	1,50%
3 °	Treasury Wine Estates Ltd	1,40%
4 °	Wine Group Inc, The	1,30%
5 °	Castel Groupe	1,20%
6 °	Viña Concha y Toro SA	1,10%
7 °	Accolade Wines Ltd	1,10%
8 °	Pernod Ricard Groupe	0,90%
9 °	Grupo Peñaflor SA	0,90%
10 °	FeCoVita Coop Ltda	0,80%

Fuente: Prospecto legal para emisión de bonos por línea de títulos al portador desmaterializados a 30 años. Primera emisión con cargo a línea inscrita en registro de valores bajo N°931 de 20 de marzo de 2019. Bonos Serie T. Recuperado de Passport Euromonitor, Concha y Toro, 2017.

La empresa está integrada verticalmente pues posee y administra viñas, plantas de vinificación, plantas embotelladoras y una red de distribución en Chile y otros países como Argentina, a través de Trivento Bodegas y Viñedos S.A. y en Estados Unidos a través de Fetzer Vineyards. Esto le ha permitido alcanzar economías de escala y reducciones en costos a través del tiempo. Sus principales activos son los viñedos agrícolas, las plantas de vinificación y bodegas.

Concha y Toro tiene presencia en los principales valles vitivinícolas de Chile: Valle del Limarí, Aconcagua, Casablanca, Leyda, Maipo, Cachapoal, Colchagua, Curicó, Bio Bío y Maule.

Con una participación de mercado de 29% del volumen en el año 2018 (ver tabla 2), la empresa Concha y Toro se encuentra entre los primeros lugares de las viñas chilenas, en donde los tres principales actores consolidan aproximadamente el 89% del volumen comercializado en Chile.

Tabla 2: Participación de mercado en Chile 2011 - 2018

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Santa Rita	29,1	28,0	29,5	30,9	31,6	31,5	29,8	30,1
San Pedro	24,6	26,7	27,3	28,7	28,4	29,3	30,7	30,0
Concha y Toro	30,4	29,6	28,5	27,1	28,1	28,1	28,2	29,1
Otros	15,9	15,7	14,8	13,3	11,9	11,1	11,2	10,8

Fuente: Prospecto legal para emisión de bonos por la línea de títulos al portador desmaterializados a 30 años. Primera emisión con cargo a línea inscrita en registro de valores bajo N°931 de 20 de marzo de 2019. Bonos Serie T. Recuperado de Nielsen.

El origen de sus productos es principalmente Chile, tanto en volumen como en millones de dólares. Esto es, el 88,2% del volumen producido y el 81,4% del valor (en millones de dólares). Muy por detrás está aquella producción proveniente de Argentina (5,9% del volumen y 6,3% del valor) y Estados Unidos (5,9% del volumen y 12,3% del valor).

Realiza ventas a 130 países, con presencia de 14 oficinas comerciales y una dotación total de 3.166 personas. En cuanto a los destinos de venta de sus productos, el principal mercado es el europeo con un 34% del nivel total de ventas, seguido por Estados Unidos y Canadá (20,4%) y Chile (19,7%).

El área de negocios principal de la empresa es la exportación, que incluye la exportación de vinos desde Chile y la venta de exportaciones desde Argentina y Estados Unidos a través de las filiales de distribución. En el mercado nacional, la empresa vende vinos en las categorías popular y premium, principalmente en el rango de precios de \$1.500 por litro a \$5.000 por litro. En los mercados de exportación Concha y Toro vende vino en las categorías varietales y bivarietales, así como en las categorías premium, con precios minoristas que varían entre US\$5 por litro a US\$20 por litro.

Dentro de la oferta de productos se pueden identificar vinos varietales, blends y genéricos, premium, super premium y ultra premium. Dentro de los vinos premium podemos encontrar marcas como Don Melchor, Carmín de Peumo, Gravas del Maipo, Amelia, Terrunyo, Marqués de Casa Concha, Gran Reserva Serie Riberas, Casillero del Diablo, Trio y Late Harvest. Los vinos varietales y bivarietales corresponden a las marcas Sunrise, Concha y Toro y Frontera. Además, las filiales de la compañía como Viña Cono Sur, Viña Maipo, Viña Canepa, Viña Palo Alto, Viña Maycas del Limarí y Trivento, las cuales comercializan sus vinos premium, varietales y bivarietales con las marcas Cono Sur, Isla Negra, Maipo, Canepa, Palo Alto, Maycas del Limarí y Trivento. La filial en Estados Unidos vende un portafolio de vinos que incluye las marcas Fetzer, Bonterra, Five Rivers, Jekel, Sanctuary, 1.000 Stories, Adorada y

Little Black Dress. La compañía vende sus vinos populares con las marcas comerciales Tocornal, Clos de Pirque, Exportación y Fresco.

Si bien la empresa compite en todos los segmentos de marcas del mercado chileno, su objetivo es crecer en la categoría premium y mantener precios competitivos para atraer a consumidores de dicho nicho, es por eso que desde el 2011 la representación de dicha categoría, respecto del volumen total vendido y del valor total medido en millones de dólares, ha ido incrementándose (ver tabla 3).

Tabla 3: Participación de vinos Premium en ventas Mercado Doméstico Chile

Año	% Premium/ Volumen Total	% Premium/ Valor Total
2011	5,2%	20,2%
2012	6,2%	22,9%
2013	6,3%	24,3%
2014	7,2%	28,0%
2015	8,3%	30,2%
2016	8,6%	31,0%
2017	8,9%	30,4%
2018	9,7%	30,2%

Fuente: Prospecto legal para emisión de bonos por línea de títulos al portador desmaterializados a 30 años. Primera emisión con cargo a línea inscrita en registro de valores bajo N°931 de 20 de marzo de 2019. Bonos Serie T.

En el negocio de distribución participa a través de las subsidiarias VCT Chile Ltda. (Comercial Peumo) en Chile y en el mercado internacional, Concha y Toro UK Limited (Reino Unido); VCT Brasil Importación y Exportación Ltda. (Brasil), Concha y Toro Sweden AB (Suecia), Concha y Toro Norway AS, VCT Norway AS (Noruega), Concha y Toro Finland OY (Finlandia) y Excelsior Wine Compay, LC (Estados Unidos).

En la figura 6 se presenta la empresa y sus filiales con su respectiva participación.

Figura 6: Viña Concha y Toro y sus filiales⁶

RUT	Nombre sociedad	Porcentaje de participación			
		Al 30 de junio de 2019			Al 31 de diciembre de 2018
		Directo	Indirecto	Total	Total
85.037.900-9	Comercial Peumo Ltda.	-	100%	100%	100%
84.712.500-4	Bodegas y Viñedos Quinta de Maipo SpA	54%	46%	100%	100%
82.117.400-7	Soc. Export.y Com. Viña Maipo SpA	-	100%	100%	100%
85.687.300-5	Transportes Viconto Ltda.	-	100%	100%	100%
86.326.300-K	Viña Cono Sur S.A.	-	100%	100%	100%
0-E	Trivento Bodegas y Viñedos S.A.	-	100%	100%	100%
0-E	Concha y Toro UK Limited	99%	1%	100%	100%
0-E	Cono Sur Europe Limited	-	100%	100%	100%
96.585.740-0	Soc. Export. y Com. Viña Canepa S.A.	-	100%	100%	100%
96.921.850-K	Inversiones Concha y Toro SpA	100%	-	100%	100%
99.513.110-2	Inversiones VCT Internacional SpA	36%	64%	100%	100%
0-E	Finca Lunlunta S.A.	-	100%	100%	100%
76.898.350-K	Viña Maycas del Limarí Limitada	-	100%	100%	100%
0-E	Finca Austral S.A.	-	100%	100%	100%
0-E	VCT Brasil Importación y Exportación Ltda.	-	100%	100%	100%
0-E	Concha y Toro Sweden AB	-	100%	100%	100%
0-E	Concha y Toro Finland OY	-	100%	100%	100%
0-E	Concha y Toro Norway AS	-	100%	100%	100%
76.048.605-1	Viña don Melchor SpA	-	100%	100%	100%
0-E	VCT Group Of Wineries Asia Pte. Ltd.	-	100%	100%	100%
0-E	VCT USA, Inc.	100%	-	100%	100%
0-E	Fetzer Vineyards, Inc.	-	100%	100%	100%
0-E	Excelsior Wine Company, LLC	-	100%	100%	100%
0-E	Eagle Peak Estates, LLC	-	100%	100%	100%
0-E	VCT Mexico, S. de R.L. de C.V.	-	100%	100%	100%
0-E	VCT & DG Mexico, S.A. de C.V.	-	51%	51%	51%
0-E	Concha y Toro Canadá Limited	-	100%	100%	100%
76.273.678-0	Viña Cono Sur Orgánico SpA.	-	100%	100%	100%
0-E	VCT África & Middle East Proprietary Ltd.	-	100%	100%	100%
0-E	Gan Lu Wine Trading (Shanghai) Co. Limit	-	100%	100%	100%
0-E	VCT Norway AS	-	100%	100%	100%
0-E	Cono Sur France S.A.R.L	-	100%	100%	100%
0-E	VCT Wine Retail Participacoes Ltda.	-	100%	100%	100%
76.783.225-7	Inmobiliaria El Llano SpA	100%	-	100%	100%
99.527.300-4	Southern Brewing Company S. A.	77%	-	77%	77%

Fuente: Estados Financieros Viña Concha y Toro al 30 de junio de 2019.

⁶ Ver en Anexo N°8.1, tabla 39 la descripción de aquellas filiales en las cuales la empresa posee participación directa.

2.2.2. Historia

La empresa Viña Concha y Toro S.A. fue fundada en 1883 y se constituyó en sociedad anónima el 31 de diciembre de 1921, iniciando la transacción de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago en 1993. En este último año también efectuó su primera exportación. Luego, en 1994 se transforma en la primera viña, a nivel mundial, en transar sus acciones en la bolsa de Nueva York y en 1996 funda Trivento Bodegas y Viñedos en Argentina. En el año siguiente, Concha y Toro firma un joint venture con Baron Philippe de Rothschild para producir Almaviva. Posteriormente, ya en el 2001 crea la primera filial de distribución fuera de Chile denominada Concha y Toro UK.

La empresa ha realizado múltiples inversiones en diversas empresas con el fin de entrar a nuevos mercados y facilitar la distribución de sus productos, con el fin de no depender de empresas que no sean de su propiedad. Entre aquellos hitos destacables se encuentra la creación de la subsidiaria VCT Group of Wineries Asia Pte. Ltd. en Singapur, en el 2010, con el fin de fortalecer su presencia en Asia. Luego, en 2011 se crea la subsidiaria VCT USA, Inc. a través de la cual compró el 100% de las acciones de la Compañía vitivinícola norteamericana “Fetzer Vineyards” y en el mismo año adquirió el 40%, de la sociedad Southern Brewing Company S.A. con el objetivo de participar activamente en el segmento premium del mercado de las cervezas nacionales. Además, en el 2013 constituyó Gan Lu Wine Trading (Shanghai) Co., Ltd., la que tiene como propósito promocionar sus productos en China.

Con miras a seguir expandiéndose y consolidando su posición en nuevos mercados, en el 2017 diseñó el Plan Estratégico 2022, cuyo objetivo es recuperar el crecimiento de la compañía con foco en valor y rentabilidad. La meta es duplicar el resultado operacional en cinco años e incrementar el margen operacional a un rango aproximado de 16% - 16,5% al final del período.

Cabe señalar que durante 2018 terminó la etapa de reestructuración interna dentro de la cual se destacan los siguientes procesos: i) la optimización de la cadena logística en el mercado de Chile reduciendo de 13 a 8 las sucursales en la red de distribución nacional; ii) eficiencias en el proceso de vinificación con el ajuste de 18 a 14 bodegas en Chile, entre propias y arrendadas; iii) cierre de la planta de embotellación Lo Espejo, con una reducción de 3 a 2 plantas en Santiago iv) la transformación de la estructura organizacional al interior de la compañía que especializa las funciones y evita los silos, permitiendo una empresa más ágil y liviana. Esto significó una baja cercana al 14% de la dotación.

La visión actual de la empresa tiene al consumidor en el centro y reorienta la compañía hacia el desarrollo de marcas premium, de alto crecimiento y rentabilidad.

2.3. Regulación y fiscalización

La compañía y sus filiales están sujetas a leyes tributarias y regulaciones ambientales en Chile, Argentina, Estados Unidos, Reino Unido y países en los cuales opera y comercializa sus productos. Además, está sujeta a fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Finalmente, la producción y venta de vinos está sujeta a regulación tanto en Chile como a nivel internacional.

2.4. Accionistas

Los doce mayores accionistas de la empresa Concha y Toro con sus respectivos números de acciones suscritas, números de acciones pagadas y el porcentaje de la propiedad se muestran en la tabla 4.

Tabla 4: Doce mayores accionistas Viña Concha y Toro S.A.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	Porcentaje de propiedad
Inversiones Totihue S.A.	87.615.431	87.615.431	11,73%
Rentas Santa Barbara S.A.	85.274.628	85.274.628	11,42%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	63.857.865	63.857.865	8,55%
Banco ITAÚ Corpbanca por cuenta de inversionistas extranjeros	35.146.438	35.146.438	4,71%
Inversiones Quivolgo S.A.	33.845.428	33.845.428	4,53%
BCI corredora de bolsa	32.412.284	32.412.284	4,34%
Larraín Vial S.A. corredora de bolsa	28.846.360	28.846.360	3,86%
Agroforestal e inversiones Maihue Ltda.	22.337.075	22.337.075	2,99%
Rentas Santa Marta limitada	22.293.321	22.293.321	2,98%
Fundación Cultura Nacional	20.628.904	20.628.904	2,76%
Inversiones La Gloria limitada	17.050.000	17.050.000	2,28%
BANCHILE corredora de bolsa	16.672.575	16.672.575	2,23%
Total		465.980.309	62,38%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero, diciembre 2019.

2.5. Empresas de la industria

Tabla 5: Características empresas benchmark - Viña Santa Rita.

Nombre de la empresa	Sociedad anónima Viña Santa Rita
Ticker o Nemetécnico	SANTA_RITA
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	<p>Fundada en 1880, el negocio de la compañía es la producción y comercialización de vino.</p> <p>Actualmente, comercializa sus productos en más de 75 países y produce vinos ultrapremium, premium, reserva, varietales y masivos tanto en Chile como en Argentina.</p> <p>Sus principales mercados de exportación son Estados Unidos, Irlanda, Brasil, Canadá, Escandinavia, Reino Unido, Corea, Japón, China y Holanda.</p> <p>El accionista controlador es Cristalerías de Chile S.A. y su matriz es Compañía Electrometalúrgica S.A.</p>
Sector e industria (clasificación industrial)	Alimenticias y bebidas. Vitivinícola
Negocios en que se encuentra	<p>Al cierre del año 2018 la empresa generó un EBITDA de MUF 742,26 (MUF 798,94 en 2017). Sus ingresos están compuestos principalmente por las ventas de vino tanto en el mercado nacional como en el de exportaciones.</p> <p>Los ingresos totales, los cuales incluyen venta de producto terminado, venta de gránulos y otros, ascendieron al 31 de diciembre de 2018 a MUF 6.192 (MUF 6.110 en 2017), representando el mercado nacional un 55,1% (54,4% en 2017) de los ingresos totales. De este total, el mercado de exportaciones en el 2018 representa 44,9% (45,6% en 2017).</p> <p>Las afiliadas que conforman el grupo de empresas de S.A. Viña Santa Rita son: Viña Carmen S.A., Viña Centenaria S.A., Sur Andino S.A., Distribuidora Santa Rita Limitada, Viña Doña Paula S.A., Sur Andino Argentina S.A. y Nativa Eco Wines S.A.</p>

Fuente: Estados Financieros y Memoria Anual Viña Santa Rita 2017 - 2018.

Tabla 6: Características empresas benchmark - Viña San Pedro Tarapacá

Nombre de la Empresa	Viña San Pedro Tarapacá S.A.
Ticker o Nemetécnico	VSPT
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones ordinarias
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	<p>Empresa dedicada a la producción y comercialización de vinos ultra-premium, premium, reserva, varietales y masivos.</p> <p>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.</p>
Sector e industria (clasificación industrial)	Vino, bebestibles. Vitivinícola
Negocios en que se encuentra	<p>A diciembre de 2018 la empresa presentó un EBITDA de MUF 1.110, un 4% menor que en 2017 (MUF 1.195).</p> <p>Los ingresos totales, ascendieron al 31 de diciembre de 2018 a MUF 7.492 (MUF 7.629 en 2017), un 7,1% menos que el año 2017.</p> <p>Su familia de marcas incluye Viña San Pedro, Viña Tarapacá, Viña Santa Helena, Viña Misiones de Rengo, Viña Mar, Viña Casa Rivas, Viña Leyda, Bodega Tamarí y Finca La Celia.</p>

Fuente: Estados Financieros y Memoria Anual Viña San Pedro Tarapacá 2017 - 2018.

Tabla 7: Características empresas benchmark - Treasury Wine Estates

Nombre de la empresa	Treasury Wine Estates
Ticker o nemotécnico	TWE AU
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Australian Securities Exchange (ASX) y en Estados Unidos como ADR emitidas por The Bank of New York Mellon.
Descripción de la empresa (profile)	<p>Fue fundada en 1843 y su matriz se encuentra en Melbourne, Australia. Es una empresa vitivinícola que opera en Australia, Nueva Zelanda, Asia, Europa y América. Dado que se encuentra integrada verticalmente, se dedica a la viticultura, producción de vinos, marketing, ventas, distribución del vino y también provee el servicio de embotellado a terceros.</p> <p>Posee y arrienda 9.149 hectáreas plantadas de viñedos en Australia y Nueva Zelanda y posee y opera 3.728 hectáreas plantadas en varias regiones de California, incluyendo el valle de Napa, Sonoma County, Lake County, and Central Coast, así como también 148 hectáreas en Europa.</p>
Sector e industria (clasificación industrial)	Bebidas
Negocios en que se encuentra	<p>Acorde a datos de bloomberg, al 30 de junio de 2018 la empresa generó un EBITDA de 602,9 millones de dólares australianos equivalentes a 10.978.802 MUF, lo cual es un 18,1% más que en el año anterior. En el 2017 el EBITDA fue de 520,6 millones de dólares australianos equivalentes a 9.298.818 MUF.</p> <p>Su portfolio incluye vinos de lujo, de consumo masivo y marcas comerciales de vino como Penfolds, Beringer, Lindeman's, Wolf Blass, 19 Crimes, Chateau St Jean, Beaulieu Vineyard, y Sterling Vineyards.</p>

Fuente: Bloomberg, Estados Financieros y Memoria Anual Treasury Wine Estates 2017 – 2018.

Tabla 8: Características empresas benchmark - Australian Vintage Limited

Nombre de la empresa	Australian Vintage Ltd
Ticker o nemotécnico	AVG AU
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Australian Securities Exchange (ASX)
Descripción de la empresa (profile)	<p>Empresa australiana, fundada en 1992, con un modelo de negocio integrado debido a que posee viñedos en Nueva Gales del Sur y Sur de Australia y se encarga de la producción, el envasado, la comercialización y la distribución de vinos a granel y boutique. Sus vinos son vendidos en Australia y se exportan alrededor del mundo, especialmente Reino Unido y de manera creciente a Asia.</p>
Sector e industria (clasificación industrial)	Bebidas. Vitivinícola
Negocios en que se encuentra	<p>Acorde a datos de bloomberg, al 30 de junio de 2018 la empresa generó un EBITDA de 24,355 millones de dólares australianos equivalentes a 443.504 MUF, lo cual es un 44,5% más que en el año anterior. En el 2017 el EBITDA fue de 17,18 millones de dólares australianos equivalentes a 306.865 MUF.</p> <p>Dentro de su portfolio se encuentran tres marcas clave: McGuigan, Tempus Two y Nepenthe.</p>

Fuente: Bloomberg, Estados Financieros y Memoria Anual Australian Vintage Limited 2017 – 2018.

3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

3.1. Estado de situación financiera

En la tabla 9 y 10 se presenta el estado de situación de la empresa al 31 de diciembre de los años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019 en miles de UF (MUF) y porcentual, respectivamente.

**Tabla 9: Estados de situación financiera Viña Concha y Toro S.A. en miles de UF
2014 – 2019**

Activos	Diciembre	Diciembre	Diciembre	Diciembre	Diciembre	Diciembre
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Activos corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.231	1.195	1.792	1.163	1.360	2.545
Otros activos financieros	286	254	208	383	300	327
Otros activos no financieros	756	243	285	190	230	315
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar neto	6.301	7.295	6.844	6.994	6.917	7.458
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	404	447	492	425	94	119
Inventarios	8.866	9.208	8.776	8.866	10.063	10.363
Activos biológicos	663	712	728	707	754	815
Activos por impuestos corrientes	738	547	664	1.122	881	754
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	19.244	19.902	19.789	19.849	20.599	22.695
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00	1,13	0,00
Activos corrientes totales	19.244	19.902	19.789	19.849	20.600	22.695
Activos no corrientes						
Otros activos financieros	350	478	695	955	934	576
Otros activos no financieros	197	87	170	158	123	92
Cuentas por cobrar	0	156	176	28	25	27
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	825	921	889	814	771	803
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.442	1.605	1.543	1.621	1.731	2.995
Plusvalía (goodwill)	985	1.108	1.016	1.158	2.504	1.398
Propiedades, plantas y equipos	13.877	13.569	13.701	14.245	14.194	14.923
Activos por impuestos diferidos	356	517	576	610	698	781
Total de activos no corrientes	18.032	18.441	18.766	19.588	20.980	21.594
Total de activos	37.276	38.343	38.555	39.437	41.579	44.289

Fuente: Estados de situación financiera de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

**Tabla 9: Estados de situación financiera Viña Concha y Toro S.A. en miles de UF
2014 – 2019 (continuación)**

Pasivos	Diciembr e 2014	Diciembr e 2015	Diciembr e 2016	Diciembr e 2017	Diciembr e 2018	Diciembr e 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Pasivos corrientes						
Otros pasivos financieros	2.488	3.545	3.871	5.241	4.688	5.212
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	3.380	4.175	4.502	4.506	4.510	4.358
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	211	243	199	275	210	242
Otras provisiones	1.214	1.091	863	650	885	1.000
Pasivos por impuestos corrientes	920	705	1.124	702	455	557
Provisiones por beneficios a los empleados	374	527	600	563	588	575
Otros pasivos no financieros	47	117	32	30	28	29
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	8.635	10.402	11.191	11.967	11.364	11.973
Pasivos corrientes totales	8.635	10.402	11.191	11.967	11.364	11.973
Pasivos no corrientes						
Otros pasivos financieros	8.784	8.154	5.655	4.769	6.936	8.620
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	30	21	12	11	11	8
Pasivos por impuestos diferidos	1.738	1.904	1.912	1.992	2.320	2.578
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	100	102	109	106	104	105
Otros pasivos no financieros	3	32	27	22	87	21
Total de pasivos no corrientes	10.654	10.213	7.715	6.900	9.459	11.333
Total de pasivos	19.289	20.615	18.906	18.867	20.823	23.306
Patrimonio						
Capital emitido	3.418	3.285	3.195	3.141	3.054	2.973
Ganancias acumuladas	14.928	15.509	16.188	17.013	17.479	18.176
Otras reservas	-415	-1.129	209	308	85	-323
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	17.931	17.664	19.592	20.463	20.617	20.826
Participaciones no controladoras	57	63	57	107	139	157
Patrimonio total	17.988	17.727	19.649	20.570	20.756	20.983
Total de patrimonio y pasivos	37.276	38.343	38.555	39.437	41.579	44.289

Fuente: Estados de situación financiera de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Tabla 10: Análisis vertical estado de situación financiera 2014 - 2019

Porcentaje del total de activos	Diciembre e 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre e 2018	Diciembre 2019
	%	%	%	%	%	%
Activos corrientes						
Efectivo y equivalentes al efectivo	3,30%	3,12%	4,65%	2,95%	3,27%	5,75%
Otros activos financieros	0,77%	0,66%	0,54%	0,97%	0,72%	0,74%
Otros activos no financieros	2,03%	0,63%	0,74%	0,48%	0,55%	0,71%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar neto	16,90%	19,03%	17,75%	17,73%	16,64%	16,84%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1,08%	1,17%	1,28%	1,08%	0,23%	0,27%
Inventarios	23,78%	24,01%	22,76%	22,48%	24,20%	23,40%
Activos biológicos	1,78%	1,86%	1,89%	1,79%	1,81%	1,84%
Activos por impuestos corrientes	1,98%	1,43%	1,72%	2,84%	2,12%	1,70%
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	51,63%	51,90%	51,33%	50,33%	49,54%	51,24%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Activos corrientes totales	51,63%	51,90%	51,33%	50,33%	49,54%	51,24%
Activos no corrientes						
Otros activos financieros	0,94%	1,25%	1,80%	2,42%	2,25%	1,30%
Otros activos no financieros	0,53%	0,23%	0,44%	0,40%	0,29%	0,21%
Cuentas por cobrar	0,00%	0,41%	0,46%	0,07%	0,06%	0,06%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2,21%	2,40%	2,31%	2,06%	1,86%	1,81%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3,87%	4,19%	4,00%	4,11%	4,16%	6,76%
Plusvalía (goodwill)	2,64%	2,89%	2,64%	2,94%	6,02%	3,16%
Propiedades, plantas y equipos	37,23%	35,39%	35,54%	36,12%	34,14%	33,69%
Activos por impuestos diferidos	0,96%	1,35%	1,49%	1,55%	1,68%	1,76%
Total de activos no corrientes	48,37%	48,10%	48,67%	49,67%	50,46%	48,76%
Total de activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Estados de Situación Financiera de empresa Concha y Toro S.A. 2014 - 2019.

Tabla 10: Análisis vertical estado de situación financiera (continuación)

Porcentaje del total de pasivos y patrimonio	Diciembre e 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre e 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	%	%	%	%	%	%
Pasivos corrientes						
Otros pasivos financieros	6,67%	9,25%	10,04%	13,29%	11,27%	11,77%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9,07%	10,89%	11,68%	11,43%	10,85%	9,84%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,57%	0,63%	0,52%	0,70%	0,50%	0,55%
Otras provisiones	3,26%	2,85%	2,24%	1,65%	2,13%	2,26%
Pasivos por impuestos corrientes	2,47%	1,84%	2,92%	1,78%	1,09%	1,26%
Provisiones por beneficios a los empleados	1,00%	1,37%	1,56%	1,43%	1,41%	1,30%
Otros pasivos no financieros	0,13%	0,30%	0,08%	0,08%	0,07%	0,07%
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	23,16%	27,13%	29,03%	30,34%	27,33%	27,03%
Pasivos corrientes totales	23,16%	27,13%	29,03%	30,34%	27,33%	27,03%
Pasivos no corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros pasivos financieros	23,56%	21,27%	14,67%	12,09%	16,68%	19,46%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,08%	0,05%	0,03%	0,03%	0,03%	0,02%
Pasivos por impuestos diferidos	4,66%	4,97%	4,96%	5,05%	5,58%	5,82%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	0,27%	0,27%	0,28%	0,27%	0,25%	0,24%
Otros pasivos no financieros	0,01%	0,08%	0,07%	0,06%	0,21%	0,05%
Total de pasivos no corrientes	28,58%	26,64%	20,01%	17,50%	22,75%	25,59%
Total de pasivos	51,75%	53,77%	49,04%	47,84%	50,08%	52,62%
Patrimonio						
Capital emitido	9,17%	8,57%	8,29%	7,97%	7,34%	6,71%
Ganancias acumuladas	40,05%	40,45%	41,99%	43,14%	42,04%	41,04%
Otras reservas	-1,11%	-2,95%	0,54%	0,78%	0,20%	-0,73%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	48,10%	46,07%	50,82%	51,89%	49,58%	47,02%
Participaciones no controladoras	0,15%	0,17%	0,15%	0,27%	0,33%	0,35%
Patrimonio total	48,25%	46,23%	50,96%	52,16%	49,92%	47,38%
Total de patrimonio y pasivos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Estados de Situación Financiera de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Como podemos ver en las tablas 9 y 10, los activos corrientes están conformados principalmente por inventarios y deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, representando entre el 2014 y 2019 cerca del 41% del total de activos. Además, se puede ver una tendencia decreciente del ítem deudores comerciales desde el año 2015, llegando a su punto mínimo en el año 2018. Lo anterior se debe a que la compañía depende de distribuidores externos para vender sus productos en sus mercados de exportación. Debido a este riesgo es que Concha y Toro ha llevado a cabo un plan para realizar joint ventures con empresas distribuidoras en países donde exporta y así tener un mayor control de la cadena de valor, lo que le permite responder

rápidamente ante requerimientos y abarcar mercados aún no familiarizados con el consumo de vino.

En cuanto a los inventarios, estos están compuestos de vinos a granel, embotellados, semi-elaborados, licores, insumos y otras bebidas diferentes al vino. El incremento de este ítem en el 2018 y 2019 es coherente con una menor venta de vino en volumen a mayores precios, en comparación con el año 2017.

En cuanto a los activos no corrientes, el ítem propiedad, planta y equipo representa cerca del 36% de los activos totales, lo cual es esperable en esta empresa puesto que cuenta con viñedos agrícolas, plantas de vinificación y bodegas, que determinan su capacidad de producción y operación.

Por otro lado, en cuanto a los pasivos que son corrientes, aquellos que son otros pasivos financieros se han incrementado durante el periodo 2014-2017, presentando una disminución de 10,6% en el 2018 respecto del año anterior, no obstante, el año 2019 este ítem vuelve a los niveles cercanos al año 2017, experimentando un crecimiento de 11,2% respecto del 2018. Dicho aumento corresponde principalmente a préstamos con entidades financieras bancarias y en menor proporción con derivados de cobertura y obligaciones con el público. Así también, las cuentas por pagar (proveedores) también han experimentado un aumento en el periodo 2014-2018, con una caída en el 2019 de 3,4%, respecto del 2018. Esto ocurrió debido a que los precios de los insumos (uva), especialmente de las cepas Cabernet y País, presentaron en general una tendencia creciente desde el 2014, a pesar de que la empresa posee viñas propias. En el 2019 el ítem dedicado a deudas correspondientes a descuentos previsionales del personal y deudas asociadas a gastos de marketing y publicidad (acreedores varios), experimentó un incremento de 36,6%, respecto del 2018, en línea con el Plan Estratégico llevado a cabo por la empresa.

Finalmente, en cuanto a los pasivos no corrientes, aquellos que son pasivos financieros han experimentado una disminución entre el 2015 y 2017, incrementándose fuertemente en el 2018 (45,4% respecto del 2017) y más en el 2019 (24,3% respecto del 2018). Este aumento se debe a una mayor existencia de obligaciones con el público (bonos), en línea con la estrategia de la empresa de reestructurar su deuda y financiar sus nuevas inversiones a largo plazo.

3.2. Estado de resultados

En la tabla 11 y 12 se presenta el estado de resultados de la empresa al 31 de diciembre de los años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019 en miles de UF y porcentual, respectivamente.

Tabla 11: Estado de resultados en miles de UF 2014 - 2019

Estado de resultados consolidado	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Ingresos de actividades ordinarias	23.686	24.823	24.990	22.894	22.279	23.207
Costo de ventas	-14.724	-15.276	-15.651	-15.377	-14.857	-14.680
Ganancia bruta	8.962	9.547	9.339	7.517	7.422	8.527
Otros ingresos	45	66	329	285	310	66
Costos de distribución	-5.462	-5.487	-5.728	-4.217	-4.141	-4.647
Gastos de administración	-906	-1.242	-1.198	-1.161	-1.269	-1.110
Otros gastos, por función	-80	-113	-78	-113	-145	-114
Ganancia por actividades operacionales	2.559	2.771	2.664	2.310	2.177	2.723
Ingresos financieros	30	24	37	21	34	21
Costos financieros	-420	-392	-391	-373	-423	-438
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	150	208	171	121	94	114
Diferencias de cambio	91	31	28	320	386	95
Resultados por unidades de reajuste	-119	-33	-1	-23	-37	-24
Ganancia antes de impuesto	2.290	2.610	2.508	2.377	2.231	2.490
Gasto por impuestos a las ganancias	-518	-645	-666	-512	-413	-603
Ganancia neta procedente de operaciones continuadas	1.772	1.965	1.842	1.865	1.818	1.887
Ganancia	1.772	1.965	1.842	1.865	1.818	1.887
Ganancia atribuible a:						
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	1.748	1.943	1.819	1.850	1.782	1.854
Ganancia (pérdida) atribuible a participaciones no controladoras	24	22	23	16	36	32
Ganancia	1.772	1.965	1.842	1.865	1.818	1.887
Ganancias por acción UF ganancia por acción básica y diluida en operaciones continuadas \$	0,002	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002
Ganancia por acción básica	0,002	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002

Fuente: Estados de resultados de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Tabla 12: Análisis vertical Estado de resultados 2014 – 2019

Estado de resultados consolidado	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	%	%	%	%	%	%
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de ventas	-62,16%	-61,54%	-62,63%	-67,17%	-66,69%	-63,26%
Ganancia bruta	37,84%	38,46%	37,37%	32,83%	33,31%	36,74%
Otros ingresos	0,19%	0,26%	1,32%	1,24%	1,39%	0,29%
Costos de distribución	-23,06%	-22,10%	-22,92%	-18,42%	-18,59%	-20,02%
Gastos de administración	-3,83%	-5,00%	-4,79%	-5,07%	-5,70%	-4,78%
Otros gastos, por función	-0,34%	-0,46%	-0,31%	-0,50%	-0,65%	-0,49%
Ganancia por actividades operacionales	10,80%	11,16%	10,66%	10,09%	9,77%	11,73%
Ingresos financieros	0,13%	0,10%	0,15%	0,09%	0,15%	0,09%
Costos financieros	-1,77%	-1,58%	-1,57%	-1,63%	-1,90%	-1,89%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,63%	0,84%	0,69%	0,53%	0,42%	0,49%
Diferencias de cambio	0,38%	0,13%	0,11%	1,40%	1,73%	0,41%
Resultados por unidades de reajuste	-0,50%	-0,13%	-0,01%	-0,10%	-0,17%	-0,10%
Ganancia antes de impuesto	9,67%	10,51%	10,03%	10,38%	10,01%	10,73%
Gasto por impuestos a las ganancias	-2,19%	-2,60%	-2,66%	-2,24%	-1,86%	-2,60%
Ganancia neta procedente de operaciones continuadas	7,48%	7,92%	7,37%	8,15%	8,16%	8,13%

Fuente: Estados de resultados de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Acorde a lo presentado en las tablas 11 y 12, el nivel de ingresos de la empresa ha experimentado un aumento entre los años 2014 – 2016, de 6,3%, presentando posteriormente una disminución en el año 2017, respecto del 2016, de 6,8% y en el 2018, respecto del 2017, un aumento leve en el 2018 de 0,1% y uno más fuerte en el 2019 de 7%. La caída en el 2017 se debe a una menor venta (en millones de dólares) en el mercado europeo, el cual representa, en promedio, un 34% del total de los ingresos de Concha y Toro, mientras que el aumento en el 2019 ocurre principalmente por una mayor venta de vino en el mercado estadounidense y una recuperación en el mercado europeo.

En cuanto a los costos de venta, estos fueron incrementándose entre 2014 a 2017 en un 3,8% (2014 – 2015) y 2,5% (2015 – 2016) y presentaron una disminución en el 2017, respecto del 2016, de un 1,8% y en el 2018, respecto del 2017, de un 3,4% y en el 2019, respecto del 2018, de un 1,2%, lo cual va de la mano con la menor venta realizada (2018) y mayores costos de insumos (2019).

Es importante mencionar que, dentro de los costos operacionales, aquellos de distribución representan, en promedio para el periodo en estudio, un 21% del total de ingresos, disminuyendo año a año debido a los esfuerzos de la compañía en reducir los riesgos existentes

al contar con distribuidores independientes que podrían preferir comercializar vinos de aquellas viñas que son competencia para Concha y Toro, por lo cual decide llevar a cabo un plan para contener su efecto.

En cuanto al margen operacional o EBIT, éste ha ido en descenso desde el año 2015 debido a menores volúmenes de venta y a los mayores costos asociados a la producción, haciendo que el costo de venta pase a representar en el 2017 y 2018 un 67,1% y 66,7% del total de ingresos, respectivamente. Esto comparado con el 62% que representaba este ítem, en promedio, en el periodo 2014 – 2016. Esto ha hecho que la ganancia bruta caiga en desde el 2015 en adelante, haciendo que el margen operacional disminuya, a pesar de los esfuerzos realizados en el 2017 y 2018 en disminuir la importancia de los costos de distribución. Sólo en el 2019 el EBIT se vuelve a aproximar a aquel alcanzado en el año 2015, disminuyendo también los costos a un 63,3% del total de los ingresos. Con esto alcanzó en el 2019 una ganancia bruta 14,9% mayor que en el 2018, viendo la empresa los primeros frutos de su Plan Estratégico focalizado en un mejor mix de productos y eficiencias productivas.

Por último, respecto de la utilidad de la empresa, si bien cayó en el 2016, esta logra representar un mayor porcentaje de los ingresos en el 2017, 2018 y 2019, un 8,15% y 8,16% y 8,13%, respectivamente, luego del inicio del Plan Estratégico con mirada al año 2022, donde el objetivo es recuperar el crecimiento de la compañía con foco en valor y rentabilidad. La meta de este plan es duplicar el resultado operacional en cinco años e incrementar el margen operacional a un rango aproximado de 16% - 16,5% al final del período.

3.3. Estado de flujos de efectivo

En la tabla 13 se presenta el estado de flujos de efectivo de la empresa al 31 de diciembre de los años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019 en miles de UF.

Tabla 13: Estado de flujos de efectivo en miles de UF 2014 – 2019

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación						
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	21.454	23.561	23.574	25.385	27.685	25.397
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-16.996	-17.492	-18.045	-20.121	-22.541	-18.680
Pagos a/y por cuenta de los empleados	-2.765	-2.928	-2.774	-2.842	-2.895	-2.843
Dividendos pagados	-573	-712	-786	-770	-669	-676
Intereses recibidos	58	19	22	18	36	26
Impuestos a las ganancias (pagados) reembolsados	-486	-241	-387	-944	-554	-935
Otras entradas (salidas) de efectivo	153	230	61	20	254	139
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	845	2.436	1.665	746	1.316	2.427

Fuente: Estados de flujo de efectivo de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Tabla 13: Estado de flujo de efectivo en miles de UF 2014 – 2019 (continuación)

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión						
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	-	-	-	-	-	-543
Otros cobros por la venta de patrimonio o instrumentos de deudas de otras entidades	5	-	-	-	-	-
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	-	-	-	-215	-465	-
Prestamos a entidades relacionadas	-	-	-	-1	-	-
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	6	8	382	81	1	1
Compras de propiedades, planta y equipo	-1.063	-875	-1.603	-1.777	-958	-1.458
Compras de activos intangibles	-102	-65	-102	-93	-74	-81
Importes procedentes de subvenciones del gobierno	2	2	3	6	5	2
Cobros a entidades relacionadas	-	-	-	2	-	-
Dividendos recibidos	44	126	172	78	37	42
Otras entradas (salidas) de efectivo	-0	-	-	-	-	-
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	-1.107	-803	-1.148	-1.919	-1.455	-2.037

Fuente: Estados de flujo de efectivo de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Tabla 13: Estado de flujo de efectivo en miles de UF 2014 – 2019 (continuación)

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación						
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	-	-	-	-	1.146	3.259
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	-	-	-	4.883	4.598	2.667
Pagos por otras participaciones en el patrimonio	-8	-	-	-	-	-
Importes procedentes de préstamos	3.101	625	3.696	-	-	-
Pagos de préstamos	-1.838	-1.969	-3.166	-3.921	-5.163	-4.787
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	-	-	-	-2	-2	-
Pagos de pasivos por arrendamientos	-	-	-	-	-	-92
Intereses pagados	-323	-300	-311	-352	-301	-257
Otras entradas (salidas) de efectivo	-1	1	1	0	0	-8
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	930	-1.643	220	609	279	781
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	668	-11	737	-564	140	1.171
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo						
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	41	24	-108	-35	89	49
Incremento (disminución) neta de efectivo y equivalentes al efectivo	709	13	629	-599	229	1.220
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	522	1.182	1.163	1.762	1.130	1.324
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	1.231	1.195	1.792	1.163	1.360	2.545

Fuente: Estados de flujo de efectivo de empresa Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

En la tabla 13 podemos ver que la inversión que realizó la empresa en el año 2014 fue realizada con préstamos. En el año 2015, la empresa recibió también préstamos, no obstante, el pago de sus obligaciones fue el doble que aquello solicitado a acreedores. En el 2016 volvió adquirir préstamos de mayor magnitud que aquellos del 2015, los cuales se destinaron a pagos de algunas obligaciones.

Posteriormente, con el Plan Estratégico planteado en el 2017 y bajo el marco del proyecto ROIC, cuyas iniciales se deben a los objetivos de Rentabilidad, Optimización, Innovación y Crecimiento, impulsaron transformaciones que buscan ahorros y eficiencias a lo largo de toda la cadena de producción. Este proceso de reestructuración interna bajo ROIC se espera que genere

ahorros de aproximadamente \$18.800 millones anuales a partir de 2020. Con esta mirada, la empresa ha buscado reestructurar su deuda, enfocándose en pagar a sus acreedores, así como también seguir invirtiendo en propiedades, planta y equipo con el fin de desarrollar las áreas agrícolas y aumentar de capacidad enológica y de envasado en Chile, Argentina y Estados Unidos.

Por último, se puede apreciar que en el 2018 y 2019 los importes procedentes de préstamos de largo plazo se incrementaron debido a la colocación de bonos en enero de 2018 y en agosto 2019, también en un contexto de reestructuración de pasivos para aprovechar la coyuntura de mejores tasas de interés de largo plazo, según la empresa.

3.4. Ratios financieros

3.4.1. Razones de liquidez

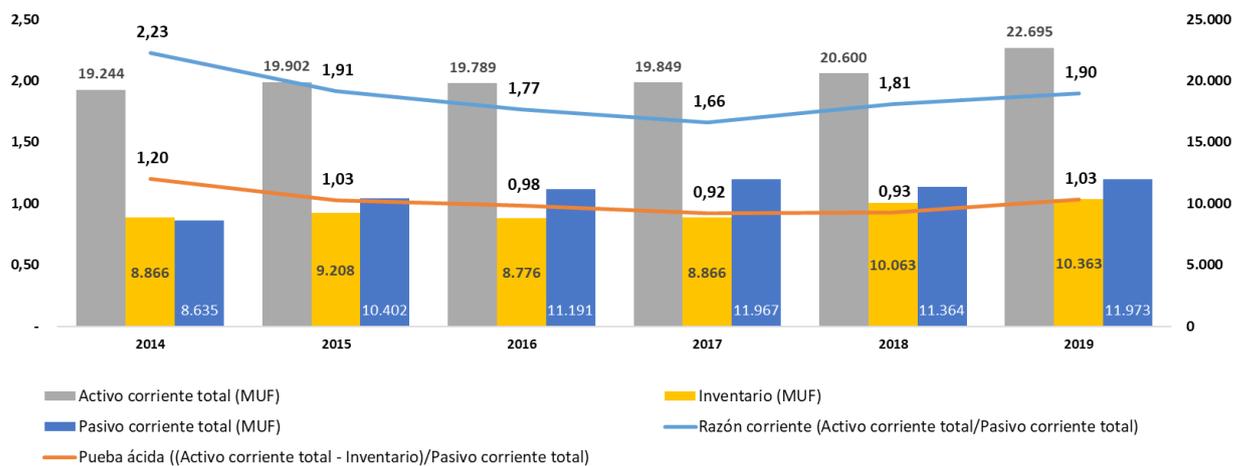
A continuación, en la tabla 14 y figura 7 se muestran los ratios de liquidez para el periodo 2014 a 2019, para posteriormente realizar su análisis. Estos son:

Tabla 14: Ratios de liquidez

Razones Financieras	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Razón corriente (veces)	2,23	1,91	1,77	1,66	1,81	1,90
Prueba ácida (veces)	1,20	1,03	0,98	0,92	0,93	1,03

Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Figura 7: Ratios de liquidez



Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

En la figura 7 podemos ver que la razón corriente ha empezado a disminuir desde el año 2014 donde tenía un valor de 2,23 veces hasta el 2017 con 1,66 veces. Esto se debe a que los activos

corrientes aumentaron, en este último año, proporcionalmente menos que los pasivos corrientes. Sin embargo, a diciembre 2018 y 2019 este indicador presenta una mejora al elevarse a 1,81 veces y 1,9 veces, respectivamente. Al respecto, el crecimiento en los activos corrientes se debe principalmente a un mayor saldo de inventarios en 2018 y 2019 y de otros activos financieros, mientras que el aumento de los pasivos corrientes se explica por un alza en las obligaciones financieras de corto plazo.

Dado esto, la prueba ácida de la empresa ha seguido la misma tendencia pues los inventarios representan, en promedio en el periodo en estudio, un 24% del total de activos y un 46%, en promedio, de los activos corrientes de Concha y Toro.

Durante 2014 y 2015 la empresa alcanzaba a cubrir sus obligaciones corrientes con sus activos corrientes, sin contar con inventarios, no obstante, desde el 2016 a 2018, el test ácido ha sido inferior a 1, lo cual refleja un deterioro en la liquidez de la empresa, sólo recuperándose en el 2019 y alcanzando un valor de 1,03 veces.

3.4.2. Razones de endeudamiento

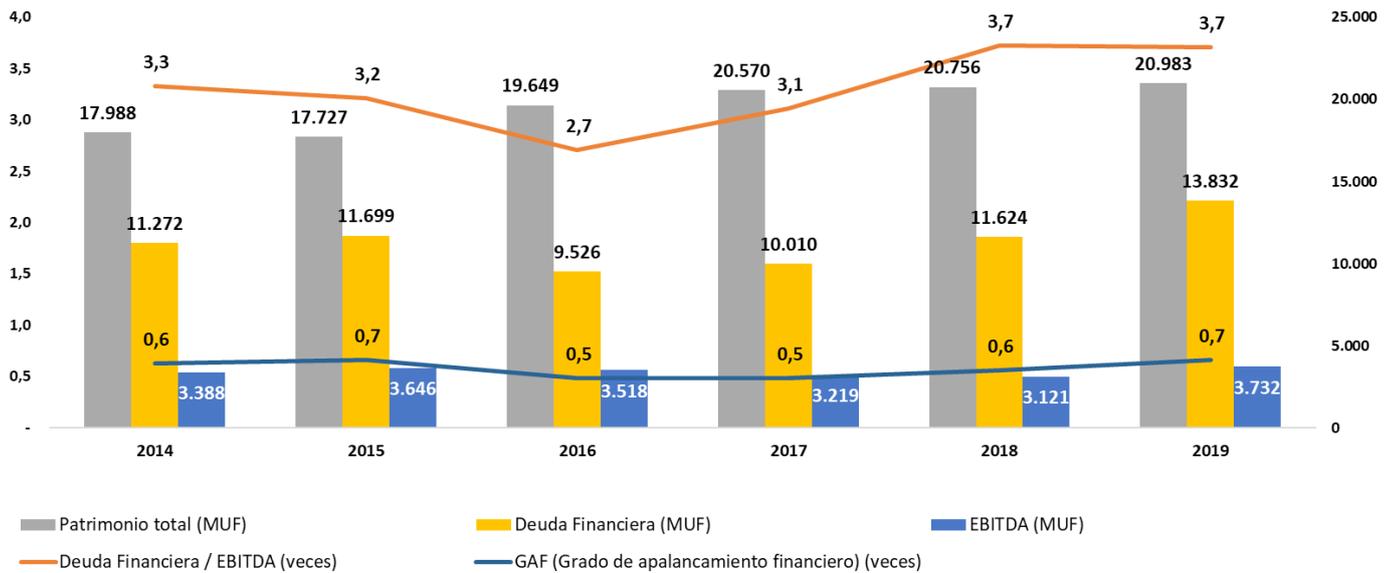
A continuación, en la tabla 15 y figuras 8 y 9 se muestran los ratios de endeudamiento para el periodo 2014 a 2019, para posteriormente realizar su análisis. Estos son:

Tabla 15: Ratios de endeudamiento

Razones Financieras	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
GAF - Grado de apalancamiento financiero (veces)	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6	0,7
Deuda financiera / EBITDA (veces)	3,3	3,2	2,7	3,1	3,7	3,7
Deuda financiera / Activos (%)	30,2%	30,5%	24,7%	25,4%	28,0%	31,2%

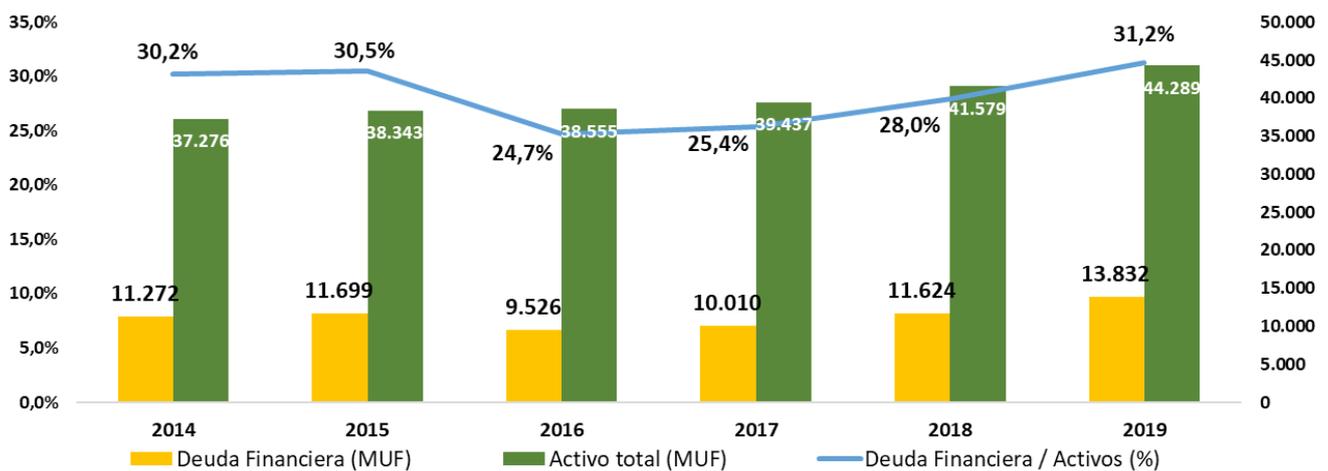
Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Figura 8: Ratios de endeudamiento – Deuda Financiera/EBITDA y GAF



Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Figura 9: Ratios de endeudamiento – Deuda financiera/Activos



Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

El apalancamiento financiero de Concha y Toro es relativamente estable durante el periodo en estudio, presentando un valor de 0,7 veces en el 2015, reduciéndolo luego a 0,5 veces en el 2016 y 2017 y con un leve incremento en el 2018 y 2019, llegando a 0,6 y 0,7 veces, respectivamente. Asimismo, durante el periodo 2014 – 2016 la empresa demoraba menos en pagar su deuda (2,7 años en el 2016), pero a partir de dicho año ha ido incrementando dicho plazo hasta 3,7 años en el 2018 y 2019.

Por último, durante los años 2014 y 2015 la deuda financiera representó un 30% de los activos, aproximadamente, para posteriormente, en el 2016 y 2017, disminuir a un 25%, en el 2018 aumentar a 28% y a 31,2% en el 2019.

3.4.3. Razones de rentabilidad

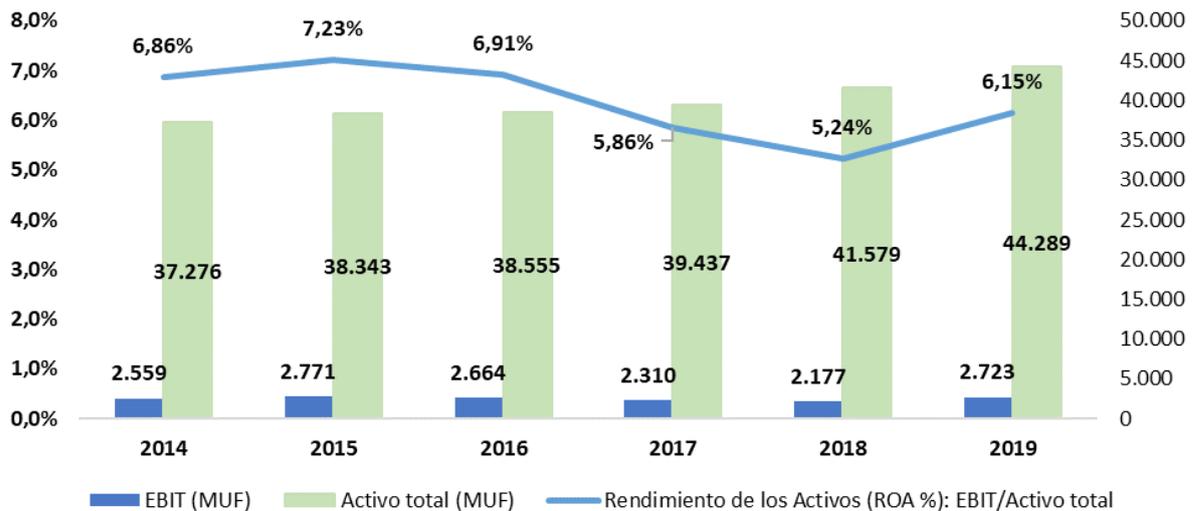
A continuación, en la tabla 16 y figuras 10, 11 y 12 se muestran los ratios de rentabilidad para el periodo 2014 a 2019, para posteriormente realizar su análisis. Estos son:

Tabla 16: Ratios de rentabilidad

Razones Financieras	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Rendimiento de los activos (ROA) (%)	6,86%	7,23%	6,91%	5,86%	5,24%	6,15%
Rentabilidad del patrimonio (ROE) (%)	9,85%	11,08%	9,37%	9,07%	8,76%	8,99%
Margen neto (%)	7,48%	7,92%	7,37%	8,15%	8,16%	8,13%
Margen EBIT (%)	10,80%	11,16%	10,66%	10,09%	9,77%	11,73%
Margen EBITDA (%)	14,30%	14,69%	14,08%	14,06%	14,01%	16,08%

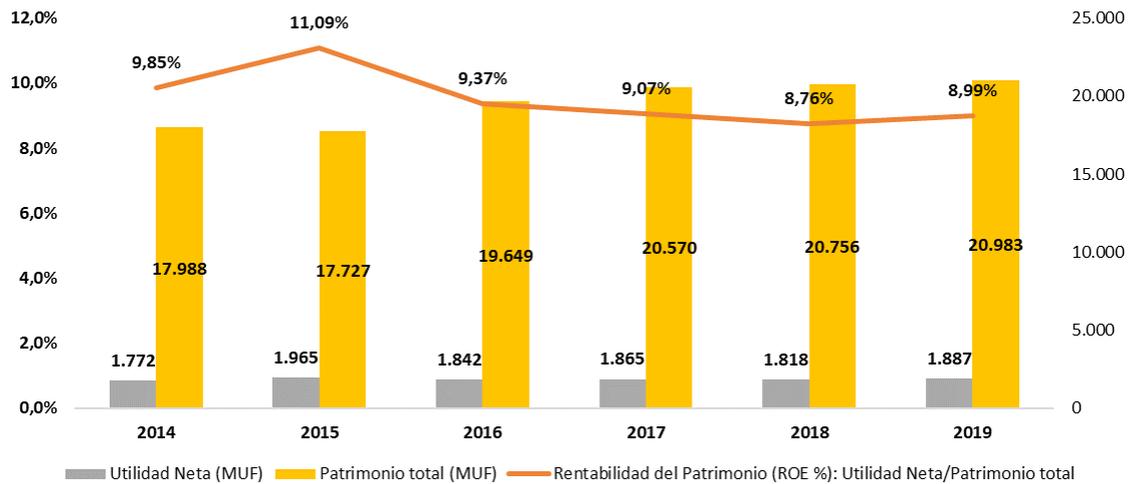
Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Figura 10: Ratios de rentabilidad - ROA



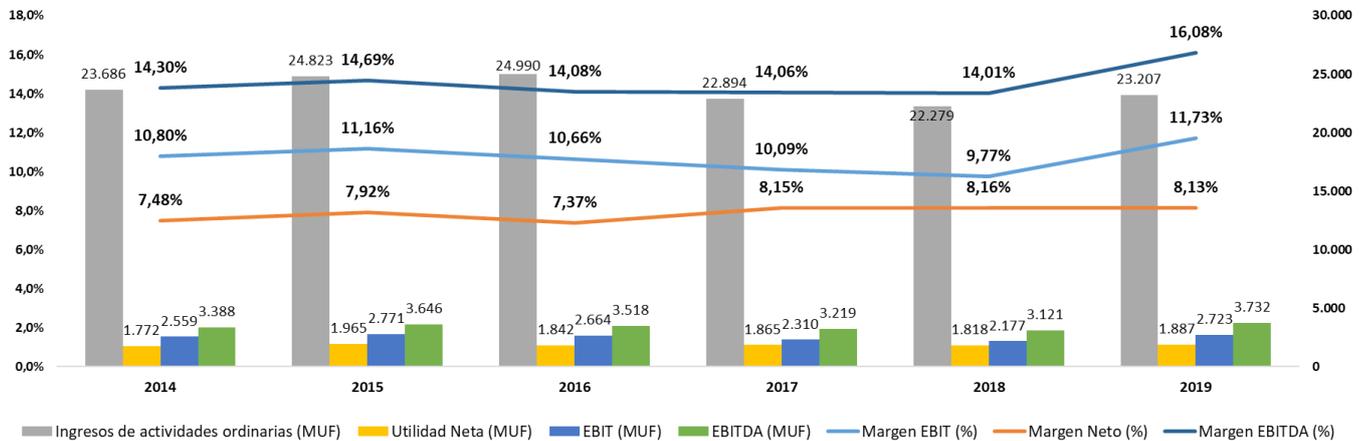
Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Figura 11: Ratios de rentabilidad – Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)



Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Figura 12: Ratios de rentabilidad – Margen EBIT, margen EBITDA y margen neto



Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

a) Rentabilidad sobre patrimonio (ROE) y rentabilidad sobre los activos (ROA)

El ROE tuvo un aumento en el año 2015, respecto del 2014, no obstante, a partir de este último año ha ido disminuyendo desde un 11,1% a un 8,8% en el 2018, casi alcanzando un 9% en el 2019. Esto se debe a que el patrimonio se ha incrementado en mayor proporción que la utilidad neta, pues las ganancias acumuladas han ido creciendo año a año. La misma tendencia ha tenido la rentabilidad sobre activos (ROA), pues ha pasado de 7,2% en el 2015 a 5,2% en el 2018, recuperándose en el 2019 (6,15%) debido a que el activo total se ha visto incrementado en una proporción mayor que el EBIT por la mayor acumulación de inventario en el 2017 y 2018, especialmente este último año, y del aumento de la propiedad, planta y equipo.

En el caso de Concha y Toro, durante todo el periodo en estudio el ROE es mayor al ROA, lo cual es positivo pues refleja que la rentabilidad de los activos es mayor que el costo financiero, es decir hace un eficiente uso de la deuda.

b) Margen EBITDA, margen operacional y margen neto

En cuanto al margen EBITDA, éste se ha mantenido estable en los últimos años (alrededor de 14%), mostrando una notoria mejora en el 2019 (16,08%) debido principalmente a que, si bien los ingresos han disminuido, la empresa ha trabajado en que sus procesos sean más eficientes, reduciendo de manera acentuada sus costos, especialmente los costos de distribución en los años 2018 y 2019. En cuanto al margen EBIT u operacional ha ido en descenso desde el año 2016, recuperándose fuertemente en el 2019, producto del Plan Estratégico llevado a cabo en el último periodo.

Por último, respecto del margen neto, éste experimentó un aumento en el año 2015 y luego disminuyó en el 2016, lo cual llevó a la empresa que en el 2017 diseñara el Plan Estratégico 2022, donde el objetivo es recuperar el crecimiento de la compañía con foco en valor y rentabilidad, por lo que ha empezado a presentar un mejor indicador en el 2017, 2018 y 2019.

3.5. Bonos

La información de los bonos vigentes al 30 de diciembre de 2019 de la empresa fue extraída desde la página de la CMF en la sección bonos corporativos (Comisión para el Mercado Financiero, 2019). El detalle de cada bono se obtuvo desde los prospectos de bonos emitidos por Concha y Toro S.A. y finalmente, las tasas de colocación fueron extraídas desde los boletines bursátiles de la Bolsa de Santiago. El resumen de la información de los bonos vigentes es presentado en la tabla 17.

Tabla 17: Bonos vigentes

Observaciones	Bonos				
	J	K	N	Q	T
Bono	BCTOR-J	BCTOR-K	BCTOR-N	BCTOR-Q	BCTOR-T
Fecha de emisión	01/09/14	01/09/14	24/10/16	10/01/18	22/07/19
Valor nominal (VN o D)	1.000.000	1.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Moneda	UF	UF	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	01/09/20	01/09/38	24/10/41	10/01/38	22/07/44
Tipo de bono	Francés	Francés	Francés	Francés	Francés
Tasa cupón (k_d)	2,50%	3,30%	2,40%	3,00%	1,80%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	12	48	50	40	50
Periodo de gracia	6	20	40	30	40
Motivo de la emisión	Reestructuración de pasivos del emisor, principalmente destinado al prepago de la Serie C.	Reestructuración de pasivos del emisor, principalmente destinado al prepago de la Serie C.	50% al financiamiento de nuevas inversiones y el 50% a la reestructuración de vencimiento de sus pasivos financieros.	100% a la reestructuración de vencimientos de sus pasivos financieros corrientes.	75% al pago de vencimientos de pasivos bancarios durante los ejercicios 2019 y 2020, y 25% al pago a su respectivo vencimiento, durante los ejercicios 2019 y 2020, de los cupones de Serie J.
Clasificación de riesgo	Feller Rate : AA-Humphreys : AA-	Feller Rate : AA-Humphreys : AA-	Feller Rate : AA-Humphreys : AA-	Feller Rate : AA-Humphreys : AA-	Feller Rate : AA-Humphreys : AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,18%	3,49%	2,69%	2,86%	1,35%
Precio de venta el día de la emisión	1.014.186	976.174	1.902.913	2.038.224	2.174.457
Valor de mercado	Día de la emisión: 101% sobre la par Más reciente: 101% sobre la par	Día de la emisión: 98% bajo la par Más reciente: 120% sobre la par	Día de la emisión: 95% bajo la par Más reciente: 112% sobre la par	Día de la emisión: 102% sobre la par Más reciente: 117% sobre la par	Día de la emisión: 109% sobre la par Más reciente: 94% bajo la par

Fuente: Prospectos de Bonos Concha y Toro S.A, Boletines Bursátiles de la Bolsa de Santiago y CMF

Es relevante destacar que para el cálculo del valor de mercado más reciente de los bonos vigentes se utilizaron las últimas transacciones que se muestran en la tabla 18.

Tabla 18: Transacciones recientes

Bono	J	K	N	Q	T
Fecha última transacción	23/12/19	23/10/19	29/10/19	23/12/19	26/12/19
Última TIR	1,53%	1,48%	1,67%	1,80%	2,15%

Fuente: Boletines Bursátiles de la Bolsa de Santiago.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. Deuda financiera

La deuda financiera de la empresa se puede obtener desde las cuentas del estado de situación financiera, en otros pasivos financieros corrientes y no corrientes. Según la nota 19 de los estados financieros (EEFF) de Concha y Toro, se puede obtener un mayor desglose de las cuentas anteriormente mencionadas, comenzando por otros pasivos financieros, corrientes, los cuales se pueden ver en la tabla 19.

Tabla 19: Otros pasivos financieros corrientes en miles de UF

Cuentas	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Préstamos de entidades financieras	2.155	2.419	3.037	4.252	3.980	4.166
Obligaciones con el público	27	527	533	864	386	405
Derivados cobertura	301	483	214	122	284	582
Derivados no cobertura	5	116	88	2	34	1
Arrendamiento financiero	-	-	-	1	3	57
Total pasivos financieros corrientes	2.488	3.545	3.871	5.241	4.688	5.212

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A.

En la tabla 20 se observa el desglose de los otros pasivos financieros no corrientes:

Tabla 20: Otros pasivos financieros no corrientes en miles de UF

Cuentas	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Préstamos de entidades financieras	4.345	3.271	1.004	969	1.028	643
Obligaciones con el público	3.500	3.000	4.500	3.667	5.333	7.108
Derivados cobertura	939	1.883	151	117	561	575
Derivados no cobertura	-	-	-	-	-	-
Arrendamiento financiero	-	-	-	17	14	294
Total pasivos financieros no corrientes	8.784	8.154	5.655	4.769	6.936	8.620

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A.

Finalmente, para el cálculo de la deuda financiera, se considera solo los préstamos con entidades financieras y obligaciones con el público (bonos), debido a que los derivados y arrendamientos financieros no son considerados como instrumentos que proporcionan financiamiento. El detalle del cálculo de deuda financiera se muestra en la tabla 21:

Tabla 21: Deuda financiera (B) en miles de UF

Cuentas		Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
		MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Préstamos de entidades financieras	Corriente	2.155	2.419	3.037	4.252	3.980	4.166
	No corriente	4.345	3.271	1.004	969	1.028	643
Obligaciones con el público	Corriente	27	527	533	864	386	405
	No corriente	3.500	3.000	4.500	3.667	5.333	7.108
Deuda financiera (B)		10.027	9.217	9.074	9.751	10.728	12.321
% Préstamos de entidades financieras		64,8%	61,7%	44,5%	53,5%	46,7%	39,0%
% Obligaciones con el público		35,2%	38,3%	55,5%	46,5%	53,3%	61,0%

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A.

En la tabla anterior, también se puede observar que en el periodo diciembre 2014 a diciembre 2019, la proporción de las obligaciones con el público (bonos) sobre el total de la deuda financiera ha aumentado, llegando a un 61% en diciembre 2019, mientras que la proporción de préstamos con entidades financieras es de un 39% en el mismo año.

4.2. Patrimonio económico

Para obtener el patrimonio económico son necesarios los datos del número de acciones y los precios al cierre de cada periodo. Es relevante mencionar que las acciones están 100% suscritas y pagadas, y tienen la característica de ser ordinarias, de una serie única y sin valor nominal. El patrimonio económico se calcula utilizando la siguiente ecuación:

$$\text{Patrimonio económico} = \text{Número de acciones} \cdot \text{Precio de acción}$$

El detalle del cálculo del patrimonio económico se observa en la tabla 22.

Tabla 22: Patrimonio económico en miles de UF

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Número de acciones	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982
Precio de acción al cierre (MUF)	0,048	0,041	0,041	0,043	0,049	0,050
Patrimonio económico (P) (MUF)	35.996	30.939	30.475	32.464	36.708	37.358

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A., Yahoo Finance

El número de acciones fue extraído de los estados financieros de Concha y Toro, y el valor de la acción corresponde al precio de cierre del último día del mes de diciembre.

4.3. Valor económico de la empresa

Finalmente, con los datos de la deuda financiera y el patrimonio económico, se puede calcular el valor de los activos, o valor económico de la empresa, según la siguiente ecuación:

Valor económico de la empresa = Patrimonio económico + Deuda financiera

El detalle del cálculo para el periodo diciembre 2014 a diciembre 2019 se muestra en la tabla 23.

Tabla 23: Valor de los activos en miles de UF

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Deuda financiera (B)	10.027	9.217	9.074	9.751	10.728	12.321
Patrimonio económico (P)	35.996	30.939	30.475	32.464	36.708	37.358
Valor de los activos (V=P+B)	46.023	40.156	39.549	42.215	47.436	49.680

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A., Yahoo Finance

4.4. Estructura de capital objetivo

Con la información sobre la deuda financiera (B), el patrimonio económico (P) y el valor económico de la empresa (V), se calcula la razón de deuda sobre patrimonio (B/P), la razón patrimonio sobre valor económico de la empresa (P/V) y la razón deuda financiera sobre valor económico de la empresa (B/V). El detalle del cálculo para el periodo diciembre 2014 a diciembre 2019 se observa en la tabla 24.

Tabla 24: Estructura de capital histórica

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
B/P	27,86%	29,79%	29,77%	30,04%	29,22%	32,98%
P/V	78,21%	77,05%	77,06%	76,90%	77,39%	75,20%
B/V	21,79%	22,95%	22,94%	23,10%	22,61%	24,80%

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A., Yahoo Finance.

En la tabla anterior podemos ver que la estructura de capital para el periodo diciembre 2014 a diciembre 2019 ha sido relativamente estable, sin cambios abruptos. Debido a lo anterior es que podemos estimar una estructura de capital objetivo, la cual será considerada utilizando un promedio simple del periodo diciembre 2015 a diciembre 2019. El cálculo de la media, mediana, valor máximo y valor mínimo del periodo diciembre 2015 a diciembre 2019 se muestra la tabla 25.

Tabla 25: Estructura de capital objetivo

Cálculo con últimos 5 años (Objetivo)	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
B/P	30,36%	29,79%	32,98%	29,22%
P/V	76,72%	77,05%	77,39%	75,20%
B/V	23,28%	22,95%	24,80%	22,61%

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A., Yahoo Finance

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para obtener el costo de capital de Concha y Toro, utilizaremos la siguiente información:

- Tasa libre de riesgo (R_f) de 0,8%, correspondiente a la TIR del 27 de diciembre de 2019 del bono del Banco Central de Chile en UF, de más largo plazo (BCU-30).
- Un premio por riesgo de mercado (PRM) de 5,89% para Chile, provisto por Damodaran, a Enero de 2020.
- Tasa de impuesto (t_c) según los datos de la tabla 26. Es relevante destacar que Concha y Toro se acogió al sistema de tributación denominado “régimen parcialmente integrado”, lo cual implica una tasa de impuesto corporativo de 25,5% para el año comercial 2017 y de 27% para el año comercial 2018 y siguientes.

Tabla 26: Tasa de impuestos de primera categoría (IDPC)

Año Comercial	Año Tributario	Tasa del IDPC
2014	2015	21,0%
2015	2016	22,5%
2016	2017	24,0%
2017 (*)	2018 (*)	25,5%
2018 (*)	2019 (*)	27,0%
2019 (*)	2020 (*)	27,0%

Fuente: Servicio de impuestos internos (SII), 2020.

(*) Impuestos según sistema de tributación establecido en el artículo 14B) de la ley de la renta, denominado “régimen parcialmente integrado”.

5.1. Costo de la deuda

Para determinar el costo de la deuda (K_b), utilizaremos la última TIR transada del bono corporativo de Concha y Toro de más largo plazo, corresponde a la serie T (BCTOR-T), el cual vence en julio de 2044, y su última transacción fue en 26 de diciembre de 2019, a una TIR (tasa de mercado) de 2,15% (ver tabla 17 y 18).

5.2. Beta de la deuda

Utilizando el modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model, en español, modelo de valoración de activos financieros), se estima el beta de la deuda (β_d) de Viña Concha y Toro a través de la siguiente ecuación:

$$K_b = R_f + \beta_d \cdot PRM$$

$$2,15 \% = 0,8 \% + \beta_d \cdot 5,89 \%$$

$$\beta_d = 0,23$$

5.3. Estimación del beta patrimonial con deuda histórica

Para obtener el beta de la acción o beta patrimonial con deuda de Viña Concha y Toro, realizaremos una regresión lineal simple de los retornos semanales de la acción y los retornos semanales del IGPA, de los últimos dos años. Es decir, para obtener los retornos consideraremos el valor del IGPA y del precio de la acción de Concha y Toro del último día hábil de la semana y lo compararemos con los valores correspondientes del último día hábil de la semana anterior. Por lo tanto, el modelo de la regresión es el que muestra la siguiente ecuación:

$$\text{Retorno semanal de Concha y Toro} = \hat{\alpha} + \hat{\beta} \cdot \text{Retorno semanal IGPA} + \varepsilon$$

La tabla 27 muestra los resultados del beta de la acción obtenido con la regresión lineal simple antes mencionada, al 30 de diciembre para los años 2017 a 2019 y adicionalmente al 30 de septiembre de 2019, con la respectiva presencia bursátil de cada fecha⁷. Realizamos la regresión a septiembre 2019, debido a que el último trimestre la acción de Concha y Toro se vio afectada por el incremento general en el nivel de incertidumbre y caída de confianza presente en el mercado financiero. Lo anterior fue producto de la crisis social iniciada el 18 de octubre de dicho año, ocasionando fuertes movimientos en los precios de las acciones y una posterior caída de la bolsa, incluso yendo más allá de lo justificable por la mayor percepción de riesgo país (Banco Central de Chile, 2019), adicionalmente el beta de septiembre posee un mejor R².

Tabla 27: Beta de la acción y presencia bursátil de acción de Concha y Toro

	Septiembre 2019	Diciembre 2019	Diciembre 2018	Diciembre 2017
Beta de la acción	0,62	0,43	0,61	0,35
P-value	0,00***	0,01***	0,00***	0,00***
Observaciones	104	104	104	104
R ²	18,08%	7,24%	16,59%	8,59%
Presencia bursátil acción	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia en base a datos obtenidos de la Bolsa de comercio de Santiago.

***p-value < 0,01 significativo al 1%, **p-value < 0,05 significativo al 5%, *p-value < 0,1 significativo al 10%

En la tabla 27 se puede observar que el beta es significativo al 1% (p-value < 0,01) en todo el periodo analizado, adicionalmente que la presencia bursátil de la acción es del 100% en todos los años. Las observaciones de los retornos semanales fueron 104 en todos los años. El beta de

⁷ https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil

la acción apalancado o beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d}$) a utilizar para obtener el costo de capital, será el obtenido a septiembre del 2019, con un valor de 0,62, el cual es significativo al 1% (p-value < 0,01).

5.4. Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda de Viña Concha y Toro ($\beta_p^{s/d}$), se calcula utilizando la ecuación de Rubinstein 1973, el cual considera una deuda riesgosa, y esto es debido a que tasa de costo de la deuda de Viña Concha y Toro (K_b) > tasa libre de riesgo (R_f), es decir, 2,15% > 0,8%. Adicionalmente, para desapalancar el beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{c/d} = 0,62$), se utiliza la tasa de impuestos corporativos promedio de los últimos dos años ($t_c = 27\%$), 2018 y 2019, y la estructura de capital promedio de los últimos dos años ($B/P = 31,10\%$). Es importante hacer hincapié que tanto el periodo utilizado para la obtención del beta patrimonial con deuda, como el de la tasa de impuestos y la estructura de capital a utilizar deben ser consistentes (mismos periodos). Utilizando la ecuación de Rubinstein 1973, y el beta de la deuda antes mencionados ($\beta_d = 0,23$), obtenemos el siguiente resultado.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$
$$0,62 = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 31,10\% \right] - 0,23 \cdot (1 - 27\%) \cdot 31,10\%$$
$$\beta_p^{s/d} = 0,55$$

5.5. Beta patrimonial con deuda objetivo

El beta patrimonial con deuda objetivo de Viña Concha y Toro ($\beta_p^{c/d}$), se obtiene utilizando nuevamente la ecuación de Rubinstein 1973, pero esta vez se debe utilizar la estructura de capital objetivo, la cual fue calculada con el promedio de los últimos cinco años ($B/P = 30,36\%$) (ver tabla 25) y la última tasa de impuestos corporativos de largo plazo ($t_c = 27\%$). Adicionalmente, se utiliza el beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d} = 0,55$) y el beta de la deuda ($\beta_d = 0,23$). Finalmente, la ecuación a utilizar es la siguiente:

$$\beta_p^{cld} = \beta_p^{sld} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{cld} = 0,55 \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 30,36\% \right] - 0,23 \cdot (1 - 27\%) \cdot 30,36\%$$

$$\beta_p^{cld} = 0,62$$

5.6. Costo patrimonial

Utilizando nuevamente el modelo de CAPM, se obtiene el valor del costo patrimonial (K_p), usando el valor del beta patrimonial con deuda objetivo ($\beta_p^{c/d} = 0,62$), y los valores de la tasa libre de riesgo ($R_f = 0,8\%$) y premio por riesgo de mercado (PRM = 5,89%). Es relevante mencionar que al poseer la acción de Viña Concha y Toro una presencia bursátil de 100% (ver tabla 27), no es necesario ajustar este valor por un premio por iliquidez de la acción.

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$
$$K_p = 0,8\% + 0,62 \cdot 5,89\%$$
$$K_p = 4,45\%$$

5.7. Costo de capital

Finalmente, para obtener el costo de capital (K_o) de Viña Concha y Toro, se utiliza el modelo de Costo Capital Promedio Ponderado (WACC, por sus siglas en inglés). Para ello, se usan los valores de costo patrimonial obtenido en punto anterior ($K_p = 4,45\%$), relación patrimonio a valor empresa objetivo ($P/V = 76,72\%$), relación deuda a valor empresa objetivo ($B/V = 23,28\%$), costo de la deuda ($K_b = 2,15\%$) y la tasa de impuestos corporativos de largo plazo ($t_c = 27\%$). El cálculo se muestra a continuación:

$$K_o = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$
$$K_o = 4,45\% \cdot 76,72\% + 2,15\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 23,28\%$$
$$K_o = 3,78\%$$

6. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

6.1. Valores para la industria

Para seleccionar las empresas comparables es necesario tener en cuenta que éstas deben pertenecer a la misma industria, cotizar en bolsa, y adicionalmente consideramos los siguientes factores:

- Similar clasificación de riesgo de la empresa.
- Tasa de crecimiento de ventas, debido a que es un indicador de que refleja perspectivas de crecimiento similares.
- Similar mix de productos, medido por la proporción del EBITDA del producto vino sobre el EBITDA total.
- Estructura de capital similar.
- Rentabilidad similar.
- Política de dividendos similar.

Comenzamos seleccionando las empresas de la industria local, que representan la mayor competencia para Viña Concha y Toro, las cuales son Viña Santa Rita y Viña San Pedro. Estas empresas poseen la clasificación de riesgo que muestra la tabla 28, siendo muy similares a Concha y Toro.

Tabla 28: Clasificación de riesgos a diciembre 2019

	ICR	Fitch	Feller	Humphreys
Santa Rita	A+	A+		
San Pedro	AA-			
Viña Concha y Toro			AA-	AA-

Fuente: Elaboración propia en base a informes de clasificadoras de riesgo 2019.

Luego, comparamos las ventas totales de cada empresa y el crecimiento promedio de ventas que han tenido. Así, Viña Santa Rita tiene un crecimiento promedio de 2015 a 2019 de 0,94%, Viña San Pedro 1,43% y Viña Concha y Toro un -0,29%.

En cuanto a la estructura de capital, está es muy distinta para las tres empresas pues solamente a diciembre 2019 Viña San Pedro tiene una estructura similar a Viña Concha y Toro, con un 19,41% y 32,98% respectivamente. Los datos descritos se pueden ver en la tabla 29.

Tabla 29: Comparación de crecimiento de ventas, B/P, utilidad sobre ingresos y EBITDA del producto vino sobre EBITDA total

Indicador	Empresa	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
% Crecimiento Ventas	Viña Santa Rita	10,10%	4,60%	-3,16%	1,33%	-8,17%	0,94%
	Viña San Pedro	5,66%	3,37%	-0,19%	-1,80%	0,11%	1,43%
	Viña Concha y Toro	4,80%	0,67%	-8,39%	-2,69%	4,17%	-0,29%
B/P	Viña Santa Rita	31,71%	34,99%	40,05%	54,12%	62,19%	44,61%
	Viña San Pedro	11,50%	10,18%	7,95%	16,64%	19,41%	13,13%
	Viña Concha y Toro	29,79%	29,77%	30,04%	29,22%	32,98%	30,36%
% Utilidad sobre ingresos	Viña Santa Rita	8,03%	8,65%	8,02%	6,90%	4,17%	7,16%
	Viña San Pedro	13,73%	13,91%	8,66%	7,18%	10,46%	10,79%
	Viña Concha y Toro	7,92%	7,37%	8,15%	8,16%	8,13%	7,94%
% EBITDA vino sobre total	Viña Santa Rita	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %
	Viña San Pedro	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %
	Viña Concha y Toro	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Viña Santa Rita, Viña San Pedro y Viña Concha y Toro.

En la tabla 29 también se muestra que la utilidad sobre ingresos es mayor para Viña San Pedro, con un promedio de 10,79% y finalmente vemos que para las tres empresas la proporción del EBITDA del producto vino sobre el EBITDA total es mayor a 90%.

Otra comparación, es la que muestra la tabla 30, en donde podemos ver que las tres empresas tienen una política de dividendos similar y la diferencia más relevante es la que se aprecia en el porcentaje del total de ventas que es exportación, donde Viña Concha y Toro exporta un 80,3% de sus ventas mientras que las otras dos viñas exportan menos del 60%.

Tabla 30: Política de dividendos, porcentaje de ventas nacional y exportación a diciembre 2019

	Dividendos	% ventas nacional	% ventas exportación
Santa Rita	50,00%	55,1%	44,9%
San Pedro	50,00%	40,5%	59,5%
Viña Concha y Toro	40,00%	16,7%	83,3%

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Viña Santa Rita, Viña San Pedro y Viña Concha y Toro. Dividendos corresponde a los dividendos mínimos que tienen como objetivo a pagar las empresas en 2019, medido como porcentaje de dividendos sobre las utilidades netas.

Lo descrito anteriormente, respecto de la exportación de ventas, es muy relevante ya que nos lleva a tomar la decisión de buscar otras empresas que nos sirvan de referencia, debido a que Concha y Toro es una empresa que se encuentra entre las top de ventas en el mundo (tal como se mostró en la tabla 1, sobre las principales compañías vitivinícolas a nivel global). Dado esto, seleccionamos las empresas comparables Pernod Ricard y Constellation Brands y obtuvimos que tienen una clasificación de riesgo y estructura de capital similar, tal como se ve en la tabla 31.

Tabla 31: Estructura de capital, porcentaje ventas mundiales y clasificación de riesgo, empresas líderes en la venta mundial de vino

Empresa	% Ventas mundiales año 2017	B/P año 2019	Clas. de Riesgo año 2019	% EBITDA vino sobre total año 2019
Pernod Ricard	0,90%	16,40%	Baa1/BBB+	< 40%
Constellation Brands	1,50%	29,10%	Baa3/BBB-	< 40%
Viña Concha y Toro	1,10%	32,98%	AA-	> 90%

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados y clasificación de riesgos de Pernod Ricard, Constellation Brands, y Viña Concha y Toro.

Las empresas descritas anteriormente son conglomerados que en sus productos tienen otras bebidas alcohólicas, como cervezas, whiskys y otros licores, representando el vino una baja proporción de sus ventas totales y de su EBITDA (menores al 40%), por lo que finalmente fueron descartadas.

Es por el motivo anterior que seleccionamos dos empresas productoras y comercializadoras de vinos australianas, Treasury Wine Estates y Australian Vintage Limited. Sus políticas de dividendos y ventas, distribuidas por región, se muestran en la tabla 32.

Tabla 32: Política de dividendos y porcentaje de ventas por región geográfica 2019

Empresa	Dividendos	% America	% Asia & Ocean	% Europa	% Otros
Treasury Wine Estates	65%	39,88%	48,05%	12,07%	0,00%
Australian Vintage Ltd	70%	5,97%	46,55%	45,02%	2,46%
Viña Concha y Toro	40%	52,20%	12,05%	35,24%	0,51%

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Treasury Wine Estates, Australian Vintage Ltd y Viña Concha y Toro. Dividendos corresponde al último pago realizado en 2019, medido como porcentaje de dividendos sobre las utilidades netas. Treasury Wine Estates posee un objetivo de pagar dividendos entre un rango de 55% a 70%, Australian Vintage Ltd. posee una política de dividendos flexible, basada en sus necesidades de caja.

La clasificación de riesgos de las empresas Treasury Wine Estates y Australian Vintage Ltd, desafortunadamente no estaban disponibles. Es relevante mencionar que Treasury Wine Estates posee en el 2017 un 1,4% de las ventas mundiales de vino, mientras que, como ya revisamos, Concha y Toro posee un 1,1%. Los principales indicadores de estas empresas a comparar son los que muestra la tabla 33.

Tabla 33: Comparación de crecimiento de ventas, B/P, utilidad sobre ingresos y EBITDA del producto vino sobre EBITDA total

Indicador	Empresa	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
% Crecimiento Ventas	Treasury Wine Estates	10,10%	18,89%	8,15%	-1,49%	15,49%	10,23%
	Australian Vintage Ltd	7,52%	5,11%	-6,69%	10,17%	7,89%	4,8%
	Viña Concha y Toro	4,80%	0,67%	-8,39%	-2,69%	4,17%	-0,29%
B/P	Treasury Wine Estates	10,40%	9,28%	6,18%	7,01%	10,75%	8,72%
	Australian Vintage Ltd	124,92%	81,83%	72,95%	56,09%	59,39%	79,04%
	Viña Concha y Toro	29,79%	29,77%	30,04%	29,22%	32,98%	30,36%
% Utilidad sobre ingresos	Treasury Wine Estates	3,94%	7,40%	10,62%	14,43%	14,55%	10,19%
	Australian Vintage Ltd	4,06%	-0,90%	1,90%	3,08%	3,02%	2,23%
	Viña Concha y Toro	7,92%	7,37%	8,15%	8,16%	8,13%	7,94%
% EBITDA vino sobre total	Treasury Wine Estates	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %
	Australian Vintage Ltd	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %
	Viña Concha y Toro	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %	> 90 %

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Treasury Wine Estates, Australian Vintage Ltd y Viña Concha y Toro.

Según la tabla anterior, podemos ver que la estructura de capital es muy distinta entre las empresas y que los crecimientos de ventas promedio de los últimos cinco años son mayores para las empresas australianas. Lo relevante es que, para las tres empresas, el porcentaje que representa el vino en el total del EBITDA es superior al 90%, por lo que este indicador es el que nos lleva a seleccionarlas como comparación para el cálculo de valor Concha y Toro a través de la metodología con múltiplos.

Finalmente, consideraremos también las empresas chilenas, debido a que tienen una característica que no poseen las otras empresas australianas, y es que al incluirlas nos permite capturar la tasa de descuento local de estas. Lo anterior debido a su participación en el mercado chileno, el cual no es capturado por las empresas australianas analizadas, siendo lo más probable que la tasa de descuento de las empresas extranjeras sea inferior.

A continuación, realizaremos el cálculo de los principales múltiplos utilizando las ecuaciones que se muestran en el anexo 8.2. El resumen de los principales múltiplos para las empresas de la industria chilena se muestra en la tabla 34.

Tabla 34: Múltiplos para las empresas de industria chilena

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	Viña Santa Rita			Viña San Pedro			Promedio total
		2018	2019	Promedio	2018	2019	Promedio	
Múltiplos de Ganancias	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	12,64	22,21	17,43	15,60	12,90	14,25	15,84
	Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda)	9,61	11,88	10,74	8,55	7,46	8,00	9,37
	Enterprise Value to Ebit (EV/Ebit)	11,56	15,66	13,61	11,63	9,61	10,62	12,11
Múltiplos de Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,89	0,86	0,87	1,01	1,19	1,10	0,98
	Value to Book Ratio	0,92	0,91	0,91	1,01	1,15	1,08	1,00
Múltiplos de Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,87	0,93	0,90	1,12	1,35	1,24	1,07
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1,33	1,47	1,40	1,24	1,54	1,39	1,39

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Viña Santa Rita, Viña San Pedro.

El resumen de los principales múltiplos para las empresas de la industria extranjera se muestra en la tabla 35.

Tabla 35: Múltiplos para las empresas de industria extranjera

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	Treasury Wine Estates			Australian Vintage Ltd			Promedio total
		2018	2019	Promedio	2018	2019	Promedio	
Múltiplos de Ganancias	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	34,66	25,45	30,06	19,68	16,67	18,18	24,12
	Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda)	22,02	15,31	18,66	9,65	8,58	9,12	13,89
	Enterprise Value to Ebit (EV/Ebit)	26,27	17,76	22,01	14,11	12,75	13,43	17,72
Múltiplos de Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	3,57	2,88	3,23	0,52	0,45	0,49	1,86
	Value to Book Ratio	3,06	2,44	2,75	0,63	0,57	0,60	1,67
Múltiplos de Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	5,00	3,70	4,35	0,61	0,50	0,56	2,45
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	5,32	3,96	4,64	0,92	0,77	0,84	2,74

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Treasury Wine Estates, Australian Vintage Ltd.

6.2. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

Lo más adecuado es utilizar múltiplos proyectados o de los últimos años y no utilizar promedio histórico de largos periodos. Es por el motivo anterior que usaremos los múltiplos de los años 2018 y 2019.

En la valorización incluiremos solo dos múltiplos, los cuales son valor de la empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA) y precio utilidad (PE). El motivo para incluir el primer múltiplo, es debido a que es recomendado por el profesor Pablo Fernández para valorizar el subsector de bebidas alcohólicas⁸. Este será nuestro múltiplo de referencia y nos dará la valoración de la empresa que captará mayor atención.

Para complementar el análisis, y al ser un múltiplo muy utilizado, usaremos el segundo múltiplo (PE), ya que da una referencia de cuán valorada es la utilidad que proporcionan las empresas del sector en base al precio de la acción que se está pagando.

La tabla 36 muestra el resumen de los múltiplos a utilizar para valorizar el precio de la acción de Concha y Toro.

⁸ Para mayor detalle ver Anexo N°8.3.

Tabla 36: Múltiplos a utilizar para valorizar Concha y Toro

Múltiplo	Empresa	2018	2019	Promedio	Promedio total
Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	Viña Santa Rita	12,64	22,21	17,43	19,98
	Viña San Pedro	15,60	12,90	14,25	
	Treasury Wine Estates	34,66	25,45	30,06	
	Australian Vintage Ltd	19,68	16,67	18,18	
Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda)	Viña Santa Rita	9,61	11,88	10,74	11,63
	Viña San Pedro	8,55	7,46	8,00	
	Treasury Wine Estates	22,02	15,31	18,66	
	Australian Vintage Ltd	9,65	8,58	9,12	

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Treasury Wine Estates, Australian Vintage Ltd.

En la tabla 37 se observan los principales indicadores de la empresa que serán utilizados para el cálculo del precio de la acción de Concha y Toro, en base a los múltiplos obtenidos anteriormente.

Tabla 37: Indicadores para la empresa

Item contable	2019	
	UF	Pesos
Utilidad por acción	0,003	71,50
EBITDA (miles)	3.732	105.643.831
EBIT (miles)	2.723	77.077.016
Valor libro del patrimonio (miles)	20.983	594.034.466
Valor libro de la empresa (miles)	33.305	942.854.458
Ventas por acción	0,031	879,48
Ventas (miles)	23.207	656.980.447
Deuda financiera (miles)	12.321	348.819.992
Efectivo y equivalentes al efectivo (miles)	2.545	72.037.137

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Concha y Toro

Comenzaremos calculando el precio de la acción a través del múltiplo precio utilidad (PE), utilizando la siguiente ecuación:

$$\text{Precio acción Concha y Toro} = \text{PER} \cdot \text{Utilidad por acción Concha y Toro}$$

$$\text{Precio acción Concha y Toro} = 19,98 \cdot 71,50$$

$$\text{Precio acción Concha y Toro} \approx \$1.428,38$$

Ahora, obtendremos el precio de la acción utilizando el múltiplo valor de la empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA), calculando primero el valor de la empresa (EV) a través de la siguiente ecuación:

$$\text{EV Concha y Toro} = \text{EV} / \text{EBITDA} \cdot \text{EBITDA Concha y Toro}$$

$$\text{EV Concha y Toro} = 11,63 \cdot 3.732$$

$$\text{EV Concha y Toro} \approx 43.406,1$$

Luego de haber obtenido el EV de Concha y Toro y con los datos de la deuda financiera y el efectivo y equivalentes al efectivo, calcularemos su patrimonio económico con la siguiente fórmula:

$$EV = \text{Patrimonio Económico} + \text{Deuda Financiera} - \text{Efectivo y Equivalente}$$

$$\text{Patrimonio Económico} = EV - \text{Deuda Financiera} + \text{Efectivo y Equivalente}$$

$$\text{Patrimonio Económico} = 43.406,1 - 12.321 + 2.545$$

$$\text{Patrimonio Económico} \approx 33.629,23$$

Finalmente, el patrimonio económico obtenido en UF lo convertimos a pesos (UF diciembre 2019 = 28.310,94) y lo dividimos por la cantidad de acciones (747.005.982), tal como se muestra en la siguiente ecuación:

$$\text{Precio acción Concha y Toro} = \frac{\text{Patrimonio Económico}}{\text{Cantidad de acciones}}$$

$$\text{Precio acción Concha y Toro} = \frac{952.041.370.626}{747.005.982}$$

$$\text{Precio acción Concha y Toro} \approx \$1.274,48$$

El resumen de los precios obtenidos en base a los múltiplos utilizados, lo muestra la tabla 38.

Tabla 38: Resumen de precios obtenido de la acción de Concha y Toro, en base a múltiplos

Múltiplos	Valor del Múltiplo	Valor de Empresa UF	Valor económico del patrimonio UF	Precio UF	Precio CLP
Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	19,98	-	-	0,050	1.428,38
Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda)	11,63	43.406,10	33.629,23	0,045	1.274,48

Fuente: Elaboración propia.

El precio utilizando el múltiplo PE, tiene una desviación versus el precio del 30 de diciembre de 2019 de la acción de Concha y Toro (\$1.415,8 CLP) de un 0,89%, mientras que el múltiplo EV/EBITDA posee una desviación de -9,98%.

6.3. Análisis de resultados del método de múltiplos

Al haber realizado un análisis de empresas comparables del mismo sector, nos percatamos que las empresas chilenas que compiten con Concha y Toro poseen una proporción muy baja de ventas en el extranjero, lo que las hace no ser tan similares a Viña Concha y Toro, debido a que ésta última exporta gran parte de sus productos.

Luego, al saber que Concha y Toro es una empresa líder en el mercado mundial del vino, notamos que existen empresas extranjeras que compiten mundialmente con ésta. Muchas de estas empresas, o bien son privadas (no transan en bolsa), o son conglomerados que poseen muchos productos en venta distintos al vino, representando una proporción muy baja del total de su EBITDA.

Debido a lo anterior, buscamos empresas abiertas en bolsa, de las cuales el EBITDA que genera el vino representa gran parte del EBITDA total de la empresa. Si bien, en indicadores tales como clasificación de riesgo, crecimiento de ventas, estructura de capital no poseían una similitud exacta, nos percatamos que es la mejor información que tenemos para comparar, ya que es poco probable obtener empresas que sean 100% iguales a la empresa a valorizar.

Finalmente, obtuvimos un promedio de los múltiplos (haciendo hincapié en el múltiplo recomendado por el profesor Fernández, EV/EBITDA) de las empresas extranjeras y las chilenas, e incluimos éstas últimas debido a que representan de mejor forma la tasa de descuento que se utiliza localmente. El precio que nos arrojó el múltiplo EV/EBITDA fue de \$1.274,48 CLP, el cual tiene una desviación con respecto al precio del 30 de diciembre de 2019 de un -9,98%, estando dentro del rango aceptado, el cual puede llegar a un 40% de desviación.

Si hubiésemos realizado el análisis de este múltiplo sólo con el promedio de las empresas chilenas, hubiéramos obtenido un valor de la acción de \$955,19 CLP, un -32,53% por debajo del valor de la acción del 30 de diciembre 2019. En cambio, si hubiésemos utilizado el promedio del EV/EBITDA de las empresas extranjeras, el valor de la acción sería de \$1.593,77 CLP, el cual está un 12,57% por sobre la acción del 30 de diciembre de 2019⁹.

⁹ Para mayor detalle ver Anexo N°8.4.

7. CONCLUSIONES

Viña Concha y Toro es una de las empresas más importantes no sólo a nivel local, sino también en el ámbito internacional pues es productora en Chile, Argentina y Estados Unidos, comercializando vino de distintas cepas y segmentos a cerca de 150 países en el mundo. Con el fin de incrementar su participación a nivel global, el año 2017 esta empresa dio inicio a su Plan Estratégico 2022, a través del cual se espera potenciar aquellas marcas premium y disminuir aquellos costos que tienden a disminuir sus utilidades.

Por otro lado, existen factores exógenos del mercado chileno que no pueden ser manejados por la empresa y uno de estos es el alto nivel de incertidumbre y alta volatilidad, con posterior caída de la bolsa, generado en el último trimestre del año 2019 debido a la denominada crisis social iniciada el 18 de octubre de dicho año.

Teniendo en cuenta lo anterior y con el propósito de analizar el valor que genera Viña Concha y Toro a través de cada una de sus áreas y, por consiguiente, potenciarla, es necesario tener presente no solamente su estructura económica y financiera sino también su posicionamiento en el mercado y sus expectativas a medio y largo plazo. Para esto, existen diversos métodos a través de los cuales se puede valorar una empresa, siendo uno de ellos el método de múltiplos.

Al respecto, el hecho de que Viña Concha y Toro sea una empresa productora no sólo en Chile y que además comercialice a nivel global, impide que sea comparada solamente con empresas chilenas, sino que también es necesario tener presente aquellas extranjeras que podrían ser similares bajo ciertos parámetros. Así, y teniendo en cuenta la recomendación del profesor experto en este método, Pablo Fernández, se decide utilizar el múltiplo valor de la empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA), promediándolo para ambos tipos de empresas (locales y extranjeras), obteniendo un precio de \$1.274,48 CLP, el cual tiene una desviación con respecto al precio del 30 de diciembre de 2019 de un -9,98%.

Con lo anterior concluimos el proceso de valoración de la empresa, destacando el rol que no sólo juegan las variables propias de su negocio, sino que también juegan un rol fundamental las variables de mercado que fluctúan debido a factores externos como son aquellos sociales.

8. ANEXOS

8.1. Detalle filiales de Viña Concha y Toro S.A.

Tabla 39: Filiales Viña Concha y Toro

Nombre sociedad	Tipo sociedad	Porcentaje de propiedad	Descripción negocio
VCT USA, INC	Extranjera	100%	Sociedad de inversiones destinada a consolidar las inversiones de Viña Concha y Toro en Estados Unidos. Es dueña del 100% de Fetzer Vineyards y de un 50% de Excelsior Wine Company LLC.
Inversiones Concha y Toro SpA	Nacional	100%	Su objeto social es la inversión en toda clase de bienes corporales e incorporeales, raíces o muebles, con el objeto de percibir sus frutos o rentas. Constituir, formar parte o adquirir derechos o acciones en sociedades. La Sociedad, en el ejercicio de su objeto social, no realiza actividades comerciales. Administra algunas sociedades filiales. Inversiones Concha y Toro SpA es dueña del 50% de Viña Cono Sur S.A., del 45,68% de Bodegas y Viñedos Quinta de Maipo SpA, del 64,01% de Inversiones VCT Internacional SpA, del 99,9% de Comercial Peumo Limitada, del 0,01% de VCT Brasil Importación y Exportación Limitada, del 99,98% de Sociedad Exportadora y Comercial Viña Canepa S.A., del 99% de Viña Maycas del Limarí Limitada, del 1% de VCT México S.R.L. de C.V., del 95% de Trivento Bodegas y Viñedos SpA, del 1% de VCT Wine Retail Participacoes Ltda. y del 100% de Viña Don Melchor SpA. Todas las anteriores son filiales de la matriz.
Inmobiliaria El Llano SpA	Nacional	100%	Su objeto social es el ejercicio de la actividad inmobiliaria, en sus formas más amplias, y, en especial, la realización de inversiones y proyectos inmobiliarios.
Concha y Toro UK Limited	Extranjera	99%	Realiza la importación, distribución, ventas y comercialización en cualquier forma de vinos y espumantes. Esta sociedad distribuye productos de la matriz y de sus filiales y coligadas en el Reino Unido. Participa en la propiedad de la filial Cono Sur Europe Limited con un 100%.
Bodegas y Viñedos Quinta de Maipo SpA	Nacional	54,32%	Su objeto social es elaboración, envasado, fraccionamiento, distribución, compra, venta, exportación, importación y comercialización en cualquier forma de vinos y espumantes. Esta sociedad participa en la propiedad de las sociedades filiales de la matriz Sociedad Exportadora y Comercial Viña Maipo SpA, con un 100% y en Sociedad Exportadora y Comercial Viña Canepa S.A. con un 0,0172%.
Inversiones VCT Internacional SpA	Nacional	35,99%	Efectuar en el extranjero inversiones permanentes o de renta en toda clase de bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporeales, relacionados con el negocio de la matriz; al igual que constituir y participar en todo tipo de sociedades, preferentemente en el extranjero. La Sociedad, en el ejercicio de su objeto social, no realiza actividades comerciales. Esta sociedad concentra la propiedad de la filial brasileña VCT Brasil Importación y Exportación Limitada con un 99,99%, de VCT Sweden AB con un 100%, de Concha y Toro Norway AS con un 100%, de VCT Group of Wineries Asia Pte. Ltd. con un 100%, de VCT Africa & Middle East Proprietary Limited con un 100%, de Concha y Toro Canada Ltd. con un 100% y de VCT México S.R.L. de C.V con un 99% y de las filiales argentinas Trivento Bodegas y Viñedos S.A. con un 4,759% y Finca Lunlunta S.A. con un 0,83%. Además, participa en Cono Sur France S.A.R.L. con un 100% y en VCT Wine Retail Participacoes Ltda. con un 99%.

Fuente: Memoria Anual 2018 – Viña Concha y Toro S.A.

8.2. Resumen de principales múltiplos para valorizar

Tabla 40: Resumen de principales múltiplos a utilizar con ecuaciones

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	Definición
Múltiplos de Ganancias	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*
	Enterprise Value to Ebit (EV/Ebit)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**
Múltiplos de Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
	Value to Book Ratio	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
Múltiplos de Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

Fuente: *EBITDA: Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

**EBIT: Earnings before Interest and Taxes. Resumen de múltiplos, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile.

8.3. Múltiplos más utilizados por sector

Tabla 41: Múltiplos más utilizados por sector y subsector

Sector	Subsector	Múltiplos más utilizados
Automóvil	Fabricantes	P/S
	Componentes	P/CE relativo y P/S
Bancos		P/BV
Materiales	Papel	P/BV
	Químico	EV/EBITDA, EV/S, P/CE
	Metales y minería	P/CFac y EV/EBITDA
Construcción		P/CFac, EV/FCF, PER y EV/EBITDA
Servicios		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER y PER to growth
Bienes de equipo	Ingeniería	PER, EV/EBITDA y EV/S
	Defensa	PER, EV/EBITDA y EV/S
Alimentación y tabaco	Productores de alimentos	EV/EBITDA y EV/CE
	Pubs y cervecerías	ROCE, PER to growth y PER relativo
	Bebidas alcohólicas	EV/EBITDA
	Tabaco	ROCE
Sanidad		PER, PER relativo al S&P y EV/EBITDA
Seguros		P/AV
Ocio		EV/EBITDA
Media		PER relativo, EV/EBITDA y DCF
Gas y Petróleo	Integrado	PER y EV/CE
Inmobiliarias		P/FAD, EV/EBITDA y P/NAV
Minoristas y bienes de consumo	Ropa	PER relativo al mercado y al sector y EV/EBITDA
	Comida	PER relativo
	Bienes de lujo	PER, PER to growth, EV/S y EV/E to EBITDA growth
Tecnología	Software, equipo, semiconductores	PER y PER relativo
Telecomunicaciones		EV/E to EBITDA growth, EV/S y P/cliente
Transporte	Aéreo	EV/EBITDA
	Viajeros por carretera	P/S
Utilities		PER y P/CE

Fuente: Métodos de valoración de empresas, publicado por Pablo Fernandez, diciembre 2017

8.4. Comparación de valorización por múltiplos utilizando por separado las industrias

Tabla 42: Comparación de valorización por múltiplos utilizando por separado las industrias locales y extranjera

Industria	Múltiplos	Valor del Múltiplo	Valor de Empresa UF	Valor económico del patrimonio UF	Precio UF	Precio CLP
Local	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	15,84	-	-	0,040	1.132,43
	Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda)	9,37	34.981,12	25.204,24	0,034	955,19
Extranjera	Price-Earning Ratio (Precio Utilidad) (PE)	24,12	-	-	0,061	1.724,33
	Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda)	13,89	51.831,09	42.054,21	0,056	1.593,77

Fuente: Elaboración propia en base a estados de resultados de Concha y Toro y múltiplos calculados.

9. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de Chile. (2019). *Informe de Política Monetaria Diciembre 2019*. Santiago de Chile.
- ODEPA. (2020). *Presentación Comisión Nacional de la Vitivinicultura*. ODEPA, Comisión Nacional de la Vitivinicultura, Santiago de Chile.
- ICR Chile. (2019). *Análisis de la industria vitivinícola chilena*. ICR Chile, Análisis sectorial.
- Humphreys Clasificadora de Riesgo. (Septiembre 2019). *Clasificación Anual Viña Concha y Toro S.A.*
- Euromonitor International. (2019, Noviembre). *www.euromonitor.com*. Retrieved 2020, from Vina Concha y Toro S.A. in wine: <https://www.euromonitor.com/vina-concha-y-toro-sa-in-wine/report>
- Comisión para el Mercado Financiero. (2019). *www.cmfchile.cl*. Retrieved 2020, from <http://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-19229.html>
- Le Fort Economía y Finanzas. (Noviembre 2019). *Informe final: Metodología de cálculo para la tasa de actualización de una empresa eficiente de Distribución Eléctrica*.
- ODEPA. (2020). *www.odepa.gob.cl*. Retrieved 2020, from <https://www.odepa.gob.cl/rubros/vinos-y-alcoholes>
- EFEAGRO. (2018, Abril 25). *www.efeagro.com*. Retrieved 2020, from La producción mundial de vino en 2017 fue la más baja de este siglo: <https://www.efeagro.com/noticia/la-produccion-mundial-vino-2017-fue-la-mas-baja-este-siglo/>
- Silicon Valley Bank. (2019). *State of the wine industry report 2019*. Silicon Valley Bank Wine Division.
- Research Press Release. (2019, Septiembre 4). *researchpressrelease.com*. Retrieved 2020, from Global Wine Market, growth, trends, forecast 2024: <https://researchpressrelease.com/2019/09/04/global-wine-market-growth-trends-forecast-2024/>
- Fondo Monetario Internacional. (2020, Abril). *www.imf.org*. Retrieved 2020, from World Economic Outlook: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOORLD
- Treasury wine states. (2019). *Annual report 2019*. Melbourne.