



Valoración de empresa Viña Concha y Toro S.A.

Método Flujo de Caja Descontado Para obtención de título de Magíster en Finanzas

Alumno:
Cristian Pérez Castro

Profesor Guía: Francisco Sánchez Morales

Santiago, 31 de Mayo de 2020.

I. AGRADECIMIENTOS

Mis agradecimientos van a Dios, mi familia y mis seres queridos. A mi madre por ser un pilar fundamental en todo el proceso, ejemplo de vida y de lucha; a mi padre, que, si estuviese con vida, estaría feliz por la culminación de este camino; a mi hermana por su cariño y apoyo; y a mi pareja por ser un ejemplo de perseverancia.

Agradecimientos a mi profesor guía, Francisco Sánchez, quien demostró un admirable compromiso en la elaboración de este trabajo. A Gabriela, compañera en este proceso de estudio y aprendizaje, y a los amigos que se hicieron en el camino, Martha y Jaime.

II. CONTENIDO

I.	AGRADECIMIENTOS.....	1
II.	CONTENIDO.....	2
III.	TABLAS Y FIGURAS.....	4
IV.	RESUMEN EJECUTIVO.....	8
1.	METODOLOGÍA.....	9
1.1.	Principales métodos de valoración.....	9
1.2.	Modelo de descuento de dividendos.....	9
1.3.	Método de flujos de caja descontados.....	10
1.4.	Método de múltiplos.....	12
2.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	14
2.1.	Descripción de la industria.....	14
2.2.	Descripción de la empresa y su historia.....	17
2.2.1.	Descripción de la empresa.....	17
2.2.2.	Historia.....	21
2.3.	Regulación y fiscalización.....	22
2.4.	Accionistas.....	22
2.5.	Empresas de la industria.....	23
3.	ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	25
3.1.	Estado de situación financiera.....	25
3.2.	Estado de resultados.....	30
3.3.	Estado de flujos de efectivo.....	33
3.4.	Ratios financieros.....	36
3.4.1.	Razones de liquidez.....	36
3.4.2.	Razones de endeudamiento.....	37
3.4.3.	Razones de rentabilidad.....	38
3.5.	Bonos.....	41
4.	ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	43
4.1.	Deuda financiera.....	43
4.2.	Patrimonio económico.....	44
4.3.	Valor económico de la empresa.....	44
4.4.	Estructura de capital objetivo.....	45
5.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	46
5.1.	Costo de la deuda.....	46
5.2.	Beta de la deuda.....	46
5.3.	Estimación del beta patrimonial con deuda histórica.....	47
5.4.	Beta patrimonial sin deuda.....	48
5.5.	Beta patrimonial con deuda objetivo.....	48
5.6.	Costo patrimonial.....	49
5.7.	Costo de capital.....	49
6.	ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	50
6.1.	Análisis operacional del negocio e industria.....	50
6.1.1.	Análisis de crecimiento real de la empresa.....	50
6.1.2.	Análisis de crecimiento real de la industria.....	53
6.1.2.1.	Ingresos por venta en industria chilena.....	53
6.1.2.2.	Exportaciones industria chilena.....	54
6.1.2.3.	Producción, consumo, importación y exportación del vino a nivel mundial.....	57
6.1.2.4.	Perspectivas de crecimiento de la industria.....	59
6.1.3.	Análisis de los costos operacionales.....	60
6.1.4.	Análisis de las cuentas no operacionales.....	61
6.1.5.	Análisis de activos.....	63
6.2.	Proyección del estado de resultados.....	64
6.2.1.	Proyección de ingresos operacionales.....	64

6.2.1.1.	Método de proyección de volúmenes en base a proyecciones del PIB.....	66
6.2.1.2.	Método de proyección de volúmenes en base a importaciones y consumo históricos.	69
6.2.1.3.	Método de proyección de precios promedios en base a nueva estrategia.....	71
6.2.1.4.	Resumen de tasas para proyección de ingresos por venta.....	72
6.2.1.5.	Ingresos provenientes de negocio no vino.....	74
6.2.2.	Proyección de costos operacionales.....	75
6.2.2.1.	Costo de venta.....	75
6.2.2.2.	Costos de distribución y gastos de administración.....	76
6.2.2.3.	Otros ingresos y otros gastos, por función.....	77
6.2.3.	Proyección de resultados no operacionales.....	77
6.2.4.	Impuestos corporativos.....	78
6.2.5.	Proyección del estado de resultados.....	79
7.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	81
7.1.	Inversión en reposición.....	81
7.1.1.	Depreciación y amortización.....	81
7.2.	Inversión en capital físico.....	82
7.3.	Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo.....	84
7.4.	Exceso o déficit de capital de trabajo.....	85
7.5.	Activos prescindibles y deuda financiera.....	85
7.6.	Proyección del flujo de caja libre.....	86
8.	VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN...88	
8.1.	Sensibilización de la valoración.....	89
8.1.1.	Sensibilización de beta a diciembre 2019.....	89
8.1.2.	Sensibilización con costo de capital y datos a septiembre 2019.....	91
8.1.3.	Sensibilización de PRM.....	94
8.1.4.	Sensibilización de costo de venta.....	96
9.	CONCLUSIONES.....	99
10.	ANEXOS.....	100
10.1.	Detalle filiales de Viña Concha y Toro S.A.....	100
10.2.	Comparativo del volumen y valor total exportado entre industria chilena y empresa Concha y Toro.....	101
10.3.	Exportaciones de vinos (con denominación de origen y granel) por país de destino (volumen).....	101
10.4.	Exportaciones de vinos (con denominación de origen y granel) por país de destino (valor en miles de USD FOB).....	102
10.5.	Principales consumidores, productores, exportadores e importadores de vino en el mundo, periodo 2014-2018.....	103
10.5.1.	Principales consumidores.....	103
10.5.2.	Principales productores.....	104
10.5.3.	Principales exportadores.....	104
10.5.4.	Principales importadores.....	105
10.5.5.	Importaciones de Mexico, Brasil y Dinamarca.....	105
10.6.	Proyecciones acorde a PIB proyectado.....	106
10.7.	Consumo mundial según PIB proyectado.....	107
10.7.1.	Importancia relativa de cada segmento operativo de la empresa Concha y Toro (volumen).....	107
10.8.	Categorías de marcas y ventas 2018 y 2019.....	108
10.8.1.	Matriz de marcas y categorías.....	108
10.8.2.	Ventas segmentadas en categorías de marcas.....	108
10.9.	Estados de resultados ajustados Concha y Toro periodo 2016-2019.....	109
10.9.1.	Estado de resultados ajustados en millones de UF.....	109
10.9.2.	Estado de resultados ajustados, como proporción sobre el ingreso.....	109
10.10.	Porcentaje de ventas de Concha y Toro por mercado, año 2019.....	110
10.11.	Evolución y proyección para 2020 de CAPEX de Concha y Toro.....	110

11. BIBLIOGRAFÍA.....	111
III. TABLAS Y FIGURAS	

Tablas

Tabla 1: Principales empresas vitivinícolas a nivel global 2017.....	17
Tabla 2: Participación de mercado en Chile 2011 - 2018.....	18
Tabla 3: Participación de vinos Premium en ventas Mercado Doméstico Chile.....	19
Tabla 4: Doce mayores accionistas Viña Concha y Toro S.A.....	22
Tabla 5: Características empresas benchmark - Viña Santa Rita.....	23
Tabla 6: Características empresas benchmark - Viña San Pedro Tarapacá.....	23
Tabla 7: Características empresas benchmark - Treasury Wine Estates.....	24
Tabla 8: Características empresas benchmark - Australian Vintage Limited.....	24
Tabla 9: Estados de situación financiera Viña Concha y Toro S.A. en miles de UF.....	25
Tabla 10: Análisis vertical estado de situación financiera 2014 - 2019.....	27
Tabla 11: Estado de resultados en miles de UF 2014 - 2019.....	30
Tabla 12: Análisis vertical Estado de resultados 2014 - 2019.....	31
Tabla 13: Estado de flujos de efectivo en miles de UF 2014 - 2019.....	33
Tabla 14: Ratios de liquidez.....	36
Tabla 15: Ratios de endeudamiento.....	37
Tabla 16: Ratios de rentabilidad.....	38
Tabla 17: Bonos vigentes.....	41
Tabla 18: Transacciones recientes.....	42
Tabla 19: Otros pasivos financieros corrientes en miles de UF.....	43
Tabla 20: Otros pasivos financieros no corrientes en miles de UF.....	43
Tabla 21: Deuda financiera (B) en miles de UF.....	44
Tabla 22: Patrimonio económico en miles de UF.....	44
Tabla 23: Valor de los activos en miles de UF.....	45
Tabla 24: Estructura de capital histórica.....	45
Tabla 25: Estructura de capital objetivo.....	45
Tabla 26: Tasa de impuestos de primera categoría (IDPC).....	46
Tabla 27: Beta de la acción y presencia bursátil de acción de Concha y Toro.....	47
Tabla 28: Monto de ventas (MUF) según su segmento operativo 2015 - 2019.....	50
Tabla 29: Peso relativo sobre total ventas según segmento operativo 2015 - 2019.....	51
Tabla 30: Variación anual del monto de ventas según segmento operativo 2015 - 2019.....	52
Tabla 31: Ingresos por venta industria chilena (MUF) 2015 - 2019.....	53
Tabla 32: Variación ingresos por venta industria chilena 2015 - 2019.....	53
Tabla 33: Producción vino nacional (millones de litros) 2014 - 2019.....	54
Tabla 34: Estadísticas exportaciones industria chilena.....	54
Tabla 35: Participación exportaciones por país de destino (volumen) 2014 - 2018.....	56
Tabla 36: Participación exportaciones por país de destino (valor en millones de USD).....	56
Tabla 37: Variación anual exportaciones (volumen) 2015 - 2018.....	56
Tabla 38: Variación anual exportaciones (valor en miles de USD FOB) 2015 - 2018.....	57
Tabla 39: Costos operacionales Concha y Toro (MUF) 2014 - 2019.....	60
Tabla 40: Importancia relativa costos operacionales Concha y Toro 2014 - 2019.....	60
Tabla 41: Costos operacionales sobre ingresos. Concha y Toro 2014 - 2019.....	61
Tabla 42: Cuentas no operacionales Concha y Toro 2014 - 2019.....	62
Tabla 43: Cuentas no operacionales sobre ingresos Concha y Toro 2014 - 2019.....	62
Tabla 44: Activos operacionales y no operacionales diciembre 2019.....	63
Tabla 45: Volumen vendido según segmento operativo 2015 - 2019.....	64
Tabla 46: Precio promedio de venta según segmento operativo 2015-2019.....	65
Tabla 47: Ingresos Concha y Toro según país en el cual se realizan las ventas (MUF).....	65
Tabla 48: Importancia relativa del destino en el cual se realizan las ventas de Concha y Toro 2014 - 2019.....	66
Tabla 49: Proyecciones PIB por región o país 2019 - 2024.....	67
Tabla 50: Consumo de vino mundial según segmento operativo 2014 - 2018.....	67

Tabla 51: Consumo mundial proyectado (volumen en millones de hectolitros).....	68
Tabla 52: Variación anual consumo mundial de vino 2015 – 2024.....	68
Tabla 53: Volumen de venta proyectado de Concha y Toro 2020 - 2024.....	69
Tabla 54: Importaciones de vino de principales países, segmento exportación.....	70
Tabla 55: Consumo de vino países segmento doméstico.....	70
Tabla 56: Resumen de tasas de crecimiento de volumen en base a importaciones/consumo a utilizar en proyección, por segmento operativo.....	71
Tabla 57: Variaciones anuales de los precios promedios de venta de Concha y Toro.....	71
Tabla 58: Resumen tasas de crecimiento de precios a utilizar en proyección, por segmento operativo.....	72
Tabla 59: Tasas propuestas para realización de proyección de volumen de venta.....	72
Tabla 60: Tasas anuales de crecimiento de precio promedio por segmento operativo.....	73
Tabla 61: Proyección ingresos segmento vinos. Concha y Toro 2020 - 2024.....	73
Tabla 62: Ingresos Concha y Toro por segmento de negocio 2014 - 2019.....	74
Tabla 63: Importancia relativa de segmentos de negocio 2014 - 2019.....	74
Tabla 64: Proyección ingresos provenientes de segmento otros (no vinos).....	74
Tabla 65: Proporción de costos de venta sobre la venta para el estado de resultados reportado y el estado de resultados ajustado 2014-2019.....	75
Tabla 66: Proyección de costos de venta sobre ingresos y en miles de UF.....	75
Tabla 67: Proporción de costos de distribución y gastos de administración sobre la venta para el estado de resultados reportado 2014-2019.....	76
Tabla 68: Proyección de costos de distribución y gastos de administración, en porcentaje sobre ingresos y en miles de UF.....	76
Tabla 69: Promedio de los años 2018 a 2019 de porcentaje de otros ingresos y otros gastos por función sobre los ingresos.....	77
Tabla 70: Proyección otros ingresos y otros gastos, por función.....	77
Tabla 71: Promedio de variación de cuentas no operacionales sobre ingresos Concha y Toro 2017 – 2019.....	78
Tabla 72: Proyección de resultados no operacionales.....	78
Tabla 73: Proyección de gastos por impuestos a las ganancias.....	79
Tabla 74: Estado de resultados proyectado Concha y Toro 2020 – 2024.....	79
Tabla 75: Estado de resultados proyectado, como porcentaje sobre ingresos.....	80
Tabla 76: Inversión en reposición en miles de UF.....	81
Tabla 77: Propiedad, planta y equipos sobre ingresos 2014 - 2019.....	81
Tabla 78: Proyección propiedad, planta y equipos 2020 - 2024.....	81
Tabla 79: Depreciación y amortización sobre propiedad, planta y equipo 2014 - 2019.....	82
Tabla 80: Proyección depreciación y amortización 2020 - 2024.....	82
Tabla 81: Cálculo estimado de la inversión en capital físico en miles de UF.....	83
Tabla 82: Inversión en capital físico sobre ingresos.....	83
Tabla 83: Proyección de la inversión en capital físico en miles de UF.....	83
Tabla 84: Capital de trabajo operativo neto. Concha y Toro 2014 – 2019.....	84
Tabla 85: Cálculo de CTON respecto de las ventas. Concha y Toro 2014 - 2019.....	84
Tabla 86: Capital de trabajo operativo neto proyectado 2020 – 2024.....	85
Tabla 87: Inversión en capital de trabajo proyectada 2020 - 2024.....	85
Tabla 88: Déficit de capital de trabajo en miles de UF.....	85
Tabla 89: Activos prescindibles a diciembre 2019 en miles de UF.....	86
Tabla 90: Deuda financiera a diciembre 2019 en miles de UF.....	86
Tabla 91: Flujo de caja libre de Concha y Toro en miles de UF.....	86
Tabla 92: Valoración económica Concha y Toro.....	88
Tabla 93: Cálculo de beta. Periodo diciembre 2017 a diciembre 2019.....	89
Tabla 94: Valoración económica con beta a diciembre 2019.....	91
Tabla 95: Deuda financiera en miles de UF a septiembre 2019.....	92
Tabla 96: Patrimonio económico en miles de UF a septiembre 2019.....	92
Tabla 97: Estructura de capital en miles de UF a septiembre 2019.....	92
Tabla 98: Valoración económica con WACC y datos a septiembre 2019.....	93

Tabla 99: Valoración económica con PRM sensibilizado.....	96
Tabla 100: Tasa de crecimiento promedio anual compuesto de los costos de venta sobre los ingresos.....	96
Tabla 101: Proyección de costos de venta sobre ingresos y en miles de UF.....	97
Tabla 102: Diferencias en flujo de caja libre.....	97
Tabla 103: Valoración económica con costo de venta sensibilizado.....	98
Tabla 104: Filiales Viña Concha y Toro.....	100
Tabla 105: Comparativo volumen total de exportaciones 2014 - 2019.....	101
Tabla 106: Comparativo valor total de exportaciones 2014 - 2019.....	101
Tabla 107: Exportaciones de vinos por país de destino (volumen).....	101
Tabla 108: Exportaciones de vinos por país de destino (valor en miles de USD FOB).....	102
Tabla 109: Principales países consumidores de vino en el mundo.....	103
Tabla 110: Principales productores de vino en el mundo.....	104
Tabla 111: Principales exportadores de vino en el mundo.....	104
Tabla 112: Principales importadores de vino en el mundo.....	105
Tabla 113: Importaciones de Mexico, Brasil y Dinamarca.....	105
Tabla 114: Proyección PIB según Fondo Monetario Internacional.....	106
Tabla 115: Consumo mundial según PIB el proyectado por FMI (volumen).....	107
Tabla 116: Importancia relativa de cada segmento operativo de Concha y Toro (volumen) 2014 – 2019.....	107
Tabla 117: Importancia relativa de cada segmento operativo de exportación de Concha y Toro (volumen) 2014 – 2019.....	108
Tabla 118: Ventas segmentadas en categorías de marca diciembre 2019 y 2018.....	108
Tabla 119: Estado de resultados ajustados periodo 2016 a 2019.....	109
Tabla 120: Estado de resultados ajustados, como proporción sobre el ingreso.....	109

Figuras

Figura 1: Producción y consumo global de vino 1979 - 2018.....	14
Figura 2: Principales exportadores de vino 2019.....	15
Figura 3: Incremento en volumen y valor de las exportaciones chilenas de vino 2000 - 2018...15	15
Figura 4: Destino exportaciones vino chileno 2018.....	16
Figura 5: Precios a productor Vino Cabernet.....	16
Figura 6: Viña Concha y Toro y sus filiales.....	20
Figura 7: Ratios de liquidez.....	36
Figura 8: Ratios de endeudamiento – Deuda Financiera/EBITDA y GAF.....	37
Figura 9: Ratios de endeudamiento – Deuda financiera/Activos.....	38
Figura 10: Ratios de rentabilidad - ROA.....	39
Figura 11: Ratios de rentabilidad – Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE).....	39
Figura 12: Ratios de rentabilidad – Margen EBIT, margen EBITDA y margen neto.....	39
Figura 13: Comparativo volumen total de exportaciones.....	55
Figura 14: Comparativo valor total de exportaciones.....	55
Figura 15: Evolución de producción y consumo mundial de vino en volumen.....	57
Figura 16: Evolución de exportaciones e importaciones mundiales de vino en volumen y euros	59
Figura 17: Precios de la acción de Concha y Toro, periodo 18 octubre a 30 de diciembre 2019 89	89
Figura 18: Matriz de marcas y categorías de Concha y Toro.....	108
Figura 19: Mercados de Concha y Toro por prioridad, cantidad y porcentaje de ventas, año 2019	110
Figura 20: Evolución y proyección de CAPEX de Concha y Toro en millones de dólares, años 2016 a 2020.....	110

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 flujos de caja descontados al 30 de diciembre del año 2019.

Viña Concha y Toro, fundada en 1883, es una de las principales empresas productoras y exportadoras de vino en el mundo, con presencia en cerca de 130 países, y plantas productivas en Chile, USA y Argentina, es la principal exportadora de vino en Chile y está dentro de la lista de las diez mayores compañías de vino en el mundo. Actualmente cuenta con una estrategia de premiunización, enfocándose en sus productos de mayor rentabilidad, acorde a las tendencias del mercado del vino.

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

Mediante un análisis exhaustivo de la industria, de la empresa y sus estados financieros, generamos una proyección de los flujos de caja para el periodo 2020 a 2024, y desde 2025 a perpetuidad. Finalmente, a través de la utilización del método del flujo de caja libre descontado, nos permitió estimar un precio de la acción de Concha y Toro de \$1.541,3 CLP al 30 de diciembre de 2019, siendo un 8,9% mayor que el precio bursátil a esa fecha, lo cual se considera dentro del rango aceptable al usar dicha metodología.

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

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.

remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

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

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.

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.

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

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

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

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

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 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*

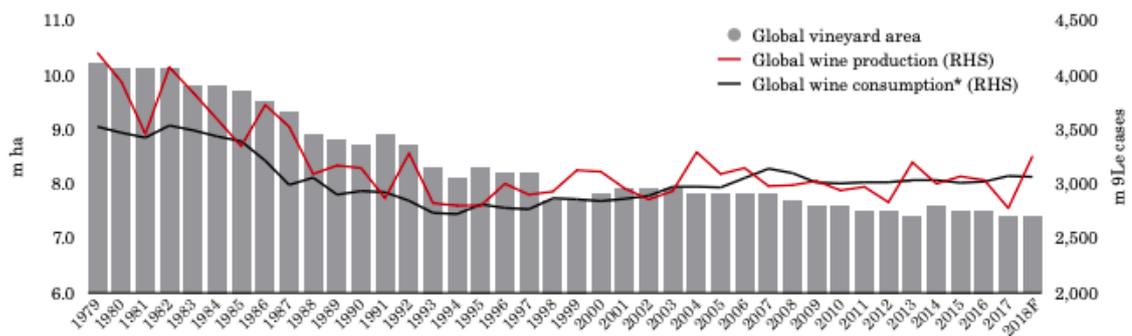
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

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

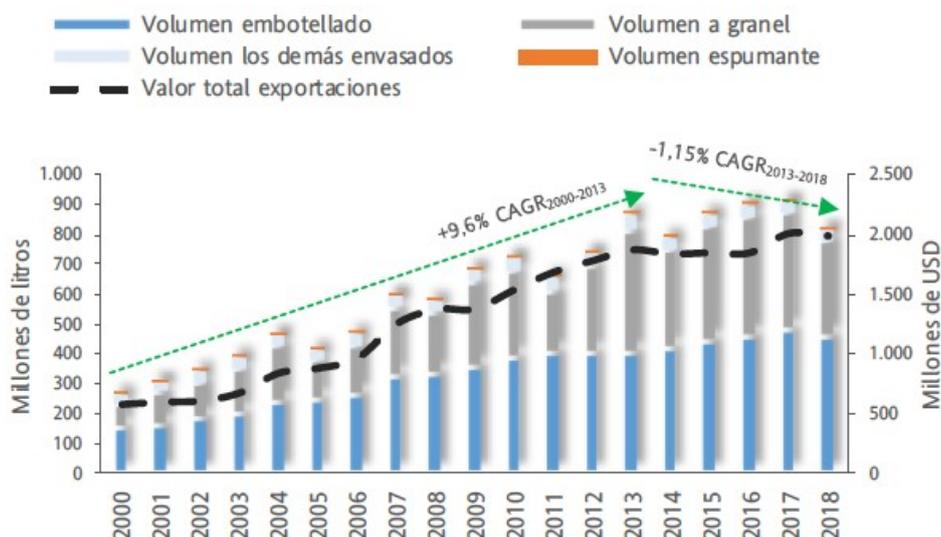


Fuente: Presentación para la Comisión Nacional de la Vitivinicultura - Reunión del 21 de enero de 2020.

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.

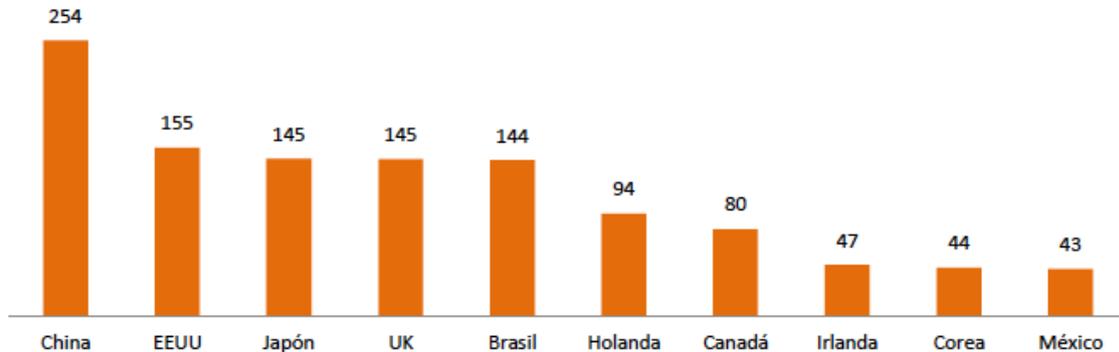
Figura 3: Incremento en volumen y valor de las exportaciones chilenas de vino 2000 - 2018

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)

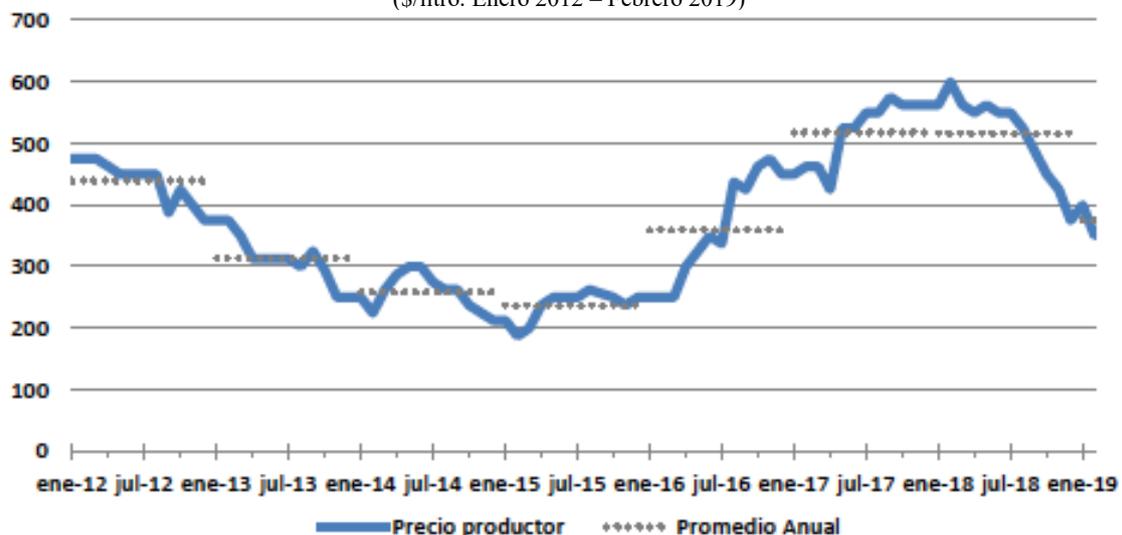


Fuente: Prospecto legal para emisión de bonos por línea de títulos al portador desmaterializados a 30 años. Primera emisión con cargo a línea inscrita en registro de valores bajo N°931 de 20 de marzo de 2019. Bonos Serie T.
Recuperado de Asociación de Vinos de Chile A.G.

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 “premiunización” 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°10.1, tabla 104 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 Nemotécnico	SANTA_RITA
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	<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 Nemotécnico	VSPT
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones ordinarias
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	<p>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 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 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

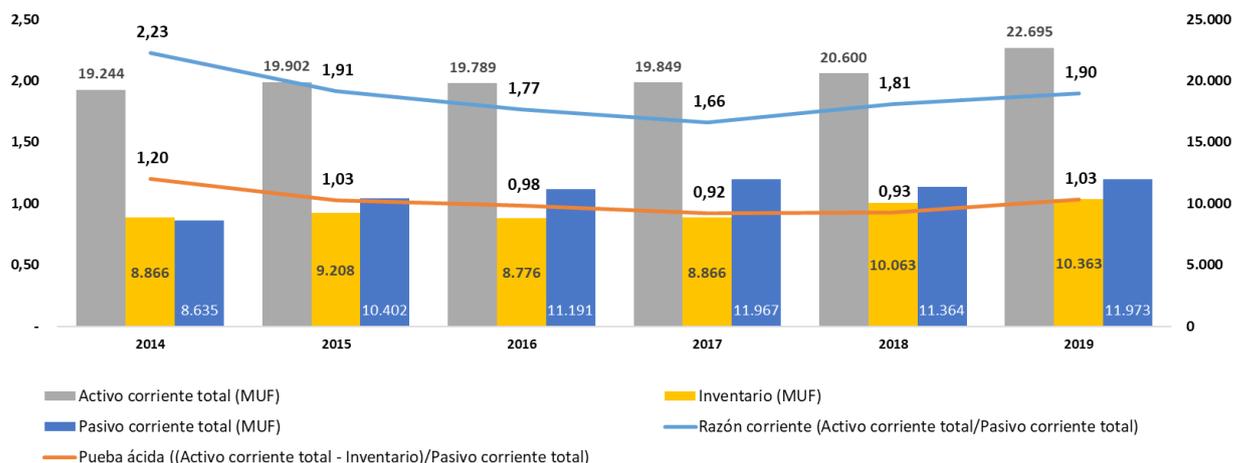
A continuación, en la tabla 14 y figura 7 se muestran los ratios de liquidez para el periodo 2014 a 2019, para posteriormente realizar su análisis. Estos son:

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

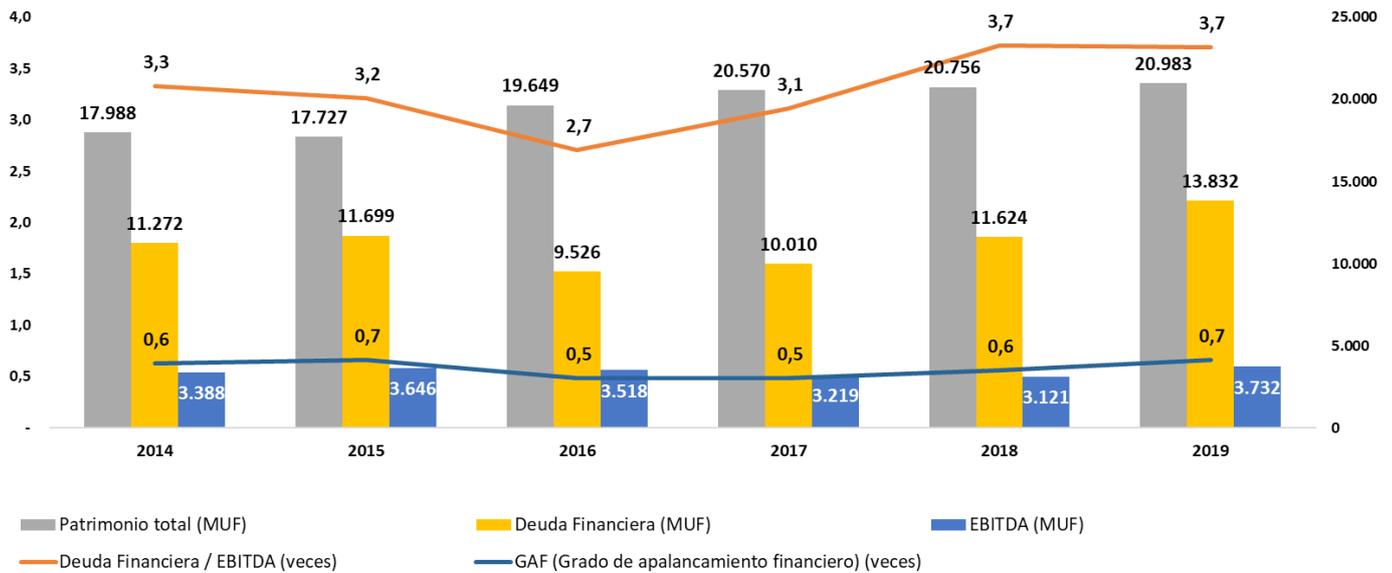
A continuación, en la tabla 15 y figuras 8 y 9 se muestran los ratios de endeudamiento para el periodo 2014 a 2019, para posteriormente realizar su análisis. Estos son:

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%

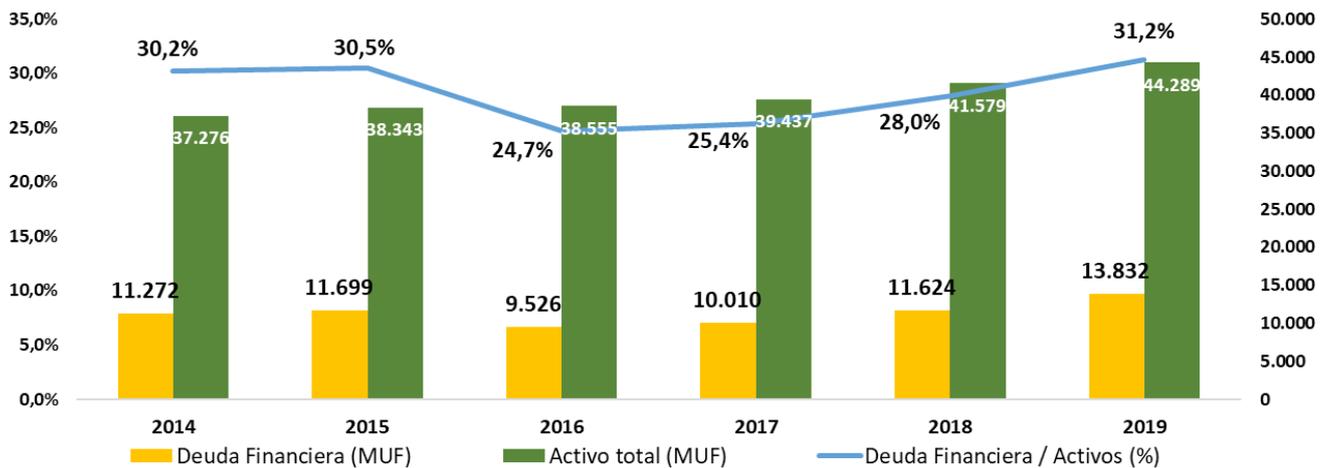
Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

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

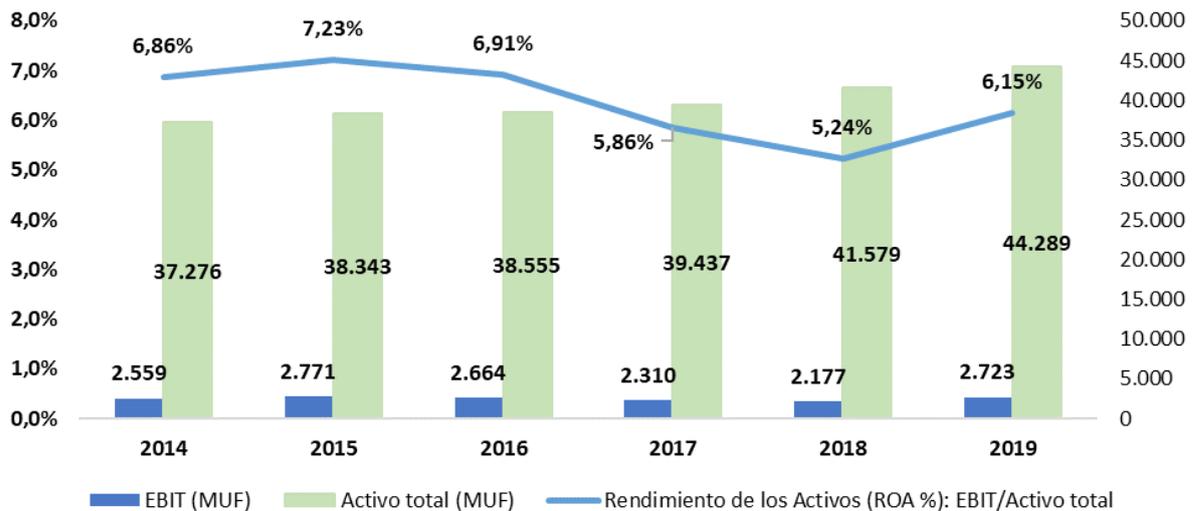
A continuación, en la tabla 16 y figuras 10, 11 y 12 se muestran los ratios de rentabilidad para el periodo 2014 a 2019, para posteriormente realizar su análisis. Estos son:

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%

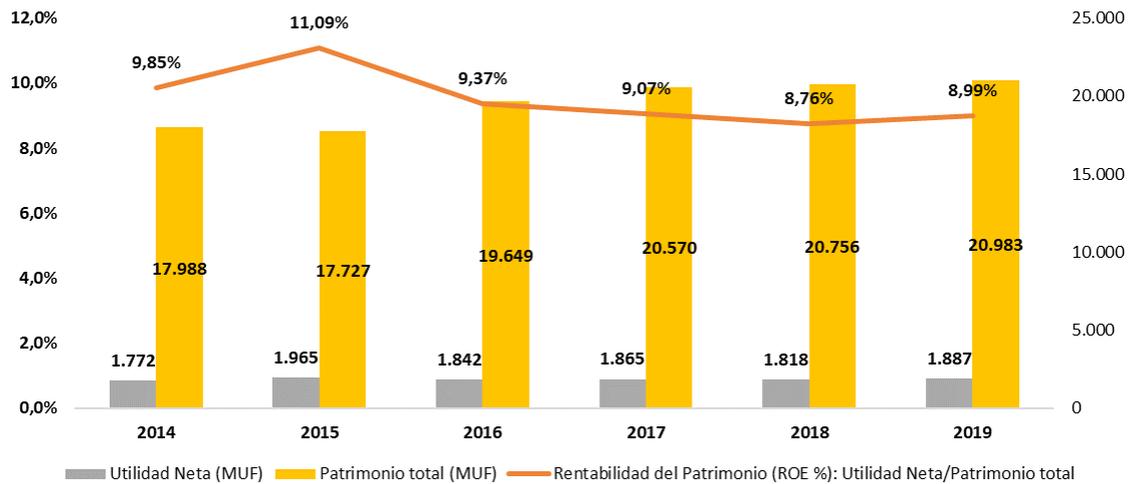
Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

Figura 10: Ratios de rentabilidad - ROA



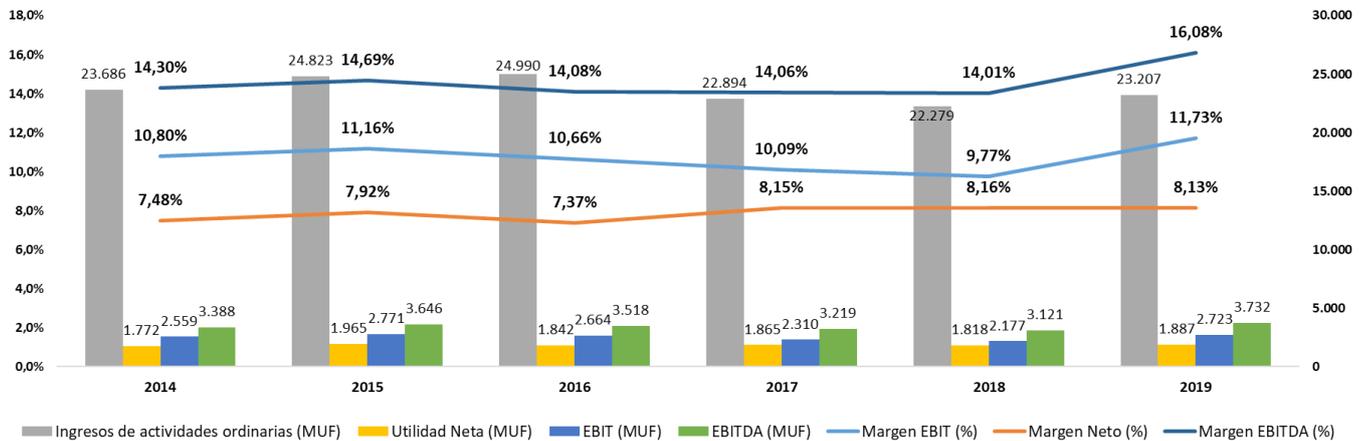
Fuente: Estados financieros Concha y Toro S.A. 2014 – 2019.

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:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

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

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

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_0) 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:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$
$$K_0 = 4,45\% \cdot 76,72\% + 2,15\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 23,28\%$$
$$K_0 = 3,78\%$$

6. ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1. Análisis operacional del negocio e industria

6.1.1. Análisis de crecimiento real de la empresa

En la tabla 28 se muestra el monto de ventas en miles de UF de la empresa Concha y Toro, según el segmento operativo de dichas ventas, para los años 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.

Tabla 28: Monto de ventas (MUF) según su segmento operativo 2015 - 2019

Ventas (1) (MUF)	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Mercados de exportación (2)	16.629	16.432	15.609	13.332	14.647
Chile mercado doméstico - vino	2.539	2.707	2.825	2.844	2.726
Argentina mercado doméstico	263	287	354	191	153
Argentina export. directas (3)	730	761	574	343	369
USA mercado doméstico	2.296	2.365	2.315	3.739	3.824
USA export. directas (3)	207	214	231	283	332
Total segmento vinos	22.665	22.767	21.908	20.732	22.052
Nuevos negocios (4)	1.872	1.938	1.702	1.143	860
Otros ingresos	286	285	414	404	295
Total segmento otros	2.158	2.223	2.116	1.547	1.155
Total ventas	24.823	24.990	24.023	22.279	23.207

Fuente: Estados financieros Concha y Toro 2015 - 2019.

Notas:

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

(4) Incluye venta de cerveza y licores.

En la tabla 29 se muestra la importancia que tiene cada uno de los segmentos operativos de las ventas, respecto de la venta total, para el periodo 2015 – 2019.

Tabla 29: Peso relativo sobre total ventas según segmento operativo 2015 - 2019

Importancia de origen de ventas (1)	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Mercados de exportación (2)	67,0%	65,8%	65,0%	59,8%	63,1%
Chile mercado doméstico - vino	10,2%	10,8%	11,8%	12,8%	11,7%
Argentina mercado doméstico	1,1%	1,1%	1,5%	0,9%	0,7%
Argentina export. directas (3)	2,9%	3,0%	2,4%	1,5%	1,6%
USA mercado doméstico	9,3%	9,5%	9,6%	16,8%	16,5%
USA export. directas (3)	0,8%	0,9%	1,0%	1,3%	1,4%
Total segmento vinos	91,3%	91,1%	91,2%	93,1%	95,0%
Nuevos negocios (4)	7,5%	7,8%	7,1%	5,1%	3,7%
Otros ingresos	1,2%	1,1%	1,7%	1,8%	1,3%
Total segmento otros	8,7%	8,9%	8,8%	6,9%	5,0%
Total ventas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Estados financieros Concha y Toro 2015 - 2019.

Notas:

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

(4) Incluye venta de cerveza y licores.

Acorde a la tabla anterior, podemos ver que, el origen principal de los ingresos de la empresa es la venta en mercados de exportación del vino que se produce en Chile. Esto debido a que la importancia relativa de dicho origen para el periodo en estudio es de alrededor de un 64%. En segundo lugar y muy por debajo se encuentran los ingresos que genera la empresa debido a la venta de vino en el mercado chileno, con una importancia relativa promedio, para el mismo periodo, de 11,5%.

En la tabla 30 se muestra la variación anual del monto de ventas de la empresa, según el origen de dichas ventas, para el periodo 2015 – 2019.

Tabla 30: Variación anual del monto de ventas según segmento operativo 2015 - 2019

Variación ventas (%) (1)	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Mercados de exportación (2)	3,4%	-1,2%	-5,0%	-14,6%	9,9%
Chile mercado doméstico - vino	4,3%	6,6%	4,3%	0,7%	-4,1%
Argentina mercado doméstico	45,7%	9,0%	23,2%	-46,0%	-19,7%
Argentina export. directas (3)	9,8%	4,2%	-24,6%	-40,2%	7,5%
USA mercado doméstico	8,2%	3,0%	-2,1%	61,5%	2,3%
USA export. directas (3)	4,4%	3,6%	8,0%	22,2%	17,6%
Total segmento vinos	4,5%	0,4%	-3,8%	-5,4%	6,4%
Nuevos negocios (4)	10,7%	3,6%	-12,2%	-32,8%	-24,8%
Otros ingresos	-6,5%	-0,4%	45,1%	-2,4%	-27,0%
Total segmento otros	8,0%	3,0%	-4,9%	-26,9%	-25,3%
Total ventas	4,8%	0,7%	-3,9%	-7,3%	4,2%

Fuente: Estados financieros Concha y Toro 2015 - 2019.

Notas:

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

(4) Incluye venta de cerveza y licores.

Respecto de la variación anual, según el origen de las ventas, podemos notar que en el año 2018 hay una disminución importante en los mercados de exportación, así como también en el mercado doméstico argentino y las exportaciones que desde este último país se realizan. Lo anterior debido al impacto puntual que tuvo el cierre de la planta en Lo Espejo junto con el paro portuario en diciembre en Chile, lo cual ralentizó los despachos y afectó la facturación de exportaciones directas a terceros, sumado a las fluctuaciones cambiarias en Argentina que inciden sobre la venta doméstica, así como también la reorientación hacia mercados clave y la salida de productos de menor rentabilidad del portfolio de Concha y Toro.

Lo anterior no pudo ser compensado por el aumento de ventas en Estados Unidos, así como tampoco por la venta que desde dicho país se realiza a mercados externos y menos por el leve incremento de venta dado en Chile.

6.1.2. Análisis de crecimiento real de la industria

6.1.2.1. Ingresos por venta en industria chilena

En el mercado nacional chileno, la industria vitivinícola está conformada por tres actores relevantes, los cuales son Viña Concha y Toro, Viña San Pedro Tarapacá y Viña Santa Rita. La evolución de los ingresos por ventas de esta industria nacional se puede visualizar en la tabla 31.

Tabla 31: Ingresos por venta industria chilena (MUF) 2015 – 2019

Ingresos por ventas	Diciembre 2015 MUF	Diciembre 2016 MUF	Diciembre 2017 MUF	Diciembre 2018 MUF	Diciembre 2019 MUF
Viña San Pedro Tarapacá	7.395	7.644	7.629	7.492	7.500
Viña Santa Rita	6.032	6.310	6.110	6.192	5.686
Viña Concha y Toro	24.823	24.990	22.894	22.279	23.207
Total	38.250	38.944	36.634	35.962	36.393

Fuente: Estados financieros auditados de Viña San Pedro Tarapacá, Viña Santa Rita y Viña Concha y Toro 2015 – 2019.

La variación anual de dichas ventas la podemos visualizar en la tabla 32.

Tabla 32: Variación ingresos por venta industria chilena 2015 – 2019

Variación ingresos por ventas	Diciembre 2015 MUF	Diciembre 2016 MUF	Diciembre 2017 MUF	Diciembre 2018 MUF	Diciembre 2019 MUF
Viña San Pedro Tarapacá	5,7%	3,4%	-0,2%	-1,8%	0,1%
Viña Santa Rita	10,1%	4,6%	-3,2%	1,3%	-8,2%
Viña Concha y Toro	4,8%	0,7%	-8,4%	-2,7%	4,2%
Total	5,8%	1,8%	-5,9%	-1,8%	1,2%

Fuente: Estados financieros auditados de Viña San Pedro Tarapacá, Viña Santa Rita y Viña Concha y Toro 2015 – 2019.

Dado lo anterior, vemos que en los años 2015 y 2016 la industria chilena experimentó un crecimiento de 5,8% y 1,8%, respectivamente, en comparación con los años 2014 y 2015. Posteriormente, ha habido una caída de los ingresos desde el año 2017 y 2018 de 5,9% y 1,8% respectivamente, recuperándose hacia el año 2019 con un incremento de 1,2%. Dichas tendencias en el mercado nacional están influenciadas por el nivel de ingresos que representa Viña Concha y Toro.

En cuanto a la producción nacional, esta ha fluctuado con incrementos en los años 2015 y 2018 y caídas en el 2014, 2016, 2017 y 2019, debido principalmente a las variaciones que ha tenido el

vino con denominación de origen⁸, el cual representa cerca de un 85% de la producción nacional, según se muestra en la tabla 33.

Tabla 33: Producción vino nacional (millones de litros) 2014 - 2019

Millones de litros	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vinos con D.O.	8.409.649	10.812.867	8.524.838	8.050.614	10.527.819	10.300.475
Vinos sin D.O.	1.101.227	1.522.543	1.217.748	1.103.298	1.358.919	1.339.894
Vinos de uva de mesa	385.395	531.452	401.035	338.146	1.012.231	298.388
Total producción	9.896.271	12.866.862	10.143.620	9.492.058	12.898.970	11.938.757
Variación anual (%)	-22,81%	30,02%	-21,16%	-6,42%	35,89%	-7,44%

Fuente: Elaborado por Oficina de Estudios y Políticas Agrarias (ODEPA) con información del Servicio Agrícola y Ganadero de Chile (SAG).

6.1.2.2. Exportaciones industria chilena

Es importante destacar que Concha y Toro exporta cerca de un 70% del vino que produce en Chile, por lo que es importante tener presente las exportaciones que realiza la industria chilena y su evolución, la cual se puede resumir en la tabla 34, cuyos datos se pueden encontrar en el registro de la Oficina de Estudios y Políticas Agrarias (ODEPA, 2020).

Tabla 34: Estadísticas exportaciones industria chilena

Vino total	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Volumen total industria (Mill, Litros)	796	875	906	940	845	868
Valor total industria (Mill, USD)	1.834	1.844	1.844	2.006	1.984	1.921
Precio medio industria (USD/litro)	2,3	2,11	2,03	2,14	2,35	2,21
Variación anual volumen total (%)	-8,9%	9,9%	3,6%	3,7%	-10,1%	2,7%
Variación anual valor total (%)	-1,8%	0,5%	0,0%	8,8%	-1,1%	-3,2%
Variación anual precio medio (%)	7,5%	-8,3%	-3,8%	5,4%	9,8%	-6,0%

Fuente: Elaborado por ODEPA con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas. 2014 – 2019.

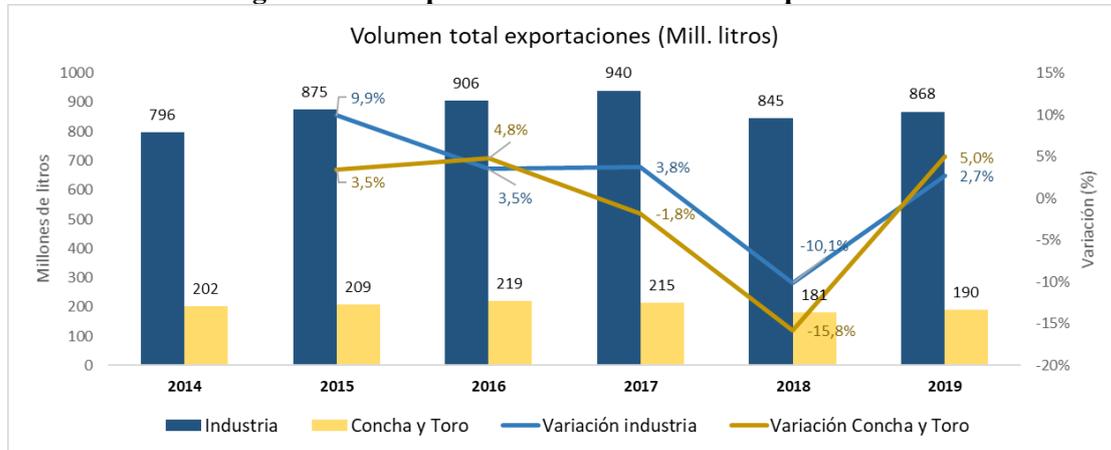
Acorde a la tabla anterior, el volumen de vino exportado tuvo un crecimiento en el periodo 2015 – 2017, para luego experimentar una caída en el 2018 de 10,1%. En cuanto al valor total, si bien se vio incrementado en el 2017 (8,8%), en los años posteriores ha ido decreciendo. Respecto de los precios promedio, estos aumentaron en el 2017 y 2018, pero experimentaron una disminución de 6% en el 2019.

Al realizar una comparación con la empresa en estudio, podemos notar que su volumen sigue un comportamiento similar a la industria local, mientras que, respecto del valor de las exportaciones, la industria experimentó una caída en el 2018 y 2019, no obstante, Concha y

⁸ Acorde al Instituto Nacional de Propiedad Industrial (INAPI), denominación de origen (D.O) es un signo distintivo que identifica un producto como originario del país o de una región o localidad del territorio nacional, cuando la calidad, reputación u otra característica del mismo sea imputable, fundamentalmente a su origen geográfico, teniendo en consideración, además, otros factores naturales y humanos que incidan en la caracterización del producto. En Chile, el Decreto de Agricultura N° 464 de 14 de diciembre de 1994 en Chile, establece zonificación vitícola o denominaciones de origen y fija normas para su utilización.

Toro se recuperó en el último año. Lo anterior se visualiza en las figuras 13 y 14⁹, las cuales muestran la evolución tanto del volumen como del valor de las exportaciones, respectivamente.

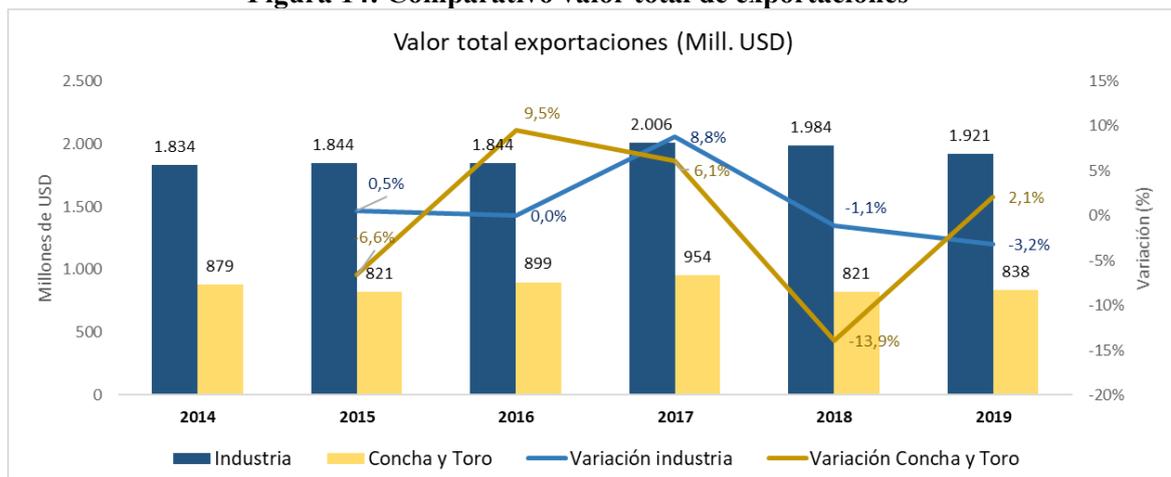
Figura 13: Comparativo volumen total de exportaciones



Fuente: elaboración propia en base a información de ODEPA con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas y estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Como vemos en la figura anterior, en el año 2016 Concha y Toro incrementó su volumen exportado en un 4,8%, mientras que la industria chilena como un todo solamente se vio incrementada en un 3,5%. Posteriormente, la empresa en estudio ha visto disminuido dicho volumen, especialmente en el año 2018, en el cual cayó un 15,8% para luego aumentar un 5% en el 2019, mientras que la industria cayó menos (10,1%) en el 2018 pero se recuperó en menor medida el año siguiente (2,7%).

Figura 14: Comparativo valor total de exportaciones



Fuente: elaboración propia en base a información de ODEPA con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas y estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

⁹ Para mayor detalle ver Anexo N°10.2, tabla 105.

Por otro lado, en cuanto al valor exportado, Concha y Toro ha experimentado un crecimiento en todos los años, excepto en el 2018, en el cual dicho valor cayó un 13,9%. La industria chilena, dentro de la cual se encuentra la empresa en estudio, experimentó un incremento del valor exportado entre el 2015 y 2017, para luego experimentar una caída de 1,1% en el 2018 y de 3,2% en el 2019.

La información respecto de las exportaciones de la industria chilena podemos desagregarla según país de destino¹⁰, con lo cual tenemos que cerca del 55% del volumen nacional es exportado solamente a cinco países, los cuales son China, Brasil, Reino Unido, Japón y Estados Unidos, como vemos en las tablas 35 y 36. En estas se muestran la participación de las exportaciones, por país de destino, tanto en volumen (millones de litros) como en valor (millones de USD FOB).

Tabla 35: Participación exportaciones por país de destino (volumen) 2014 – 2018

País	Participación país de destino en volumen (miles de litros) (1)				
	2014	2015	2016	2017	2018
China	17.10%	16.70%	14.90%	14.20%	18.90%
Brasil	4.30%	4.30%	4.70%	5.30%	5.90%
Reino Unido	13.30%	11.80%	11.60%	10.90%	12.60%
Japón	8.40%	8.40%	8.10%	8.60%	8.70%
Estados Unidos	14.00%	12.30%	14.20%	13.40%	10.90%
Otros países	42.90%	46.50%	46.50%	47.60%	43.00%

Fuente: elaboración propia en base a información de ODEPA con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas.

- (1) Boletín del vino de enero y febrero 2020 de ODEPA no posee datos de exportaciones por país de destino de vino a granel para el año 2019, por lo que no se puede realizar una suma consolidada y, por tanto, su análisis.

Tabla 36: Participación exportaciones por país de destino (valor en millones de USD) 2014 - 2018

País	Participación país de destino en valor (miles de USD FOB) (1)				
	2014	2015	2016	2017	2018
China	9.10%	11.80%	13.20%	15.80%	17.40%
Brasil	6.00%	6.10%	6.50%	7.10%	7.20%
Reino Unido	12.20%	11.20%	10.20%	8.90%	10.00%
Japón	7.90%	9.10%	8.50%	8.70%	8.20%
Estados Unidos	10.80%	11.00%	11.00%	10.50%	9.10%
Otros países	54.00%	50.80%	50.60%	49.00%	48.10%

Fuente: elaboración propia en base a información de ODEPA con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas.

- (1) Boletín del vino de enero y febrero 2020 de ODEPA no posee datos de exportaciones por país de destino de vino a granel para el año 2019, por lo que no se puede realizar una suma consolidada y, por tanto, su análisis.

Para poder entender la evolución de las exportaciones, en la tabla 37 y 38 se muestra la variación anual de la misma por país de destino, tanto del volumen (miles de litros) como del valor (miles de USD FOB).

Tabla 37: Variación anual exportaciones (volumen) 2015 - 2018

País	Variación anual volumen (miles de litros) (1)
------	---

¹⁰ Para información detallada ver Anexo N°10.3, tabla 107 y N°10.4, tabla 108.

	2015	2016	2017	2018
China	7.40%	-7.70%	-1.00%	19.30%
Brasil	10.60%	13.30%	16.50%	0.40%
Reino Unido	-2.90%	2.50%	-2.50%	3.80%
Japón	10.10%	-0.30%	9.70%	-8.10%
Estados Unidos	-3.90%	19.50%	-2.30%	-26.80%
Otros países	5.15%	7.40%	-11.22%	-2.39%
Variación promedio	9.90%	3.60%	3.70%	-10.10%

Fuente: elaboración propia en base a información de ODEPA con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas.

- (1) Boletín del vino de enero y febrero 2020 de ODEPA no posee datos de exportaciones por país de destino de vino a granel para el año 2019, por lo que no se puede realizar una suma consolidada y, por tanto, su análisis.

Tabla 38: Variación anual exportaciones (valor en miles de USD FOB) 2015 - 2018

País	Valor (miles de USD FOB)			
	2015	2016	2017	2018
China	29.20%	12.30%	30.30%	8.90%
Brasil	2.20%	8.00%	18.80%	-0.60%
Reino Unido	-7.70%	-9.30%	-5.20%	12.10%
Japón	14.70%	-5.80%	10.40%	-6.40%
Estados Unidos	2.30%	-0.10%	4.10%	-14.40%
Otros países	-5.92%	3.25%	-11.58%	5.27%
Promedio	0.50%	0.00%	8.80%	-1.10%

Fuente: elaboración propia en base a información de ODEPA con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas.

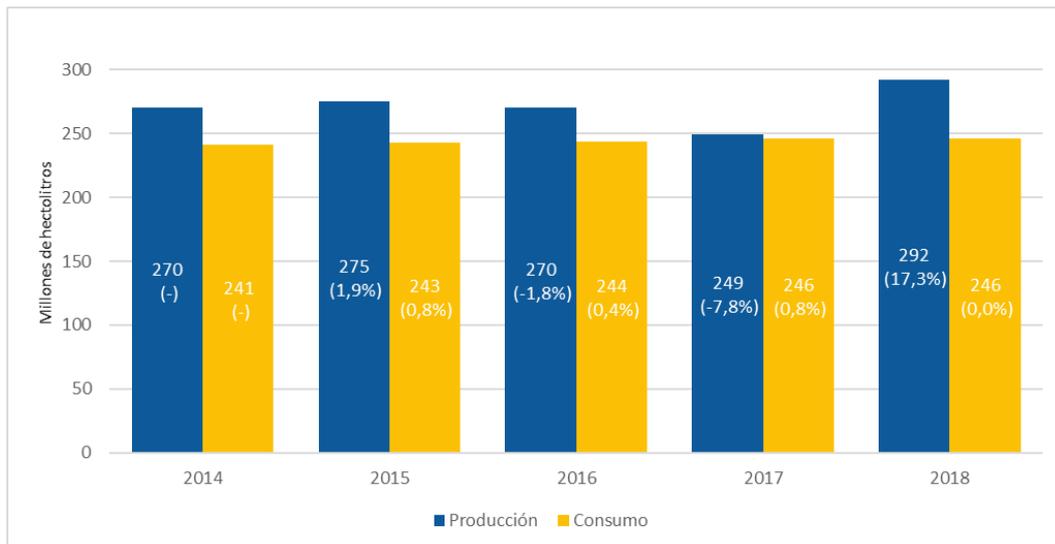
- (1) Boletín del vino de enero y febrero 2020 de ODEPA no posee datos de exportaciones por país de destino de vino a granel para el año 2019, por lo que no se puede realizar una suma consolidada y, por tanto, su análisis.

Dado lo anterior, vemos que la caída de las exportaciones nacionales en el 2018 se debe especialmente a una menor venta tanto en volumen como en valor en el mercado estadounidense y japonés, los cuales representan, en conjunto, alrededor de un 24% del volumen y un 20% del valor exportado total. Dicha caída no logró ser compensada por el crecimiento del volumen y precio experimentados en Reino Unido y China.

6.1.2.3. Producción, consumo, importación y exportación del vino a nivel mundial

A continuación, analizaremos la evolución mundial de la producción, consumo, importación y exportación del vino para el periodo comprendido entre los años 2014 a 2018. La figura 15 muestra la evolución de la producción y el consumo en millones de hectolitros (de ahora en adelante abreviado como MMhl):

Figura 15: Evolución de producción y consumo mundial de vino en volumen



Fuente: elaboración propia en base a información de reporte estadístico de International Organisation of Vine and Wine (OIV) 2019. Los porcentajes en paréntesis corresponden a las variaciones anuales.

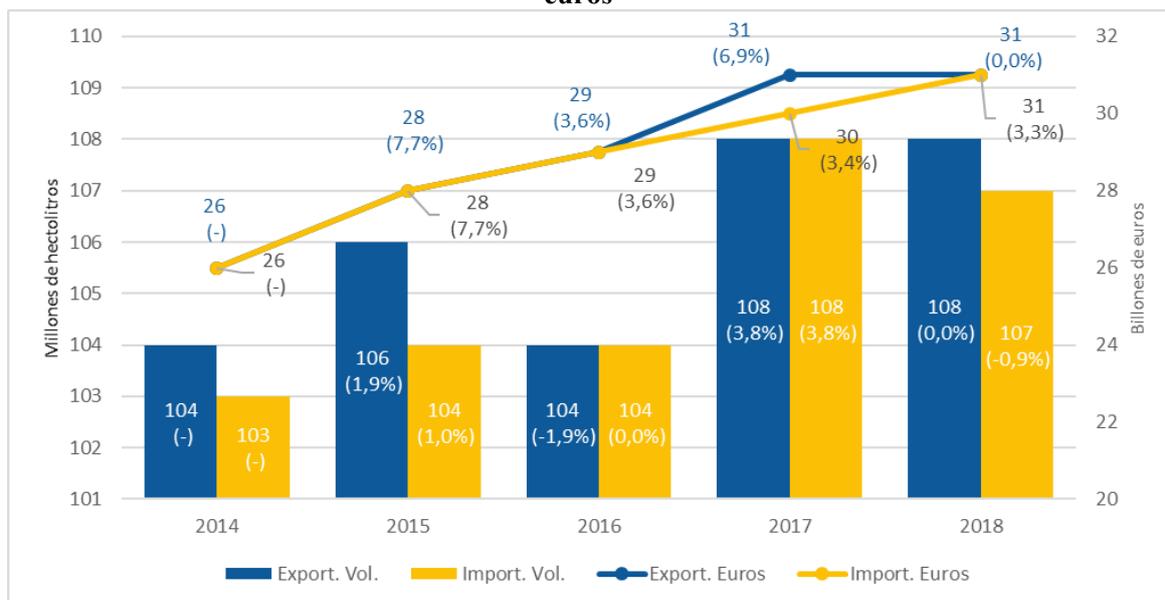
En la figura anterior se puede observar que la producción del vino ha tenido un crecimiento promedio de 2,38% del 2014 a 2018, con una fuerte caída de un -7,8% en 2017 debido a las condiciones climáticas irregulares que afectaron a los principales países productores, especialmente en Europa. Dichos fenómenos meteorológicos extremos van desde las heladas a la sequía y afectaron enormemente la producción de vinos (EFEAGRO, 2018).

Los mayores productores en 2018 fueron Italia con 54,8 MMhl (18,8% con respecto al total mundial y crecimiento promedio de 6,84%), luego Francia con 48,6 MMhl (16,6% s/total y 2,87% c. promedio), España con 44,4 MMhl (15,2% s/total y 4,81% c. promedio), Estados Unidos con 23,9 MMhl (8,2% s/total y 1,01% c. promedio), Argentina con 14,5 MMhl (5,0% s/total y 1,68% c. promedio), Chile con 12,9 MMhl (4,4% s/total y 9,61% c. promedio) y Australia con 12,9 MMhl (4,4% s/total y 2,21% c. promedio).

Por otra parte, el consumo del vino ha experimentado un crecimiento promedio de 0,52% desde el año 2014 a 2018, sin caídas en ningún periodo. Los mayores consumidores en 2018 fueron Estados Unidos con 33,0 MMhl (13,4% con respecto al total mundial y crecimiento promedio de 1,91%), luego Francia 26,8 MMhl (10,9% s/total y -0,64% c. promedio), Italia con 22,4 MMhl (9,1% s/total y 3,61% c. promedio), Alemania con 20,0 MMhl (8,1% s/total y -0,36% c. promedio), China con 17,6 MMhl (7,2% s/total y 0,45% c. promedio), Reino Unido con 12,4 MMhl (5,0% s/total y -0,39% c. promedio) y Rusia con 11,9 MMhl (4,8% s/total y 1,86% c. promedio).

La figura 16 muestra la evolución de la exportación e importación del vino, tanto en billones de euros, como en volumen (medido por millones de hectolitros).

Figura 16: Evolución de exportaciones e importaciones mundiales de vino en volumen y euros



Fuente: elaboración propia en base a información de reporte estadístico de International Organisation of Vine and Wine (OIV) 2019. Los porcentajes en paréntesis corresponden a las variaciones anuales.

En la figura anterior, se observa que la exportación del vino ha tenido un crecimiento promedio de 0,97% en volumen, y 4,54% en billones de euros, entre los años 2014 a 2018. Los mayores exportadores en volumen en 2018 son España con 21,1 MMhl (19,5% con respecto al total mundial y crecimiento promedio de -1,90%), luego Italia con 19,7 MMhl (18,2% s/total y -0,78% c. promedio), Francia con 14,1 MMhl (13,1% s/total y -0,24% c. promedio), Chile con 9,3 MMhl (8,6% s/total y 3,57% c. promedio) y Australia con 8,6 MMhl (8,0% s/total y 5,37% c. promedio).

Por otra parte, la importación del vino ha tenido un crecimiento promedio de 0,97% en volumen, y 4,51% en billones de euros, entre los años 2014 a 2018. Los mayores importadores en volumen en 2018 fueron Alemania con 14,7 MMhl (13,7% con respecto al total mundial y crecimiento promedio de -1,29%), luego Reino Unido con 13,2 MMhl (12,3% s/total y -0,37% c. promedio), Estados Unidos con 11,5 MMhl (10,7% s/total y 1,70% c. promedio), Francia con 7,1 MMhl (6,6% s/total y 0,95% c. promedio) y China con 6,9 MMhl (6,4% s/total y 17,71% c. promedio).

6.1.2.4. Perspectivas de crecimiento de la industria

En el año 2018 el consumo del vino tuvo un estancamiento y un crecimiento casi plano (0% de crecimiento), según lo revisado en las figuras de consumo mundial. El Silicon Valley Bank, Wine Division, publicó el informe “Situación de la industria del vino en 2019” (Silicon Valley

Bank, 2019) en el cual hace un análisis y pronóstico del mercado de vino mundial, con foco en Estados Unidos, que tal como fue analizado, es el mayor consumidor del vino del mundo. Las principales conclusiones son las siguientes:

- Baja expectativa de aumentos de precios. En particular el precio de los vinos premium se espera que permanezca constante. Se podría generar un deterioro en el precio de botellas que son consumidas por gente joven y las ventas de vino por debajo de U\$S 9 continuará disminuyendo tanto en valor como en volumen.
- No se ha cumplido la expectativa de consumo de la generación millennial. La baja capacidad financiera, preferencias por las bebidas espirituosas y la cerveza artesanal son algunos de los factores que explican el bajo consumo de vino en esta generación. El esperado traspaso del consumo de vinos premium de la generación de los baby boomers a los millennials aún no se ha dado.
- La venta de vino por encima de U\$S 9 crece, pero con una tendencia más lenta. Esto teniendo presente que se considera como vino premium a aquel vino por encima de los U\$S 10 por botella (retail).

Según otro estudio publicado en researchpress (Research Press Release, 2019), se estima que el mercado del vino alcance los 450,50 billones de dólares en el año 2024, registrando un crecimiento anual compuesto de 5,8%.

6.1.3. Análisis de los costos operacionales

De acuerdo a los estados financieros auditados disponibles, los costos de operación de Concha y Toro se descomponen en costo de venta, costo de distribución, gastos de administración y otros gastos por función. De estos, el que cobra mayor relevancia son los costos de ventas, que representan cerca del 70% de total de estos ítems, lo cual se puede visualizar en las tablas 39 a 41, donde se muestra su valor en miles de UF, su importancia relativa y el porcentaje que representan del total de los ingresos, respectivamente.

Tabla 39: Costos operacionales Concha y Toro (MUF) 2014 - 2019

Costos operacionales (MUF)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Costo de ventas	14,724	15,276	15,651	15,377	14,857	14,680
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
Total	21,172	22,118	22,655	20,868	20,412	20,550

Fuente: Estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Tabla 40: Importancia relativa costos operacionales Concha y Toro 2014 - 2019

Costos operacionales (MUF)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
----------------------------	------	------	------	------	------	------

Costo de ventas	69.50%	69.10%	69.10%	73.70%	72.80%	71.40%
Costos de distribución	25.80%	24.80%	25.30%	20.20%	20.30%	22.60%
Gastos de administración	4.30%	5.60%	5.30%	5.60%	6.20%	5.40%
Otros gastos, por función	0.40%	0.50%	0.30%	0.50%	0.70%	0.60%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Tabla 41: Costos operacionales sobre ingresos. Concha y Toro 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	-62,2%	-61,5%	-62,6%	-67,2%	-66,7%	-63,3%
Ganancia bruta	37,8%	38,5%	37,4%	32,8%	33,3%	36,7%
Otros ingresos	0,2%	0,3%	1,3%	1,2%	1,4%	0,3%
Costos de distribución	-23,1%	-22,1%	-22,9%	-18,4%	-18,6%	-20,0%
Gastos de administración	-3,8%	-5,0%	-4,8%	-5,1%	-5,7%	-4,8%
Otros gastos, por función	-0,3%	-0,5%	-0,3%	-0,5%	-0,7%	-0,5%
Ganancia por actividades operacionales	10,8%	11,2%	10,7%	10,1%	9,8%	11,7%

Fuente: Estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

De acuerdo a las notas de los estados financieros de la empresa, la composición de los costos es la siguiente:

- Costos de ventas: costo directo, depreciación y amortización, gastos de personal y otros gastos.
- Costos de distribución: depreciación y amortización, gastos de personal y otros gastos.
- Costo de administración: depreciación y amortización, gastos de personal y otros gastos.
- Otros gastos, por función: otros gastos.

6.1.4. Análisis de las cuentas no operacionales

Las cuentas no operacionales de Concha y Toro están compuestas por lo siguiente:

- Ingresos financieros: Se compone principalmente por ingresos por inversiones en valores negociables y otros ingresos financieros (ejemplo, dividendos y derivados).
- Costos financieros: Se componen principalmente por los gastos por préstamos bancarios y gastos por obligaciones con el público (bonos).
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación: Se compone por la ganancia o pérdida presentada por la empresa por participaciones en otras sociedades nacionales o en el extranjero.

- Diferencia de cambio: Se compone principalmente por las diferencias de cambio de deudores por venta, entidades relacionadas, aportes publicitarios, derivados y préstamos bancarios.
- Resultados por unidades de reajuste: Compuesto principalmente por unidades de reajuste en las obligaciones con el público y los préstamos bancarios.

En las tablas 42 y 43 se puede observar la evolución de las cuentas no operacionales, tanto en miles de UF como en la proporción sobre la venta que poseen.

Tabla 42: Cuentas no operacionales Concha y Toro 2014 - 2019

Cuentas no operacionales (MUF)	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Promedio
Ingresos financieros	30	24	37	21	34	21	28
Costos financieros	-420	-392	-391	-373	-423	-438	-406
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	143
Diferencias de cambio	91	31	28	320	386	95	159
Resultados por unidades de reajuste	-119	-33	-1	-23	-37	-24	-40
Total	-268	-162	-156	67	54	-233	-116

Fuente: Estados financieros de Concha y Toro 2014 – 2019.

Tabla 43: Cuentas no operacionales sobre ingresos Concha y Toro 2014 - 2019

Cuentas no operacionales (% sobre ingresos)	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Promedio
Ingresos financieros	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Costos financieros	-1,8%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,9%	-1,9%	-1,7%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,6%	0,8%	0,7%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%
Diferencias de cambio	0,4%	0,1%	0,1%	1,4%	1,7%	0,4%	0,7%
Resultados por unidades de reajuste	-0,5%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,2%
Total	-1,1%	-0,7%	-0,6%	0,3%	0,2%	-1,0%	-0,5%

Fuente: Estados financieros de Concha y Toro 2014 – 2019.

De las tablas anteriores, se puede observar que los costos financieros tienen la mayor relevancia y han tenido un aumento significativo en los años 2018 y 2019, representando una proporción sobre los ingresos de 1,9%. La participación en asociados se ha comportado relativamente estable en el periodo analizado, presentando una caída en 2018. Todas las cuentas no operacionales se pueden considerar de carácter recurrente para la empresa y no existen planes de venta de sus participaciones en asociados.

6.1.5. Análisis de activos

En base a la información del estado de situación financiera de Concha y Toro, se elaboró la tabla 44, en la cual se identifica que activos son operacionales y cuáles no, adicionalmente se obtiene el total en MUF de cada grupo de activos.

Tabla 44: Activos operacionales y no operacionales diciembre 2019

Activos (MUF)	Diciembre 2019	¿Es operacional?
Activos corrientes		
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.545	No
Otros activos financieros	327	No
Otros activos no financieros	315	Sí
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar neto	7.458	Sí
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	119	Sí
Inventarios	10.363	Sí
Activos biológicos	815	Sí
Activos por impuestos corrientes	754	Sí
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	22.695	
Activos corrientes totales	22.695	
Activos no corrientes		
Otros activos financieros	576	No
Otros activos no financieros	92	Sí
Cuentas por cobrar	27	Sí
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	803	Sí
Activos intangibles distintos de la plusvalía	2.995	Sí
Plusvalía (goodwill)	1.398	No
Propiedades, plantas y equipos	14.923	Sí
Activos por impuestos diferidos	781	No
Total de activos no corrientes	21.594	
Total de activos	44.289	
Total de activos operacionales	38.662	
Total de activos no operacionales	5.627	

Fuente: Estados financieros de Concha y Toro 2019.

A continuación, se detallan las razones de porque ciertos activos fueron considerados como no operacional:

- Efectivo y equivalente de efectivo: no se consideran activos necesarios para que la empresa opere, ya que esta cuenta posee todos los saldos de efectivo y equivalente que posee la empresa a la fecha.
- Otros activos financieros corrientes: Dado que el principal negocio de Concha y Toro no es el negocio financiero, los activos financieros no se consideran parte clave de su operación.
- Otros activos financieros no corrientes: Dado que el principal negocio de Concha y Toro no es el negocio financiero, los activos financieros no se consideran parte clave de su operación. Estos activos están compuestos principalmente por otros gastos pagados por anticipado y arriendos pagados por anticipado

- Plusvalía: Corresponde a la adquisición de Fetzer Vineyards (Goodwill) y a inversiones asociadas (Industria Corchera S.A. y Alpha Cave Comercio de Vinhos S.A.). Dado que es un activo generado por diferencias de valoración, no es catalogado como operativo, sin embargo, considerando que su valor es difícil de determinar, no se considera prescindible para efectos de la valoración.
- Activos por impuestos diferidos: Son activos que se producen por créditos de impuesto que no son usados para la operación. Corresponden a provisiones, depreciaciones, obligaciones con el personal, ingresos tributarios y pérdidas fiscales.

6.2. Proyección del estado de resultados

6.2.1. Proyección de ingresos operacionales

Para proyectar los ingresos, se utilizaron los datos de los segmentos operativos de la empresa, realizando un análisis del volumen y precios promedios de venta históricos de Concha y Toro, así como también en base a la información histórica de la industria del vino, estudios y proyecciones de crecimiento de la industria, los cuales nos permitieron establecer un porcentaje de crecimiento para cada uno de dichos segmentos de Concha y Toro, para el periodo 2020 a 2024. Por consiguiente, nos enfocaremos en tener el mejor estimador para la proyección de volumen y precios promedios de Concha y Toro.

Los segmentos operativos de Concha y Toro con la información del volumen vendido (en miles de litros) se observan en la tabla 45.

Tabla 45: Volumen vendido según segmento operativo 2015 - 2019

Volumen (miles de litros) (1)	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Mercados de exportación (2)	209.287	219.106	214.810	181.027	190.067
Chile mercado doméstico - vino	65.780	70.711	65.713	68.293	64.826
Argentina mercado doméstico	5.405	7.223	6.808	5.469	4.431
Argentina export. directas (3)	9.583	10.065	6.777	4.216	4.172
USA mercado doméstico	17.317	17.007	17.439	34.950	35.499
USA export. directas (3)	1.602	1.868	2.055	2.304	2.473
Total segmento vinos	308.974	325.980	313.602	296.259	301.468
Nuevos negocios (4)	23.838	25.086	20.602	17.602	14.495
Total segmento otros	23.838	25.086	20.602	17.602	14.495
Total ventas	332.812	351.066	334.204	313.861	315.963

Fuente: Presentaciones financieras de Concha y Toro 2019.

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

(4) Incluye venta de cerveza y licores.

Los precios promedio de venta para cada segmento (excluyendo otros ingresos), se pueden observar en la tabla 46:

Tabla 46: Precio promedio de venta según segmento operativo 2015-2019

Precio Promedio (por litro) (1)	Moneda	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Mercados de exportación (2)	US\$	3,47	3,15	2,99	3,08	3,24	3,16
Chile mercado doméstico - vino	Ch\$	957,00	988,70	1.025,00	1.152,00	1.148,00	1.191,00
Argentina mercado doméstico	US\$	1,89	2,15	1,90	2,45	1,50	1,49
Argentina export. directas (3)	US\$	3,14	3,20	3,12	3,61	3,60	3,63
USA mercado doméstico	US\$	5,23	5,35	5,46	5,58	4,55	4,31
USA export. directas (3)	US\$	5,40	5,04	4,49	4,65	5,27	5,41

Fuente: Presentaciones financiera de Concha y Toro 2019.

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

Acorde a las notas de los estados financieros auditados de la empresa, los ingresos, según el destino de sus ventas, son los que se muestran en la tabla 47.

**Tabla 47: Ingresos Concha y Toro según país en el cual se realizan las ventas (MUF)
2014 – 2019**

Ingresos	2014	2015	2016	2017	2018	2019
País /Región	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Chile	4.355	4.658	4.775	3.877	3.883	3.562
Europa	8.549	8.805	8.305	7.662	7.738	8.179
EE.UU.	3.840	4.259	4.337	3.988	3.512	4.198
Sud América	2.548	2.341	2.414	2.219	1.833	2.063
Asia	2.048	2.405	2.713	2.863	2.510	2.797
Canadá	732	702	775	754	1.267	668
Centro América	1.349	1.456	1.496	1.374	1.431	1.623
Otros	80	79	61	67	41	58
África	186	118	115	92	64	60
Total ingresos ordinarios	23.686	24.823	24.990	22.894	22.279	23.207
Total ingresos no Chile	19.331	20.165	20.215	19.017	18.396	19.645

Fuente: Estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Acorde a lo anterior, podemos ver que cerca de un 82% de las ventas se realizan en mercados internacionales (no en Chile), siendo Europa el principal destino, seguido de Estados Unidos, Chile y Asia. Estas regiones/países representan un 80% de las ventas de la empresa, tal como se muestra en la tabla 48.

Tabla 48: Importancia relativa del destino en el cual se realizan las ventas de Concha y Toro 2014 - 2019

Porcentaje de ingresos anuales	2014	2015	2016	2017	2018	2019
País /Región	%	%	%	%	%	%
Chile	18,39%	18,76%	19,11%	16,93%	17,43%	15,35%
Europa	36,09%	35,47%	33,23%	33,47%	34,73%	35,24%
EE.UU.	16,21%	17,16%	17,36%	17,42%	15,77%	18,09%
Sud América	10,76%	9,43%	9,66%	9,69%	8,23%	8,89%
Asia	8,65%	9,69%	10,86%	12,50%	11,27%	12,05%
Canadá	3,09%	2,83%	3,10%	3,29%	5,69%	2,88%
Centro América	5,70%	5,87%	5,98%	6,00%	6,42%	6,99%
Otros	0,34%	0,32%	0,25%	0,29%	0,19%	0,25%
África	0,79%	0,48%	0,46%	0,40%	0,29%	0,26%
Total ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Total ingresos no Chile	81,61%	81,24%	80,89%	83,07%	82,57%	84,65%

Fuente: Estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Según los datos revisados anteriormente sobre los principales países y regiones a los cuales exporta Concha y Toro, y teniendo en cuenta que es una empresa relevante en el mercado mundial del vino, podríamos estimar que su proyección de ingresos está relacionado al consumo e importaciones de los principales países consumidores de vino a nivel mundial¹¹, y el comportamiento de estos últimos sería representativo del consumo mundial de vino.

A continuación, discutiremos dos métodos de proyección de volúmenes de venta para Concha y Toro. La primera en base a las proyecciones del PIB y la segunda en base las importaciones y consumo históricos de los principales países consumidores de vino del mundo.

6.2.1.1. Método de proyección de volúmenes en base a proyecciones del PIB

Acorde a lo que hemos podido ver, aquellos países que tienen un mayor consumo de vino generalmente forman parte de la OECD, caracterizándose por su mayor PIB, respecto de otros países del mundo. Además, la estrategia de Concha y Toro es enfocarse en mercados premium, dentro de los cuales se encuentran los países Estados Unidos, Japón, China, Reino Unido, Brasil, Suecia, Canadá, Chile y México, que son grandes mercados y se caracterizan por tener alto poder adquisitivo o tener nichos de mercado importantes caracterizados por tal elemento. Es por esto que tendremos en cuenta el PIB de dichos países o regiones (Fondo Monetario Internacional, 2020), tal como se muestra en la tabla 49.

¹¹ Para mayor detalle ver Anexo N°10.5

Tabla 49: Proyecciones PIB por región o país 2019 - 2024

Crecimiento PIB	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio
País /Región	%	%	%	%	%	%	%
Chile	2,50%	3,00%	3,20%	3,30%	3,30%	3,20%	3,08%
Europa	1,50%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,60%	1,65%
EE.UU.	2,40%	2,10%	1,70%	1,60%	1,60%	1,60%	1,83%
Sud América	-0,20%	1,80%	2,50%	2,70%	2,90%	2,70%	2,07%
Asia y Pacífico	4,80%	4,90%	5,20%	5,20%	5,20%	5,20%	5,08%
Canadá	1,50%	1,80%	1,80%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%
Centro América	3,90%	3,40%	3,50%	3,60%	3,70%	3,80%	3,65%
Otros	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%
África	3,20%	3,80%	3,80%	4,10%	4,10%	4,20%	3,87%
Promedio	2,21%	2,53%	2,63%	2,69%	2,72%	2,70%	2,58%

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

Extraído de https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD

Por otro lado, teniendo presente el consumo mundial de vino e identificando aquellos mercados en los cuales Concha y Toro produce (Chile, Estados Unidos y Argentina) y exporta vino, además de la importancia relativa que para cada país tiene su propio mercado de exportación, podemos obtener el consumo de vino por cada segmento operativo¹², como se muestra en la tabla 50.

**Tabla 50: Consumo de vino mundial según segmento operativo 2014 – 2018
(millones de hectolitros) (1)**

Segmento operativo	Tipo mercado	2014	2015	2016	2017	2018
Mercados de exportación	Exportación	165,8	168,9	170,2	174,4	174,5
Chile mercado doméstico - Vino	Chile	3,0	2,6	2,4	2,3	2,3
Argentina mercado doméstico	Argentina	9,9	10,3	9,4	8,9	8,4
Argentina mercados exportación	Exportación	8,2	7,7	7,8	5,5	4,1
USA mercado doméstico	USA	30,6	30,9	31,7	32,6	33,0
USA mercados exportación	Exportación	1,3	1,3	1,5	1,7	2,2
Total		218,8	221,7	223,0	225,4	224,5

Fuente: Elaboración propia.

(1) Datos se presentan hasta el año 2018 debido a que no se dispone de información acerca del consumo mundial por país para el año 2019. Un hectolitro = 100 litros.

Para poder proyectar el consumo de los países que forman parte del mercado relevante de Concha y Toro, tendremos en cuenta las proyecciones del PIB que realiza el FMI para los años 2019 a 2024 y supondremos que esas son las tasas a las cuales crece el consumo en cada país/región.¹³

12 Para mayor detalle ver Anexos N°10.7, tablas 116 y 117. Como supuestos: (1) Se considera como dato el consumo de vino por parte de Chile, Argentina y Estados Unidos, (2) los países restantes se consideran parte del mercado de exportación, (3) se calcula el volumen en mercados de exportación, Argentina mercado exportación y USA mercado de exportación como la importancia relativa de cada uno de dichos mercados para Concha y Toro, por la suma de los países clasificados como parte del mercado de exportación, según el supuesto número 2.

13 Para ver las proyecciones del FMI al detalle, así como también las proyecciones de consumo mundial calculadas en base a dichos datos, ver Anexo N°10.6, tabla 114 y N°10.7, tabla 115.

Dado dicho consumo proyectado y tomando en cuenta la importancia relativa solamente de los mercados de exportación (volumen) de Concha y Toro para el año 2019, podemos realizar la proyección del consumo mundial sumando todo el consumo de los países considerados para exportación y multiplicando dicho total por la importancia relativa de cada mercado en el año 2019. Así, se obtiene la proyección que se muestra en la tabla 51.

Tabla 51: Consumo mundial proyectado (volumen en millones de hectolitros)

Segmento operativo (1)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Mercados de exportación (2)	177,7	181,2	184,9	188,6	192,4	196,2
Chile mercado doméstico - vino	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
Argentina mercado doméstico	8,1	8,0	8,1	8,3	8,6	8,9
Argentina export. directas (3)	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3
USA mercado doméstico	33,8	34,5	35,1	35,6	36,2	36,8
USA export. directas (3)	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6
Total	228,2	232,5	237,1	241,8	246,6	251,5

Fuente: Elaboración propia.

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

Al tener presente el consumo histórico y proyectado, según segmento operativo, podemos calcular su variación anual, como se muestra en la tabla 52.

Tabla 52: Variación anual consumo mundial de vino 2015 – 2024

Segmento operativo (1)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Mercados de exportación (2)	1,8%	0,8%	2,5%	0,0%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Chile mercado doméstico - vino	-13,3%	-7,7%	-4,2%	0,0%	2,5%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,2%
Argentina mercado doméstico	4,0%	-8,7%	-5,3%	-5,6%	-3,1%	-1,3%	1,4%	2,3%	3,1%	3,2%
Argentina export. directas (3)	-5,5%	1,1%	-29,6%	-26,1%	-4,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
USA mercado doméstico	1,0%	2,6%	2,8%	1,2%	2,4%	2,1%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
USA export. directas (3)	-1,2%	12,3%	15,0%	33,1%	4,1%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Total	1,3%	0,6%	1,1%	-0,4%	1,7%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fuente: Elaboración propia.

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

Utilizando dichas tasas de crecimiento y teniendo en cuenta los datos del año 2019, podemos proyectar el volumen de venta de Concha y Toro para los años 2020 a 2024, como se muestra en la tabla 53.

Tabla 53: Volumen de venta proyectado de Concha y Toro 2020 - 2024

Volumen (miles de litros) (1)	2020	2021	2022	2023	2024
Mercados de exportación (2)	193.766	197.726	201.742	205.772	209.870
Chile mercado doméstico - Vino	66.771	68.907	71.181	73.530	75.883
Argentina mercado doméstico	4.373	4.435	4.537	4.677	4.827
Argentina mercados exportación (3)	4.253	4.340	4.428	4.517	4.607
USA mercado doméstico	36.244	36.861	37.450	38.050	38.658
USA mercados exportación (3)	2.521	2.573	2.625	2.677	2.731
Total segmento vinos	307.928	314.841	321.963	329.223	336.576
Crecimiento promedio	2,14%	2,24%	2,26%	2,25%	2,23%

Fuente: Elaboración propia.

(1) Incluye ventas de vino granel.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

6.2.1.2. Método de proyección de volúmenes en base a importaciones y consumo históricos.

Por otra parte, con los datos de los principales países a los que vende Concha y Toro¹⁴, vemos que 9 países representan el 80% de las ventas, mientras que otros 9 países representan el 10% de las ventas, y otros 115 países representan el 10% restante. Con la información anterior, estimamos que todos los segmentos operativos de la empresa que mencionen ventas de exportación (en volumen), debería tener un comportamiento similar a las importaciones (en volumen) de los principales países importadores y consumidores de vino del mundo según los datos de la OIV, filtrando estos últimos en base a la lista de los principales países a los que vende Concha y Toro. El anexo 10.5 contiene el detalle de los mayores importadores, exportadores y productores de vino en el mundo (en volumen), desafortunadamente, a la fecha, de la OIV.

Posteriormente, sumamos todas las importaciones obtenidas de los países de mayor consumo de vino por año y que pertenezcan a la lista de los mercados de Concha y Toro (excluyendo Chile, USA y Argentina), y obtuvimos un porcentaje de crecimiento histórico en las importaciones para el periodo 2016 a 2018, tal como muestra la tabla 54. El periodo 2016 a 2018, es utilizado debido a la estabilidad que ha presentado tanto el intercambio en volumen de vinos entre países (importaciones y exportaciones) y consumo a nivel mundial, adicionalmente, es un periodo en el cual se ha incrementado el conocimiento y cultura vitivinícola a nivel mundial, haciendo que el consumo se haya ido volcando paulatinamente a variedades de mayor valor, reflejando la tendencia a la premiunización.

¹⁴ Para mayor detalle ver Anexo N°10.10.

Tabla 54: Importaciones de vino de principales países, segmento exportación

Volumen en millones de hectolitros	2015	2016	2017	2018
Germany	15,4	14,9	15,2	14,7
China	5,6	6,4	7,5	6,9
United Kingdom	13,6	13,6	13,3	13,2
Russia	4,0	4,0	4,5	4,1
Canada	4,1	4,2	4,2	4,2
Netherlands	3,8	4,5	4,4	4,2
Japan	2,8	2,7	2,8	2,6
Brazil	0,8	0,9	1,3	1,2
Belgium	3,1	3,1	3,1	3,0
Switzerland	1,9	1,8	1,9	1,8
Sweden	2,2	2,2	2,2	2,1
Denmark	1,8	1,8	1,7	1,8
Mexico	0,6	0,7	0,7	0,9
Total	59,8	60,8	62,8	60,7
% crecimiento		1,76 %	3,29%	-3,42%
% promedio crecimiento 2016 a 2018:	0,54%			

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OIV, estudios de mercado de Icx España 2018 y 2019, e instituto brasileiro do vinho (Ibravin) 2019.

Para el caso de los países de Chile, USA y Argentina, utilizamos directamente los datos del consumo de la OIV como un estimador de proyección de ingresos en volumen, debido a que Concha y Toro tiene operaciones productivas en aquellos países. Obteniendo finalmente un porcentaje de crecimiento histórico de consumo de estos países para el periodo 2016 a 2018, como se muestra en la tabla 55.

Tabla 55: Consumo de vino países segmento doméstico

Volumen en millones de hectolitros	2015	2016	2017	2018	Promedio crecimiento 2016 - 2018	
USA	Volumen	30,9	31,7	32,6	33,0	
	% crecimiento		2,59%	2,84%	1,23%	2,22%
Chile	Volumen	2,6	2,4	2,3	2,3	
	% crecimiento		-7,69%	-4,17%	0,00%	-3,95%
Argentina	Volumen	10,3	9,4	8,9	8,4	
	% crecimiento		-8,74%	-5,32%	-5,62%	-6,56%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OIV.

Finalmente, los porcentajes que podrían ser utilizados como proyección de los ingresos en volumen de Concha y Toro, por cada segmento operativo son los que muestra la tabla 56:

Tabla 56: Resumen de tasas de crecimiento de volumen en base a importaciones/consumo a utilizar en proyección, por segmento operativo

Segmento operativo (1)	Porcentaje crecimiento
Mercados de exportación (2)	0,54%
Chile mercado doméstico - vino	-3,95%
Argentina mercado doméstico	-6,56%
Argentina export. directas (3)	0,54%
USA mercado doméstico	2,22%
USA export. directas (3)	0,54%

Fuente: Elaboración propia.

(2) Mercados de exportación considera exportaciones directas de Chile a terceros y ventas a través de filiales de distribución (Reino Unido, Nórdicos, Brasil, Singapur, México) de producción desde Chile, Argentina y EE.UU. Excluye la venta en EE.UU.

(3) No considera ventas a través de filiales de distribución.

6.2.1.3. Método de proyección de precios promedios en base a nueva estrategia

En 2017 Concha y Toro comenzó con una estrategia en la cual su foco es consolidar las marcas premium. Como consecuencia tendría una baja de venta en volumen, pero compensado con un aumento de los precios promedios de venta. Para más detalle, el anexo 10.8 muestra las categorías de las marcas de la empresa. En dicha sección también se observa que las principales categorías de marcas Principal e Invest, representan el 39,8% de las ventas totales de 2019.

El crecimiento en 2019 de la categoría Principal ha sido 10% en volumen y 12,9% en valor, mientras que la categoría Invest han crecido 15,4% en volumen, y 21,5% en valor. Lo anterior nos lleva a inferir que el foco es en marcas premium y que el crecimiento de ventas se explica en mayor medida por un aumento de precios. En consecuencia, si analizamos los crecimientos de precios promedios por segmento operativo, obtenemos la tabla 57:

Tabla 57: Variaciones anuales de los precios promedios de venta de Concha y Toro

Precio Promedio (por litro)	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019	Promedio periodo completo	Promedio últimos tres años	Promedio últimos tres años filtrado
Mercados de exportación	-9,22%	-5,08%	3,01%	5,19%	-2,47%	-1,71%	1,91%	-
Chile mercado doméstico - Vino	3,31%	3,67%	12,39%	-0,35%	3,75%	4,55%	5,26%	1,70%
Argentina mercado doméstico	13,76%	-11,63%	28,95%	-38,78%	-0,67%	-1,67%	-3,50%	-
Argentina mercados exportación	1,91%	-2,50%	15,71%	-0,28%	0,83%	3,13%	5,42%	0,28%
USA mercado doméstico	2,29%	2,06%	2,20%	-18,46%	-5,27%	-3,44%	-7,18%	-1,54%
USA mercados exportación	-6,67%	-10,91%	3,56%	13,33%	2,66%	0,39%	6,52%	3,11%

Fuente: Presentaciones realizadas para inversionistas de la empresa Concha y Toro 2015 – 2019.

En la tabla 57, se observa que si consideramos el promedio de crecimiento de los últimos tres años (2017 a 2019), cuatro de seis segmentos son mayores que si consideramos el promedio del periodo completo, lo cual sería consistente con la estrategia establecida en 2017.

Los segmentos de Argentina doméstico y USA doméstico tuvieron fuertes bajas en precios promedio en el año 2018. En el caso de Argentina debido a las fluctuaciones cambiarias y en Estados Unidos debido a una mayor actividad promocional ser un mercado altamente competitivo. Adicionalmente, en la tabla 57, se puede ver un promedio de los últimos tres años eliminando los valores atípicos (outliers).

En conclusión, utilizaremos como proyección de precios los crecimientos promedio de los últimos tres años para segmento mercados exportación, debido a que no se ven valores outlier en los últimos tres años; el promedio del periodo completo para Argentina - mercado doméstico, debido a la gran volatilidad que ha tenido este mercado; y para el resto de los mercados utilizaremos el crecimiento promedio de los últimos tres años dejando fuera el valor atípico.

La tabla 58 muestra el resumen de las tasas de crecimiento de precio a utilizar en la proyección.

Tabla 58: Resumen tasas de crecimiento de precios a utilizar en proyección, por segmento operativo

Segmento operativo	Tasa de crecimiento a utilizar
Mercados de exportación	1,91%
Chile mercado doméstico - Vino	1,70%
Argentina mercado doméstico	-1,67%
Argentina mercados exportación	0,28%
USA mercado doméstico	-1,54%
USA mercados exportación	3,11%

Fuente: Elaboración propia.

6.2.1.4. Resumen de tasas para proyección de ingresos por venta

Acorde a los análisis realizados previamente, podemos concluir que el volumen de ventas puede ser proyectado de diversas maneras, entre las cuales tenemos las cuatro formas que se muestran en la tabla 59.

Tabla 59: Tasas propuestas para realización de proyección de volumen de venta

Mercados de exportación	Porcentajes de crecimiento Histórico Concha y Toro	Porcentajes de crecimiento PIB	Porcentaje análisis importaciones y consumo	Consumo mundial histórico (1)
Mercados de exportación	-0,83%	2,00%	0,54%	
Chile mercado doméstico - Vino	0,84%	3,20%	-3,95%	
Argentina mercado doméstico	-0,65%	1,74%	-6,56%	
Argentina mercados exportación	-14,01%	2,00%	0,54%	
USA mercado doméstico	19,81%	1,72%	2,22%	
USA mercados exportación	9,36%	2,00%	0,54%	
Total	0,27%	1,96%	-0,33%	0,52%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OIV, FMI, ODEPA y estados financieros auditados Concha y Toro.

(1) El consumo mundial de vino ha experimentado un crecimiento promedio de 0,52%, periodo 2015 a 2018.

Los análisis de los expertos revisados en la sección 6.1.2.4, explican que el consumo en volumen de los vinos no premium podría ir a la baja en los próximos años, lo cual es concordante a la estrategia de Concha y Toro de enfocarse en vinos premium, e implicaría que la empresa experimentará una baja en volumen por el nuevo y reducido mix de productos, compensado con mayores márgenes debido al mayor precio. Por lo anterior, es que usaremos para la proyección de los volúmenes de venta el porcentaje de crecimiento basado en importaciones y consumo de los principales países consumidores de vino, ya que en el total presenta una leve disminución de volúmenes (-0,33%), en comparación con el método de proyección basado en crecimiento del PIB (1,96%).

Así también, acorde al análisis de precios promedios en base a nueva estrategia de Concha y Toro y las conclusiones obtenidas, podemos proyectar que la tasa de crecimiento de los precios, según segmento operativo será la que se muestra en la tabla 60.

Tabla 60: Tasas anuales de crecimiento de precio promedio por segmento operativo

Precio Promedio (por litro)	Tasas a utilizar
Mercados de exportación	1,91%
Chile mercado doméstico - Vino	1,70%
Argentina mercado doméstico	-1,67%
Argentina mercados exportación	0,28%
USA mercado doméstico	-1,54%
USA mercados exportación	3,11%

Fuente: Elaboración propia.

Teniendo en cuenta la metodología anterior, multiplicando la proyección de los volúmenes seleccionados (basado en importaciones y consumo) y precios, la proyección de los ingresos es la que se presenta en la tabla 61:

Tabla 61: Proyección ingresos segmento vinos. Concha y Toro 2020 - 2024

Ventas (MUF)	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
Mercados de exportación	15.008	15.377	15.756	16.144	16.542
Chile mercado doméstico - vino	2.663	2.601	2.541	2.482	2.424
Argentina mercado doméstico	141	129	119	109	100
Argentina export. directas	372	375	378	381	384
USA mercado doméstico	3.849	3.874	3.899	3.924	3.950
USA export. directas	344	357	370	384	398
Total segmento vinos	22.378	22.715	23.064	23.425	23.799

Fuente: Elaboración propia.

6.2.1.5. Ingresos provenientes de negocio no vino

Para aquellos ingresos provenientes de los ítems “Nuevos negocios” y “Otros ingresos”, mantendremos su porcentaje de participación del año 2019 con un leve aumento de 0,1 puntos porcentuales al año, según las siguientes tablas 62 y 63. Lo anterior, debido al foco que tiene la empresa en su producto principal, los vinos, y la tendencia decreciente que han tenido sus segmentos secundarios a partir del año 2016 debido al termino del contrato de distribución de productos con Diageo, lo que será compensado con la tendencia en aumento de consumo de cervezas por parte de los clientes “millennial” por este tipo de bebidas.

Tabla 62: Ingresos Concha y Toro por segmento de negocio 2014 - 2019

Ingresos según segmento	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Total segmento vinos	21.688	22.665	22.767	21.908	20.732	22.052
Nuevos negocios	1.691	1.872	1.938	1.702	1.143	860
Otros ingresos	306	286	285	414	404	295
Total segmento otros	1.998	2.158	2.223	2.116	1.547	1.155
Total ventas	23.686	24.823	24.990	24.023	22.279	23.207

Fuente: Estados financieros Concha y Toro 2014 – 2019.

Tabla 63: Importancia relativa de segmentos de negocio 2014 - 2019

Ingresos según segmento	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total segmento vinos	91,6%	91,3%	91,1%	91,2%	93,1%	95,0%
Nuevos negocios	7,1%	7,5%	7,8%	7,1%	5,1%	3,7%
Otros ingresos	1,3%	1,2%	1,1%	1,7%	1,8%	1,3%
Total segmento otros	8,4%	8,7%	8,9%	8,8%	6,9%	5,0%
Total ventas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Estados financieros Concha y Toro 2014 – 2019.

Con los datos anteriores podemos obtener la proyección para el segmento no vinos, como se puede ver en la tabla 64:

Tabla 64: Proyección ingresos provenientes de segmento otros (no vinos) Concha y Toro 2020 - 2024

Ventas (MUF)	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
Nuevos negocios	898	938	979	1.022	1.068
Otros ingresos	299	304	308	313	318
Total segmento otros	1.197	1.241	1.288	1.336	1.386
Total ventas	23.575	23.956	24.351	24.761	25.184
% otros sobre total	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%

Fuente: Elaboración propia.

6.2.2. Proyección de costos operacionales

Durante los años 2016, 2017, 2018 y 2019, se generaron diversos gastos y costos no recurrentes (INR) asociados a la reestructuración interna de la compañía. Para un mejor entendimiento de los resultados, Concha y Toro publicó en la sección de presentaciones financieras, sus estados de resultados ajustados, es decir, excluyendo estos costos y gastos que no son recurrentes. Debido a lo anterior, utilizaremos esta información ajustada para la proyección de las cuentas de costos operacionales que fueron influenciados por gastos no recurrentes. La información de los estados de resultados ajustados se puede ver en el anexo 10.9.

6.2.2.1. Costo de venta

Para proyectar el costo de venta, realizamos un análisis de la proporción de esta cuenta sobre los ingresos totales por año, adicionalmente comparamos estos resultados entre los estados de resultados reportados, versus los estados de resultados ajustados. La tabla 65 muestra las diferencias y, adicionalmente, muestra el cálculo de los promedios de los últimos tres años (2017 a 2019), dado que es el periodo en el cual se inició el plan de reestructuración y nueva estrategia comercial de Concha y Toro, por lo que es un periodo que consideramos será representativo del futuro de dicha empresa.

Tabla 65: Proporción de costos de venta sobre la venta para el estado de resultados reportado y el estado de resultados ajustado 2014-2019

% Costo de ventas sobre ingresos	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Promedio 3 años
EE.RR. Reportado	-62,2%	-61,54%	-62,63%	-67,17%	-66,69%	-63,26%	-65,70%
EE.RR. Ajustado			-62,63%	-66,93%	-66,37%	-63,25%	-65,52%

Fuente: Presentaciones financieras y estados financieros Concha y Toro 2014 – 2019

En la tabla 65 se puede ver que el promedio de los últimos tres años (2017 a 2019), ha sido -65,70% para el estado de resultados reportado y un -65,52% para el estado de resultados ajustado. Este último valor será el que utilizaremos para la proyección del costo de venta, tal como se resume en la tabla 66.

Tabla 66: Proyección de costos de venta sobre ingresos y en miles de UF

Costo de ventas	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
% Costo de ventas sobre ingresos	-65,52%	-65,52%	-65,52%	-65,52%	-65,52%
Costo de ventas (MUF)	-16.397	-16.671	-16.957	-17.256	-17.568

Fuente: Elaboración propia.

6.2.2.2. Costos de distribución y gastos de administración

Dentro de la información de los estados de resultados ajustados, se muestran agrupados los costos de distribución y gastos de administración dentro del concepto denominado “GAV”. La tabla 67 muestra la proporción sobre la venta de los costos de distribución y gastos de administración del estado de resultados reportado para el periodo 2014 a 2019. Adicionalmente, calculamos el promedio de los últimos tres años, los cuales son representativos de los costos de la empresa luego del plan de restructuración. Finalmente, calculamos el promedio de proporción sobre los ingresos del “GAV” de los últimos tres años de los estados de resultados ajustados y lo ponderamos por la proporción promedio de los últimos tres años en los estados de resultados de los costos de distribución y gastos de administración.

Tabla 67: Proporción de costos de distribución y gastos de administración sobre la venta para el estado de resultados reportado 2014-2019

% sobre ingresos	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Promedio 3 años reportado	Promedio 3 años ajustado
Costos de distribución	-23,06%	-22,10%	-22,92%	-18,42%	-18,59%	-20,02%	-19,01%	-18,58%
Gastos de administración	-3,83%	-5,00%	-4,79%	-5,07%	-5,70%	-4,78%	-5,18%	-5,07%
GAV	-26,89%	-27,11%	-27,71%	-23,49%	-24,28%	-24,81%	-24,19%	-23,66%

Fuente: Presentaciones financieras y estados financieros Concha y Toro 2014 – 2019

En la tabla 67 se observa que el promedio de los últimos 3 años, utilizando la información de los estados de resultados reportados, da un porcentaje de -19,01% de los costos de distribución sobre los ingresos y un -5,18% de los gastos de administración sobre los ingresos.

Considerando los estados de resultados ajustados (sin gastos no recurrentes), nos da un porcentaje de -18,58% de costos de distribución sobre los ingresos y -5,07% de gastos de administración sobre los ingresos. Estos últimos valores son los que utilizaremos para la proyección. La tabla 68 muestra el resumen de la proyección de los costos de distribución y gastos de administración.

Tabla 68: Proyección de costos de distribución y gastos de administración, en porcentaje sobre ingresos y en miles de UF

Cuentas	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
% Costo de distribución sobre ingresos	-18,58%	-18,58%	-18,58%	-18,58%	-18,58%
% Gastos de administración sobre ingresos	-5,07%	-5,07%	-5,07%	-5,07%	-5,07%
Costo de distribución (MUF)	-4.381	-4.452	-4.526	-4.602	-4.681
Gastos de administración (MUF)	-1.196	-1.215	-1.235	-1.256	-1.278

Fuente: Elaboración propia.

6.2.2.3. Otros ingresos y otros gastos, por función

Los otros ingresos y otros gastos por función tienen muchas fluctuaciones durante el periodo 2014-2019 y existen grandes diferencias entre los estados de resultados reportados y estados de resultados ajustados. Estimamos que el valor más representativo es el promedio de los porcentajes sobre los ingresos de los últimos dos años de los estados de resultados ajustados, pues además contemplan el Plan Estratégico llevado a cabo por la empresa, por lo que serán proyectados utilizando 0,56% para los otros ingresos y un -0,57% para los otros gastos por función, tal como muestra la tabla 69.

Tabla 69: Promedio de los años 2018 a 2019 de porcentaje de otros ingresos y otros gastos por función sobre los ingresos

Porcentaje sobre ingresos	Promedio 2 años ajustado
Otros ingresos	0,56%
Otros gastos, por función	-0,57%
Otros ingresos, gastos por función	-0,10%

Fuente: Presentaciones financieras Concha y Toro 2014 – 2019

Con dichos porcentajes, obtenemos la proyección que se muestra en la tabla 70:

Tabla 70: Proyección otros ingresos y otros gastos, por función.

Estado de resultados consolidado	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Otros ingresos	131	133	135	138	140
Otros gastos, por función	-135	-137	-139	-141	-144

Fuente: Elaboración propia.

6.2.3. Proyección de resultados no operacionales

Para el caso de la proyección de resultados no operacionales, no existe diferencia entre los estados de resultados ajustados y los estados de resultados reportados. La tabla 71 muestra el porcentaje sobre los ingresos de todas las cuentas no operacionales para el periodo 2017-2019.

Tabla 71: Promedio de variación de cuentas no operacionales sobre ingresos Concha y Toro 2017 – 2019

Cuentas no operacionales (Porcentaje sobre ingresos)	Promedio 3 años
Ingresos financieros	0,11%
Costos financieros	-1,80%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,48%
Diferencias de cambio (1)	0,76%
Resultados por unidades de reajuste	-0,12%
Total	-0,19%

Fuente: Estados financieros de Concha y Toro 2016 – 2019.

- (1) Para el ítem Diferencias de cambio, se toma como referencia la participación promedio que tiene este ítem en el periodo 2015 a 2019, con el fin de suavizar su alta volatilidad.

Dado lo anterior y con el fin de guardar la consistencia con el cambio de estrategia de la empresa iniciado en el año 2017, tomaremos como tasas de referencia para la proyección de estos costos la variación promedio de los años 2017, 2018 y 2019, a excepción de las diferencias de cambios, en las cuales se tomará el promedio del periodo 2015 a 2019, debido a su gran volatilidad en todos los años analizados. La tabla 72 muestra la proyección de los resultados no operacionales.

Tabla 72: Proyección de resultados no operacionales

Cuenta	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Ingresos financieros	26	27	27	27	28
Costos financieros	-425	-432	-439	-447	-454
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	113	115	117	119	121
Diferencias de cambio	178	181	184	187	190
Resultados por unidades de reajuste	-29	-30	-30	-31	-31
Total	-137	-139	-141	-144	-146

Fuente: Elaboración propia.

6.2.4. Impuestos corporativos

A contar del año tributario 2018, año comercial 2017, la tasa general del impuesto de primera categoría que se aplica sobre la base de las utilidades percibidas o devengadas, a aplicar a cualquiera renta clasificada en dicha categoría, será de un 25%. Lo anterior debido a que las tasas de 25,5% y 27%, solo se aplican a los contribuyentes sujetos al Régimen Tributario establecido en la letra B) del artículo 14 de la LIR a la base de la renta retirada o distribuida para la aplicación de los Impuestos Global Complementario o Adicional, con imputación o deducción parcial del crédito por Impuesto de Primera Categoría.

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 posteriores. Por lo que, la tasa de impuestos utilizada para proyectar es de un 27%. La tabla 73 muestra los resultados de la proyección.

Tabla 73: Proyección de gastos por impuestos a las ganancias.

Cuenta	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Gasto por impuestos a las ganancias	-651	-662	-673	-684	-696

Fuente: Elaboración propia.

6.2.5. Proyección del estado de resultados

En base al análisis realizado en los puntos anteriores, podemos obtener el estado de resultados proyectado de la empresa Concha y Toro, tal como se muestra en las tablas 74 y 75. En esta proyección, para el volumen se utilizaron los ingresos proyectados según el análisis realizado de las importaciones y consumo, mientras que para proyectar los precios se usaron las tasas anuales de crecimiento de precio promedio por segmento operativo.

Tabla 74: Estado de resultados proyectado Concha y Toro 2020 – 2024

Estado de resultados consolidado	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Ingresos de actividades ordinarias	23.575	23.956	24.351	24.761	25.184
Costo de ventas	-15.445	-15.695	-15.954	-16.222	-16.500
Ganancia bruta	8.130	8.261	8.397	8.538	8.685
Otros ingresos	131	133	135	138	140
Costos de distribución	-4.381	-4.452	-4.526	-4.602	-4.681
Gastos de administración	-1.196	-1.215	-1.235	-1.256	-1.278
Otros gastos, por función	-135	-137	-139	-141	-144
Ganancia por actividades operacionales	2.549	2.590	2.633	2.677	2.723
Ingresos financieros	26	27	27	27	28
Costos financieros	-425	-432	-439	-447	-454
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	113	115	117	119	121
Diferencias de cambio	178	181	184	187	190
Resultados por unidades de reajuste	-29	-30	-30	-31	-31
Ganancia antes de impuesto	2.412	2.451	2.491	2.533	2.577
Gasto por impuestos a las ganancias	-651	-662	-673	-684	-696
Ganancia neta	1.761	1.789	1.819	1.849	1.881

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 75: Estado de resultados proyectado, como porcentaje sobre ingresos.
Concha y Toro 2020 – 2024**

Estado de resultados consolidado	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
	%	%	%	%	%
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-65,52%	-65,52%	-65,52%	-65,52%	-65,52%
Ganancia bruta	34,48%	34,48%	34,48%	34,48%	34,48%
Otros ingresos	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%	0,56%
Costos de distribución	-18,58%	-18,58%	-18,58%	-18,58%	-18,58%
Gastos de administración	-5,07%	-5,07%	-5,07%	-5,07%	-5,07%
Otros gastos, por función	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%
Ganancia por actividades operacionales	10,81%	10,81%	10,81%	10,81%	10,81%
Ingresos financieros	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
Costos financieros	-1,80%	-1,80%	-1,80%	-1,80%	-1,80%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%
Diferencias de cambio	0,76%	0,76%	0,76%	0,76%	0,76%
Resultados por unidades de reajuste	-0,12%	-0,12%	-0,12%	-0,12%	-0,12%
Ganancia antes de impuesto	10,23%	10,23%	10,23%	10,23%	10,23%
Gasto por impuestos a las ganancias	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%
Ganancia neta	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%

Fuente: Elaboración propia.

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1. Inversión en reposición

Con el fin de proyectar la inversión de reposición se determina el ratio de inversiones permanentes sobre gasto en depreciación, tal como se muestra en la tabla 75.

Tabla 76: Inversión en reposición en miles de UF

Inversión de Reposición	Diciembre 2014	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Compras propiedades, planta y equipo	1.063	1.777	958	1.458
Compras de activos intangibles	102	93	74	81
Depreciación y amortización	829	909	944	931
(Compras PPE + compras activos intangibles) / Depreciación y amortización	140,52%	205,75%	109,41%	165,38%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Dado que las compras en propiedades, planta y equipo son mayores a la depreciación, entonces se establece como inversión en reposición el 100% del gasto en depreciación y amortización estimado para cada periodo.

7.1.1. Depreciación y amortización

Para calcular la depreciación y amortización para el periodo 2020 – 2024, en primer lugar, vemos cuál es el porcentaje que representa la propiedad, planta y equipos sobre los ingresos durante 2014 – 2019 y tomamos solamente el promedio para los años 2018 y 2019 debido a que la empresa se encuentra realizando su plan estratégico. Lo obtenido lo vemos en la tabla 77.

Tabla 77: Propiedad, planta y equipos sobre ingresos 2014 - 2019

Proyección de activos fijos	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre e 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
PPE	13.877	13.569	13.701	14.245	14.194	14.923
Ingresos	23.686	24.823	24.990	22.894	22.279	23.207
Activos Fijos/ Ingresos	58,59%	54,66%	54,83%	62,22%	63,71%	64,31%
Activos Fijos/ Ingresos Promedio	64,01%					

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Con dicho promedio, por las ventas proyectadas, podemos obtener la propiedad, planta y equipos para los años 2020 - 2024, tal como se ve en la tabla 78:

Tabla 78: Proyección propiedad, planta y equipos 2020 - 2024

Proyección de activos fijos	Diciembre 2020	Diciembre e 2021	Diciembre 2022	Diciembre e 2023	Diciembre 2024
PPE	15.090	15.334	15.587	15.849	16.120
Ingresos	23.575	23.956	24.351	24.761	25.184

Activos Fijos/ Ingresos	64,01%	64,01%	64,01%	64,01%	64,01%
-------------------------	--------	--------	--------	--------	--------

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, para proyectar la depreciación y amortización, vemos cuánto ésta representa del total de propiedad planta y equipo, según se muestra en el estado de situación financiera, y obtenemos el promedio de los años 2018 – 2019 debido a que la empresa se encuentra realizando su plan estratégico. Lo anterior lo podemos ver en tabla 79.

Tabla 79: Depreciación y amortización sobre propiedad, planta y equipo 2014 - 2019

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Depreciación y amortización	829	874	855	909	944	1.009
Propiedades, plantas y equipos	13.877	13.569	13.701	14.245	14.194	14.923
% Dep y amort sobre PPE	5,97%	6,44%	6,24%	6,38%	6,65%	6,76%
% Dep y amort sobre PPE Promedio	6,71%					

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Finalmente, con dicho porcentaje multiplicado por la propiedad, planta y equipos proyectadas, obtenemos la depreciación y amortización proyectada, como se muestra en tabla 80.

Tabla 80: Proyección depreciación y amortización 2020 - 2024

Cuenta	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre e 2023	Diciembre 2024	Diciembre 2025
Depreciación y amortización	1.012	1.028	1.045	1.063	1.081	1.081

Fuente: Elaboración propia.

7.2. Inversión en capital físico

Las inversiones que realiza la compañía están orientadas a sustentar el crecimiento y la reposición normal de activos operacionales, modernizaciones, nuevas instalaciones para ampliar y mejorar la capacidad productiva y compras de tierras para plantar viñedos. En 2019 las inversiones en activos fijos de esta naturaleza totalizaron \$41.267 millones (1.458 MUF) y su financiamiento provino principalmente del flujo operacional. Se estima una inversión en capital físico para 2020 de 35 millones de dólares¹⁵, cifra inferior a lo invertido en 2019.

Debido a que asumiremos que la inversión en reposición corresponde al 100% de la depreciación y amortización de cada periodo, es que para estimar la inversión en capital físico utilizaremos la siguiente ecuación:

$$Inv . en cap . físico = (compras PPE + compras activos intangibles) - Dep . y amortización$$

¹⁵ Para mayor detalle ver Anexo N°10.11

Las compras en propiedades planta y equipo (compras PPE) y compras de activos intangibles fueron extraídas de los estados de flujo efectivo, mientras que la depreciación y amortización (dep. y amortización) se obtuvo de las notas de los estados financieros (notas 28 y 30). La tabla 81 muestra el resultado de la obtención de la inversión en capital físico.

Tabla 81: Cálculo estimado de la inversión en capital físico en miles de UF

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Compras propiedades, planta y equipo	1.063	875	1.603	1.777	958	1.458
Compras de activos intangibles	102	65	102	93	74	81
Depreciación y amortización	829	874	855	909	944	931*
Inversión en capital físico	336	65	850	961	89	608

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

(*) No incluye el efecto de IFRS16 por MUF 78.

Luego, calculamos la proporción histórica de la inversión en capital físico sobre los ingresos, la cual se observa en la tabla 82.

Tabla 82: Inversión en capital físico sobre ingresos

	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Promedio 2017 y 2019
Ingresos (MUF)	23.686	24.823	24.990	22.894	22.279	23.207	
Inversión en capital físico (MUF)	336	65	850	961	89	608	3,41%
% sobre ingresos	1,42%	0,26%	3,40%	4,20%	0,40%	2,62%	

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Con los datos de la tabla 82, obtenemos el promedio de la inversión en capital físico sobre los ingresos de los años 2017 a 2019, no obstante, notamos que en el año 2018 éste fue bastante bajo, por lo que para que dicho promedio sea representativo de la nueva estrategia de la empresa, lo excluiríamos, dando como resultado un 3,41%.

Finalmente, utilizaremos el 3,41% de inversión en capital físico sobre ingresos para proyectar la inversión para los próximos años. Los valores de la proyección se observan en la tabla 83.

Es importante destacar que a diciembre 2024 no consideraremos inversión en capital físico, debido a que a diciembre 2025 proyectamos que no hay crecimiento en ventas.

Tabla 83: Proyección de la inversión en capital físico en miles de UF

	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
Inversión en capital físico	804	817	830	844	-

Fuente: Elaboración propia.

7.3. Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo

Con el fin de proyectar el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON), seleccionamos los activos corrientes operacionales, entre los cuales encontramos: cuentas por cobrar (clientes y relacionadas), inventarios y activos de uso operacional para la industria (biológicos, financieros). Por otro lado, definimos los pasivos corrientes operacionales, entre los cuales están: proveedores, cuentas por pagar (proveedores y relacionadas) y provisiones por beneficios a empleados, como se puede ver en la tabla 84.

Tabla 84: Capital de trabajo operativo neto. Concha y Toro 2014 – 2019

Cálculo de capital de trabajo operativo neto (CTON) (MUF)	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Diciembre 2018	Diciembre 2019
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
CTOB	16.971	18.209	17.504	18.113	18.708	19.508
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
Provisiones por beneficios a los empleados	-374	-527	-600	-563	-588	-575
CTON existente	13.006	13.265	12.204	12.773	13.404	14.338

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Con lo anterior, podemos calcular los días de venta necesarios de capital de trabajo por variación en las ventas, para lo cual analizamos las operaciones del periodo 2014 a 2019, obteniendo como promedio el RCTON del año 2018 – 2019, debido a que es en dicho periodo en el cual la empresa ve reflejada la implementación de su Plan Estratégico 2022, como se muestra en la tabla 85:

Tabla 85: Cálculo de CTON respecto de las ventas. Concha y Toro 2014 - 2019

Capital de trabajo operativo neto (CTON) (MUF)	Diciembre 2014	Diciembre 2015	Diciembre e 2016	Diciembre 2017	Diciembre e 2018	Diciembre 2019	Promedio 2018 - 2019
CTON existente	13.006	13.265	12.204	12.773	13.404	14.338	
Ventas	23.686	24.823	24.990	22.894	22.279	23.207	
RCTON = CTON/Ventas	54,91%	53,44%	48,84%	55,79%	60,17%	61,79%	60,98%
CTON en días de venta	200	195	178	204	220	226	

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Con dicho promedio y dado que ya hemos proyectado las ventas, es posible proyectar el CTON para el periodo 2020 – 2024, como se muestra en la tabla 86.

Tabla 86: Capital de trabajo operativo neto proyectado 2020 – 2024

Cálculo de Capital de trabajo operativo neto (CTON) (MUF)	Diciembre 2020	Diciembr e 2021	Diciembre 2022	Diciembr e 2023	Diciembre 2024
Ventas	23.575	23.956	24.351	24.761	25.184
RCTON = CTON/Ventas	60,98%	60,98%	60,98%	60,98%	60,98%
CTON proyectado	14.375	14.607	14.848	15.098	15.356

Fuente: Elaboración propia.

Además, con el promedio de RCTON obtenido, podemos proyectar la inversión en capital de trabajo necesaria en cada periodo, para lo cual realizamos lo siguiente:

$$\text{Inversión en capital de trabajo} = (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t) \times \text{Promedio RCTON}_{2018-2019}$$

Aplicando la fórmula anterior obtenemos como resultado aquello que se muestra en la tabla 87.

Tabla 87: Inversión en capital de trabajo proyectada 2020 - 2024

Inversión en capital de trabajo (MUF)	Diciembre 2020	Diciembr e 2021	Diciembre 2022	Diciembr e 2023	Diciembre 2024
Inversión en capital de trabajo	232	241	250	258	

Fuente: Elaboración propia.

7.4. Exceso o déficit de capital de trabajo

Para obtener el exceso o déficit de capital de trabajo a diciembre 2019, utilizaremos el CTON existente a diciembre 2019, la razón de capital de trabajo neto obtenidos en la sección anterior (60,98%) y calcularemos el CTON necesario a diciembre 2020 con los ingresos proyectados para 2020. La diferencia entre ambos valores corresponde a un déficit, que este caso es de -37 mil UF, tal como muestra la tabla 88.

Tabla 88: Déficit de capital de trabajo en miles de UF

Ítem	Diciembre 2019 MUF
CTON existente diciembre 2019	14.338
CTON necesario diciembre 2020	14.375
Déficit CTON	-37

Fuente: Elaboración propia.

7.5. Activos prescindibles y deuda financiera

Los activos prescindibles que consideraremos para la proyección del valor de la empresa son los que muestra la tabla 89.

Tabla 89: Activos prescindibles a diciembre 2019 en miles de UF

Clasificación	Activo	Diciembre 2019 MUF
Corrientes	Efectivo y equivalentes al efectivo	2.545
	Otros activos financieros, corrientes	327
No Corrientes	Otros activos financieros, no corrientes	576
Total activos prescindibles		3.448

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

En la tabla 89, se puede ver que el total de activos prescindibles corresponden a 3.448 mil UF, y que fueron considerados todos los activos no operacionales que analizamos en la sección 6.1.5, exceptuando la plusvalía o goodwill, debido a la dificultad de obtener su real valor, y los activos por impuestos diferidos.

La deuda financiera para utilizar en la proyección del valor de la empresa corresponde a 12.321 mil UF, tal como se muestra en la tabla 90.

Tabla 90: Deuda financiera a diciembre 2019 en miles de UF

Cuentas		Diciembre 2019 MUF
Préstamos de entidades financieras	Corriente	4.166
	No Corriente	643
Obligaciones con el Público	Corriente	405
	No Corriente	7.108
Deuda Financiera (B)		12.321

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

7.6. Proyección del flujo de caja libre

La proyección del flujo de caja libre (FCL) de Concha y Toro es la que se muestra en la tabla 91, en la cual se incluye el valor presente de dichos flujos calculado.

Tabla 91: Flujo de caja libre de Concha y Toro en miles de UF

Flujo de caja libre (MUF)	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024	Diciembre 2025
Utilidades netas	1.761	1.789	1.819	1.849	1.881	1.881
Depreciación	1.012	1.028	1.045	1.063	1.081	1.081
Costos financieros (desp. de imptos)	311	316	321	326	332	332
Ingresos financieros (desp. de imptos)	-19	-19	-20	-20	-20	-20
Diferencia de cambio (íntegra)	-178	-181	-184	-187	-190	-190
Resultado por unidad de reajuste (íntegra)	29	30	30	31	31	31
Flujo de caja bruto	2.915	2.962	3.011	3.062	3.114	3.114
Inversión de reposición	-1.012	-1.028	-1.045	-1.063	-1.081	-1.081
Inversión en capital físico (nueva inversión)	-804	-817	-830	-844	-	-
Inversión en capital de trabajo	-232	-241	-250	-258	-	-
Flujo de caja libre	867	876	886	896	2.033	2.033
Valor terminal					53.783	
VP Flujos	835	813	793	773	46.365	
VP a diciembre 2019	49.579					

Fuente: Elaboración propia.

Para obtener los resultados anteriores, en primer lugar, obtuvimos el valor presente (VP) del flujo de caja libre, calculando el valor terminal (VT), es decir, el valor presente al año 2024 de los flujos perpetuos desde el año 2025 en adelante. Esto, debido a que no tenemos información fehaciente de que los flujos perpetuos presenten un crecimiento, por lo cual los proyectaremos constantes. Para obtener el valor terminal utilizaremos como tasa de descuento el costo de capital ($WACC$ o $k_o = 3,78\%$) y la siguiente ecuación:

$$VT = \frac{FCL_{2025}}{k_o} = \frac{2.033 \text{ MUF}}{3,78\%} = 53.783 \text{ MUF}$$

Con el valor terminal obtenido anteriormente, calcularemos el valor presente a diciembre 2019 de los flujos de caja libre, utilizando la siguiente ecuación:

$$VP = \frac{FCL_{2020}}{(1+k_o)^1} + \frac{FCL_{2021}}{(1+k_o)^2} + \frac{FCL_{2022}}{(1+k_o)^3} + \frac{FCL_{2023}}{(1+k_o)^4} + \frac{FCL_{2024} + VT}{(1+k_o)^5}$$

$$VP = \frac{867}{(1+3,78\%)^1} + \frac{876}{(1+3,78\%)^2} + \frac{886}{(1+3,78\%)^3} + \frac{896}{(1+3,78\%)^4} + \frac{2.033+53.783}{(1+3,78\%)^5}$$

$$VP = 49.579 \text{ MUF}$$

8. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

En base a la metodología utilizada previamente, la valoración de Concha y Toro tiene los resultados que se muestran en la tabla 92:

Tabla 92: Valoración económica Concha y Toro

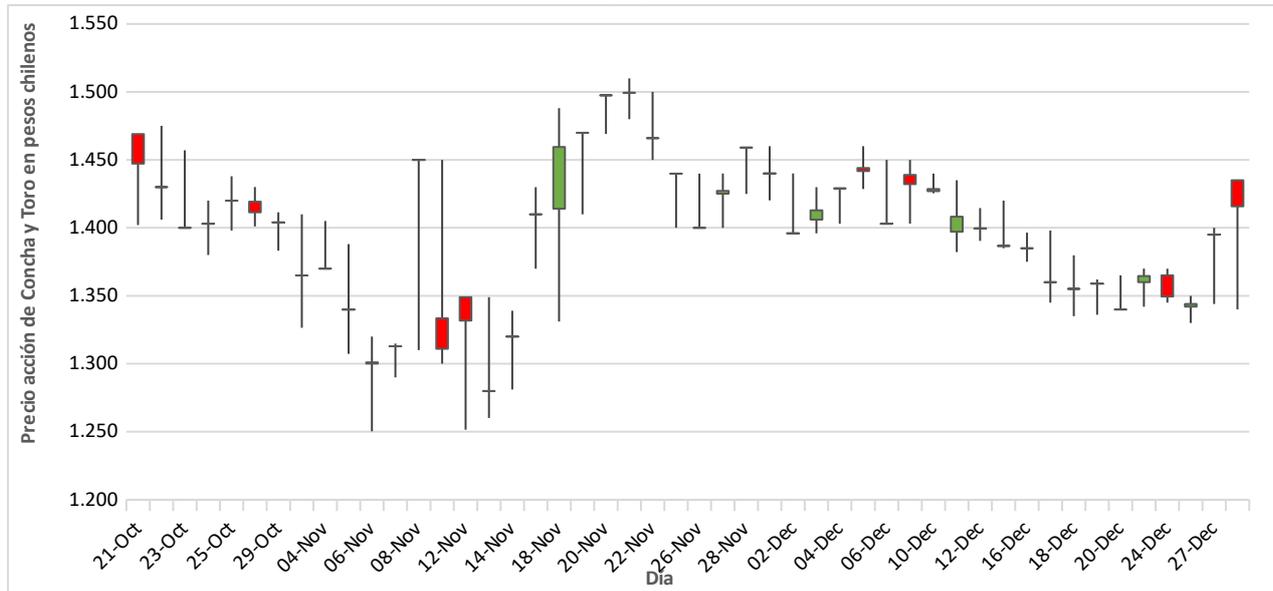
Valoración Económica en M\$	Escenario base
VP FCF + VT	49.579
Déficit capital de trabajo operativo neto (CTON)	-37
Activos prescindibles	3.448
Valor total de activos	52.991
Deuda financiera 2019	-12.321
Patrimonio económico	40.669
Patrimonio contable - diciembre 2019	20.983
Número de acciones	747.005.982
Precio acción proyectado en UF	0,05
Precio acción proyectado en CLP	1.541,3
Precio acción (al 30 dic. 2019, en CLP)	1.415,8
Diferencia precios (%)	8,9%

Fuente: Elaboración propia.

La valoración obtenida nos muestra que el precio de la acción estimado es 8,9% superior al observado el 30 de diciembre de 2019, lo cual se considera aceptable, dada la metodología de Flujo de Caja Descontado utilizada.

Con el fin de entregar mayores antecedentes respecto de la variación del precio de la acción de Concha y Toro durante el último trimestre del 2019, en el gráfico de velas, figura 17, se muestra la variación de precios en dicho periodo. El precio de cierre máximo fue de \$1.499,4 CLP, mínimo de \$1.280 CLP, promedio de \$1.397,3 CLP y desviación estándar \$51,2 CLP. Asimismo, durante varios días el precio tuvo caídas importantes, exceptuando aquella a mediados de noviembre, la cual fue al alza. Lo anterior refleja el mayor grado de incertidumbre existente en el mercado, luego de la crisis iniciada el 18 de octubre.

Figura 17: Precios de la acción de Concha y Toro, periodo 18 octubre a 30 de diciembre 2019



Fuente: Bolsa de comercio de Santiago. Datos del 18 de octubre 2019 a 31 de diciembre de 2019.

8.1. Sensibilización de la valoración

Con el fin de ver el efecto de la variación de ciertas variables sobre la valoración, realizaremos las siguientes sensibilizaciones.

8.1.1. Sensibilización de beta a diciembre 2019

Para visualizar cómo repercute un valor de beta con deuda diferente en la valoración, tomaremos la serie de precios del IGPA y de la acción de Concha y Toro de los dos últimos años para el periodo diciembre 2017 (29 de diciembre 2017) a diciembre 2019 (27 de diciembre 2019), obteniendo el resultado que se muestra en la tabla 93.

Tabla 93: Cálculo de beta. Periodo diciembre 2017 a diciembre 2019.

Ítem	2019
Beta de la acción	0,43
P-value	0,00***
Observaciones	104
R ²	7,24%
Presencia bursátil acción	100%

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%

Este beta a diciembre contempla los efectos de la crisis social iniciada en Chile en el último trimestre del año 2019, siendo menor al utilizado previamente. Es por esto que, manteniendo

todo lo demás constante, el nuevo beta patrimonial sin deuda de la empresa ($\beta_p^{s/d}$), utilizando la ecuación de Rubinstein, es 0,39.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$
$$0,43 = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 31,10\% \right] - 0,23 \cdot (1 - 27\%) \cdot 31,10\%$$
$$\beta_p^{s/d} = 0,39$$

Luego, con este resultado, aplicamos nuevamente la ecuación de Rubinstein para obtener el beta patrimonial con deuda objetivo:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$
$$\beta_p^{c/d} = 0,39 \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 30,36\% \right] - 0,23 \cdot (1 - 27\%) \cdot 30,36\%$$
$$\beta_p^{c/d} = 0,43$$

A continuación, a través de CAPM obtenemos el valor del costo patrimonial (K_p), usando el valor del beta patrimonial con deuda objetivo ($\beta_p^{c/d} = 0,43$) encontrado:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$
$$K_p = 0,8\% + 0,43 \cdot 5,89\%$$
$$K_p = 3,33\%$$

Como consecuencia, el costo de capital (K_o) de Viña Concha y Toro, a través del modelo de Costo Capital Promedio Ponderado es el siguiente:

$$K_o = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$
$$K_o = 3,33\% \cdot 76,72\% + 2,15\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 23,28\%$$
$$K_o = 2,92\%$$

Como podemos ver, el costo de capital obtenido parece ser muy bajo con comparación con el 3,78% usado originalmente, pues incorpora variables que se encuentran alteradas debido a los acontecimientos del último trimestre del año 2019 (crisis social). Para ver su efecto sobre la valoración de la empresa, tenemos la tabla 94.

Tabla 94: Valoración económica con beta a diciembre 2019

Valoración Económica en M\$	Beta sensibilizado	Escenario base
VP FCF + VT	65.333	49.579
Déficit capital de trabajo operativo neto (CTON)	-37	-37
Activos prescindibles	3.448	3.448
Valor total de activos	68.744	52.991
Deuda financiera 2019	-12.321	-12.321
Patrimonio económico	56.423	40.669
Patrimonio contable - diciembre 2019	20.983	20.983
Número de acciones	747.005.982	747.005.982
Precio acción evaluado (en UF)	0,08	0,05
Precio acción evaluado (en CLP)	2.138	1.541
Precio acción (30 dic 2019, en CLP)	1.415,80	1.415,80
Diferencia precios (%)	51,0%	8,9%

Fuente: Elaboración propia.

Como observamos en la tabla 94, el valor presente de los flujos resulta ser mayor al original, debido a un menor costo de capital. Esto hace que el patrimonio económico aumente y, al tener el mismo número de acciones, el precio por acción resultante es 51% superior a aquel real observado el 30 de diciembre de 2019, razón por la cual esta valoración fue descartada.

8.1.2. Sensibilización con costo de capital y datos a septiembre 2019

Con el fin de precisar la valoración económica de Concha y Toro a septiembre 2019, en primer lugar, obtendremos el costo de capital con los siguientes datos:

- Tasa libre de riesgo (R_f) de 0,39% correspondiente a la TIR del 27 de septiembre 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 6,46% para Chile, el cual ha sido provisto por Damoradan, a julio 2019.
- Tasa de impuesto: 27%, dado que Concha y Toro se encuentra acogido al régimen parcialmente integrado desde el año comercial 2018 y siguientes.
- Costo de la deuda (K_b) de 1,16% correspondiente a la TIR del 30 de septiembre de 2019 del bono de Concha y Toro en UF, de más largo plazo (BCTOR-T)

La estructura de capital que utilizaremos para desapalancar es aquella que corresponde al promedio de los últimos 2 años y aquella que se utiliza para apalancar es calculada como el promedio de los últimos cinco años, ambas cuya fecha de corte es septiembre 2019, tal como se puede ver en las tablas 95 a 97.

Tabla 95: Deuda financiera en miles de UF a septiembre 2019

Cuentas		Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018	Septiembre 2019
		MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Préstamos de entidades financieras	Corriente	2.419	3.037	3.570	4.252	5.112
	No Corriente	3.271	1.004	993	969	511
Obligaciones con el Público	Corriente	527	533	625	864	383
	No Corriente	3.000	4.500	5.333	3.667	5.140
Deuda Financiera (B)		9.217	9.074	9.751	10.521	11.145
% Préstamos de entidades financieras		61,7%	44,5%	53,5%	43,4%	50,4%
% Obligaciones con el Público		38,3%	55,5%	46,5%	56,6%	49,6%

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A.

Tabla 96: Patrimonio económico en miles de UF a septiembre 2019

	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre 2018	Septiembre 2019
Número de acciones	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982
Precio de acción al cierre	0,041	0,041	0,043	0,048	0,052
Patrimonio económico (P)	30.939	30.475	32.464	35.978	38.591

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A.

Tabla 97: Estructura de capital en miles de UF a septiembre 2019

	Diciembre 2015	Diciembre 2016	Diciembre 2017	Septiembre e 2018	Septiembre 2019	Media 2 años	Media 5 años
B/P	29,79%	29,77%	30,04%	29,24%	28,88%	29,06%	29,54%
P/V	77,05%	77,06%	76,90%	77,37%	77,59%	77,48%	77,20%
B/V	22,95%	22,94%	23,10%	22,63%	22,41%	22,52%	22,80%

Fuente: Estados Financieros Concha y Toro S.A.

Utilizando el modelo de CAPM, se estima el beta de la deuda (β_d) de Viña Concha y Toro a través de la siguiente ecuación:

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

$$1,16\% = 0,39\% + \beta_d \cdot 6,46\%$$

$$\beta_d = 0,12$$

Con los datos anteriores podemos obtener el nuevo beta patrimonial sin deuda de la empresa ($\beta_p^{s/d}$), utilizando la ecuación de Rubinstein:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$0,62 = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 29,06\% \right] - 0,12 \cdot (1 - 27\%) \cdot 29,06\%$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,53$$

Posteriormente, aplicamos nuevamente la ecuación de Rubinstein para obtener el beta patrimonial con estructura de capital objetivo:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,53 \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 29,54\% \right] - 0,12 \cdot (1 - 27\%) \cdot 29,54\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,62$$

A continuación, a través de CAPM, obtenemos el valor del costo patrimonial (K_p):

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

$$K_p = 0,39\% + 0,62 \cdot 6,46\%$$

$$K_p = 4,4\%$$

Finalmente, para obtener el costo de capital a través del modelo de Costo Capital Promedio Ponderado, utilizaremos la siguiente ecuación:

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

$$K_0 = 4,4\% \cdot 77,2\% + 1,16\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 22,8\%$$

$$K_0 = 3,59\%$$

Con dicha tasa, podemos obtener la valoración económica que se visualiza en la tabla 98.

Tabla 98: Valoración económica con WACC y datos a septiembre 2019

Valoración Económica en M\$	Costo de capital y datos sensibilizada	Escenario base
VP FCF + VT	52.407	49.579
Déficit capital de trabajo operativo neto (CTON)	-37	-37
Activos prescindibles	3.448	3.448
Valor total de activos	55.818	52.991
Deuda financiera 2019	-12.321	-12.321
Patrimonio económico	43.497	40.669
Patrimonio contable - diciembre 2019	20.983	20.983
Número de acciones	747.005.982	747.005.982
Precio acción evaluado (en UF)	0,06	0,05
Precio acción evaluado (en CLP)	1.648	1.541
Precio acción (30 dic 2019, en CLP)	1.415,80	1.415,80
Diferencia precios (%)	16,4%	8,9%

Fuente: Elaboración propia.

Como vemos en la tabla anterior, al sensibilizar la valoración económica con un costo de capital y todos los datos de su cálculo a septiembre 2019, el precio estimado de la acción de Concha y Toro es 16,4% superior al observado el 30 de diciembre de 2019.

8.1.3. Sensibilización de PRM

En este caso, dejando todo lo demás como originalmente fue calculado, sensibilizamos a través del uso de un premio por riesgo de mercado igual a 6,79%, provisto por el promedio de cuatro modelos de cálculo de PRM, según análisis de tasas de PRM para Chile de 2019. Los datos utilizados para dicho cálculo contemplan el periodo enero 2000 – marzo 2019, con el objeto de hacerlo comparable con estimaciones internacionales.

Lo anterior debido a que nos encontramos con la problemática que Concha y Toro no es una empresa que produce y vende exclusivamente en Chile, sino que produce en Chile, Argentina y Estados Unidos y realiza ventas en más de 150 países.

Por otro lado, el riesgo país de Chile durante el último trimestre del 2019 se vio elevado debido a los acontecimientos ocurridos desde el 18 de octubre, lo cual repercute en el valor de su spread de deuda soberana. Es por esto que con el fin de excluir dicho fenómeno utilizaremos el PRM promedio (6,79%) obtenido a través de los modelos aplicados según Campbell y Shiller (7,15%), Damodaran (6,95%), Goldman-Sachs (6,40%) y Erb, Harvey y Viskants (6,67%), según lo explicitado en el "Informe Final: Metodología de cálculo para la tasa de actualización de una empresa eficiente de distribución eléctrica" (Le Fort Economía y Finanzas, Noviembre 2019).

Para ver su efecto en la valoración, en primer lugar, obtendremos un nuevo beta de la deuda, utilizando el modelo de CAPM y aplicando el PRM sensibilizado, a través de la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned}K_b &= R_f + \beta_d \cdot PRM \\2,15\% &= 0,8\% + \beta_d \cdot 6,79\% \\ \beta_d &= 0,20\end{aligned}$$

Con los datos anteriores podemos obtener el nuevo beta patrimonial sin deuda de la empresa ($\beta_p^{s/d}$), utilizando la ecuación de Rubinstein:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$
$$0,62 = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 31,10\% \right] - 0,20 \cdot (1 - 27\%) \cdot 31,10\%$$
$$\beta_p^{s/d} = 0,54$$

Posteriormente, aplicamos nuevamente la ecuación de Rubinstein para obtener el beta patrimonial con deuda objetivo:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$
$$\beta_p^{c/d} = 0,54 \cdot \left[1 + (1 - 27\%) \cdot 30,36\% \right] - 0,20 \cdot (1 - 27\%) \cdot 30,36\%$$
$$\beta_p^{c/d} = 0,62$$

A continuación, a través de CAPM, obtenemos el valor del costo patrimonial (K_p):

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$
$$K_p = 0,8\% + 0,62 \cdot 6,79\%$$
$$K_p = 5,01\%$$

Como consecuencia, el costo de capital (K_o) de Viña Concha y Toro, a través del modelo de Costo Capital Promedio Ponderado y utilizando los valores de costo patrimonial obtenido ($K_p = 3,33\%$), 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 ($t_c = 27\%$), se obtiene:

$$K_o = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$
$$K_o = 5,01\% \cdot 76,72\% + 2,15\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 23,28\%$$
$$K_o = 4,21\%$$

En este caso el costo de capital obtenido es mayor al originalmente encontrado y su impacto en la valoración se presenta en la tabla 99.

Tabla 99: Valoración económica con PRM sensibilizado

Valoración Económica en M\$	PRM sensibilizado	Escenario base
VP FCF + VT	44.128	49.579
Déficit capital de trabajo operativo neto (CTON)	-37	-37
Activos prescindibles	3.448	3.448
Valor total de activos	47.540	52.991
Deuda financiera 2019	-12.321	-12.321
Patrimonio económico	35.218	40.669
Patrimonio contable - diciembre 2019	20.983	20.983
Número de acciones	747.005.982	747.005.982
Precio acción evaluado (en UF)	0,05	0,05
Precio acción evaluado (en CLP)	1.335	1.541
Precio acción (30 dic 2019, en CLP)	1.415,8	1.415,8
Diferencia precios (%)	-5,7%	8,9%

Fuente: Elaboración propia.

En este caso, el utilizar un PRM mayor a 5,89% eleva el costo de capital originalmente obtenido, disminuyendo el valor presente de los flujos y, dado el mismo número de acciones, obtenemos un precio por acción que es 5,7% menor a aquel observado el 30 de diciembre de 2019. Por lo anterior, este nuevo PRM también podría ser un buen proxy para realizar nuestra valoración.

8.1.4. Sensibilización de costo de venta

En línea con el plan estratégico de la empresa, de obtener un margen operacional entre un 16% y 16,5% en el año 2022, es que realizaremos un análisis de cuánto ha sido la baja de la proporción del costo de venta sobre los ingresos durante el periodo 2017 a 2019, y cuánto debería bajar anualmente al año 2022 para alcanzar un margen operacional de 16%, manteniendo todos los supuestos del resto de los costos operacionales que explicamos en el punto 7.2.2.1 del documento. Como referencia para el análisis anterior utilizaremos la tasa de crecimiento promedio anual compuesto (CAGR, en inglés). Los resultados se muestran en la tabla 100.

Tabla 100: Tasa de crecimiento promedio anual compuesto de los costos de venta sobre los ingresos

% Costo de ventas sobre ingresos	CAGR 2017 A 2019	CAGR proyectado 2022
Reportado	-2,95%	-1,57%
Ajustado	-2,79%	-1,56%

Fuente: Elaboración propia.

La tabla 100, muestra que el costo de ventas sobre ingresos reportado ha tenido una disminución de -2,95%, mientras que el ajustado un -2,79%. También se puede observar que para llegar a un margen operacional de 16% en 2022 (manteniendo los supuestos de los otros costos operacionales), es necesario que los costos de venta sobre ingresos disminuyan a una tasa anual

compuesta de 1,57% para el caso de los EE.RR reportado y 1,56% para el EE.RR ajustado. En conclusión, para la proyección de los costos de ventas, debido a que el costo de ventas sobre ingresos para el año 2019 posee poca diferencia entre el EE.RR. reportado y ajustado (-63,26% vs -63,25%, respectivamente), aplicaremos el CAGR proyectado de los costos de venta sobre ingresos, sobre el costo de ventas de 2019 reportado (es decir, aplicaremos al -63,26% una disminución de -1,57% anual), con el fin de alcanzar un 16% de margen operacional (asumiendo el cumplimiento del plan estratégico), manteniendo dicho ratio para los años 2023 y 2024.

El resumen de la proyección de costos de ventas se observa en la tabla 101, tanto en porcentaje sobre la venta como en miles de UF. Así, vemos que para obtener un margen operacional de 16% en 2022 el costo de venta sobre ingresos debe ser -60,33% en dicho año.

Tabla 101: Proyección de costos de venta sobre ingresos y en miles de UF

Costo de ventas	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
% Costo de ventas sobre ingresos	-62,26%	-61,29%	-60,33%	-60,33%	-60,33%
Costo de ventas (MUF)	-15.583	-15.595	-15.614	-15.889	-16.176

Fuente: Elaboración propia.

Al tener un costo de ventas que resulta ser decreciente y menor al originalmente proyectado, la utilidad de la empresa aumenta, repercutiendo en un mayor flujo de caja libre, como se muestra en la tabla 102.

Tabla 102: Diferencias en flujo de caja libre

Flujo de caja libre	Diciembre 2020	Diciembre e 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024	Diciembre 2025
Utilidades netas (original)	1.761	1.789	1.819	1.849	1.881	1.881
Flujo de caja libre (original)	867	876	886	896	2.033	2.033
Utilidades netas (sensibilizado)	2.320	2.528	2.741	2.787	2.835	2.835
Flujo de caja libre (sensibilizado)	1.426	1.615	1.808	1.834	2.987	2.987

Fuente: Elaboración propia.

Al descontar dichos flujos al costo de capital originalmente utilizado ($K_0=3,78\%$), el valor presente resultante es mucho mayor al previamente encontrado y, como este se divide en el mismo número de acciones, el precio obtenido es 74,7% superior al existente el 30 de diciembre de 2019, como podemos ver en la tabla 103.

Tabla 103: Valoración económica con costo de venta sensibilizado

Valoración Económica en M\$	Costo de venta sensibilizado	Escenario base
VP FCF + VT	74.193	49.579
Déficit capital de trabajo operativo neto (CTON)	-37	-37
Activos prescindibles	3.448	3.448
Valor total de activos	77.604	52.991
Deuda financiera 2019	-12.321	-12.321
Patrimonio económico	65.283	40.669
Patrimonio contable - diciembre 2019	20.983	20.983
Número de acciones	747.005.982	747.005.982
Precio acción evaluado (en UF)	0,09	0,05
Precio acción evaluado (en CLP)	2.474	1.541
Precio acción (30 dic 2019, en CLP)	1.415,80	1.415,8
Diferencia precios (%)	74,7%	8,9%

Fuente: Elaboración propia.

Es por lo anterior que dicho resultado fue descartado y no se contempló el alcance de meta de margen operacional (16% en el año 2022) planteado por la empresa.

9. 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 que se ha desarrollado en este documento, el método de Flujo de Caja Descontado (FCD).

Respecto al método de FCD, al definir un claro esquema de trabajo, fase por fase, es posible considerar las variables previamente expuestas, notando que no solo sus acciones en su Plan Estratégico tienen una repercusión importante, sino que el conflicto social del último trimestre del año 2019 efectivamente jugó un rol fundamental en la fijación del precio de la acción de Concha y Toro, por lo que fue necesario extraer dicho efecto de nuestras estimaciones, obteniendo un valor estimado por acción de \$1.541,3, el cual es 8,9% superior a aquel existente al 30 de diciembre de 2019 (\$1.415,8). Con el fin de saber cómo influye el incluir un beta afectado por la crisis social, una tasa de costo de capital con datos a septiembre 2019, un PRM obtenido como un promedio de cuatro modelos diferentes (debido a que Concha y Toro es una empresa internacional) y el cumplimiento de un margen operacional del 16% en el año 2022 por parte de la empresa (meta de plan estratégico), realizamos diversas sensibilizaciones al modelo, sólo siendo plausible aquella de PRM de cuatro modelos y un costo de capital con datos a septiembre 2019, manteniendo todo lo demás constante.

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.

10. ANEXOS

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

Tabla 104: 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 Participaciones 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.

10.2. Comparativo del volumen y valor total exportado entre industria chilena y empresa Concha y Toro

Tabla 105: Comparativo volumen total de exportaciones 2014 - 2019

Volumen total (mill. Litros)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Industria chilena	796	875	906	940	845	868
Concha y Toro	202	209	219	215	181	190
Variación industria		9.9%	3.5%	3.8%	-10.1%	2.7%
Variación Concha y Toro		3.5%	4.8%	-1.8%	-15.8%	5.0%

Fuente: Odepa con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas y estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Tabla 106: Comparativo valor total de exportaciones 2014 - 2019

Valor total (Mill USD)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Industria chilena	1,834	1,844	1,844	2,006	1,984	1,921
Concha y Toro	879	821	899	954	821	838
Variación industria		0.5%	0.0%	8.8%	-1.1%	-3.2%
Variación Concha y Toro		-6.6%	9.5%	6.1%	-13.9%	2.1%

Fuente: Odepa con antecedentes del Servicio Nacional de Aduanas y estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

10.3. Exportaciones de vinos (con denominación de origen y granel) por país de destino (volumen)

Tabla 107: Exportaciones de vinos por país de destino (volumen)

País	Volumen (miles de litros) (1)				
	2014	2015	2016	2017	2018
China	136.289	146.396	135.152	133.852	159.727
Brasil	33.852	37.436	42.407	49.408	49.597
Reino Unido	105.937	102.841	105.437	102.850	106.807
Japón	66.733	73.458	73.267	80.389	73.895
Estados Unidos	111.832	107.523	128.481	125.491	91.852
Holanda	30.225	28.750	33.796	39.396	39.231
Canadá	35.752	35.051	41.726	29.271	25.827
Corea del Sur	8.390	8.467	8.558	8.445	10.040
Irlanda	12.889	13.623	14.931	14.489	14.417
México	-	-	-	19.121	23.108
Dinamarca	23.003	23.589	22.757	9.323	7.658
SUB - TOTAL	564.902	577.134	606.512	612.035	602.159
OTROS PAÍSES	231.529	297.899	299.816	327.505	242.541
TOTAL	796.431	875.033	906.328	939.540	844.700

Fuente: Odepa con información del Servicio Nacional de Aduanas.

- (1) Boletín del vino de enero y febrero 2020 de ODEPA no posee datos de exportaciones por país de destino de vino a granel para el año 2019, por lo que no se puede realizar una suma consolidada y, por tanto, su análisis.

10.4. Exportaciones de vinos (con denominación de origen y granel) por país de destino (valor en miles de USD FOB)

Tabla 108: Exportaciones de vinos por país de destino (valor en miles de USD FOB)

País	Valor (miles de USD FOB) (1)				
	2014	2015	2016	2017	2018
China	167.661	216.671	243.329	317.031	345.094
Brasil	109.207	111.594	120.518	143.228	142.415
Reino Unido	223.966	206.693	187.391	177.689	199.165
Japón	145.556	166.890	157.282	173.572	162.467
Estados Unidos	198.357	203.008	202.732	211.044	180.753
Holanda	98.637	82.720	96.078	100.727	102.971
Canadá	78.732	74.824	80.323	77.710	76.321
Corea del Sur	37.055	38.003	37.675	36.767	42.452
Irlanda	43.173	39.374	42.503	43.215	46.133
México	-	-	-	40.142	48.148
Dinamarca	56.457	53.987	50.097	10.975	11.134
SUB - TOTAL	1.158.801	1.193.764	1.217.928	1.332.100	1.357.053
OTROS PAÍSES	675.460	649.761	625.581	674.254	626.547
TOTAL	1.834.261	1.843.525	1.843.509	2.006.354	1.983.600

Fuente: Odepa con información del Servicio Nacional de Aduanas.

- (1) Boletín del vino de enero y febrero 2020 de ODEPA no posee datos de exportaciones por país de destino de vino a granel para el año 2019, por lo que no se puede realizar una suma consolidada y, por tanto, su análisis.

10.5. Principales consumidores, productores, exportadores e importadores de vino en el mundo, periodo 2014-2018

10.5.1. Principales consumidores

Tabla 109: Principales países consumidores de vino en el mundo

Millones de hectolitros	2014	2015	2016	2017	2018
USA	30,6	30,9	31,7	32,6	33
France	27,5	27,3	27,1	27	26,8
Italy	19,5	21,4	22,4	22,6	22,4
Germany	20,3	20,5	20,2	19,7	20
China	17,4	18,1	19,2	19,3	17,6
United Kingdom	12,6	12,7	12,9	12,7	12,4
Russia	11,1	10,8	10,5	11,1	11,9
Spain	9,8	9,8	9,9	10,5	10,5
Argentina	9,9	10,3	9,4	8,9	8,4
Australia	5,4	5,5	5,4	5,9	6
Portugal	4,3	4,8	4,7	5,2	5,5
Canada	4,6	4,8	5	5	4,9
Romania	4,7	4	3,8	4,1	4,5
South Africa	4	4,3	4,4	4,5	4,3
Netherlands	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5
Japan	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Brazil	3,2	3,3	3,1	3,3	3,3
Belgium	2,7	3	3	3	3
Switzerland	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6
Hungary	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4
Austria	3	2,4	2,4	2,4	2,4
Sweden	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3
Chile	3	2,6	2,4	2,3	2,3
Greece	2,6	2,4	2,3	2,3	2,1
Czech Republic	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8
Denmark	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5
Poland	1	1,1	1,1	1,2	1,2
Mexico	0,9	0,8	1,1	1,1	1,2
Croatia	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1
Serbia	1,1	1	1	1,1	1,1
Bulgaria	0,9	1	1	0,9	1
World	241	243	244	246	246

Fuente: Reporte estadístico de International Organisation of Vine and Wine (OIV) 2019.

10.5.2. Principales productores

Tabla 110: Principales productores de vino en el mundo

Millones de hectolitros	2014	2015	2016	2017	2018
Italy	44,2	50	50,9	42,5	54,8
France	46,5	47	45,3	36,3	48,6
Spain	39,5	37,7	39,7	32,5	44,4
USA	23,1	21,7	23,7	23,3	23,9
Argentina	15,2	13,4	9,4	11,8	14,5
Chile	9,9	12,9	10,1	9,5	12,9
Australia	11,9	11,9	13,1	13,7	12,9
Germany	9,2	8,8	9	7,5	10,3
South Africa	11,5	11,2	10,5	10,8	9,5
China	13,5	13,3	13,2	11,6	9,1
Portugal	6,2	7	6	6,7	6,1
Russia	5,1	5,6	6,6	5,8	5,5
Romania	3,7	3,6	3,3	4,3	5,1
Hungary	2,4	2,8	2,8	3,2	3,6
Brazil	2,6	2,7	1,3	3,6	3,1
New Zealand	3,2	2,3	3,1	2,9	3
Austria	2	2,3	2	2,5	2,8
Greece	2,8	2,5	2,5	2,6	2,2
Ukraine	1,5	1,1	1,1	1,9	2
Moldova	1,6	1,6	1,5	1,8	1,9
Switzerland	0,9	0,9	1,1	0,8	1,1
Bulgaria	0,8	1,4	1,2	1,2	1
World	270	275	270	249	292

Fuente: Reporte estadístico de International Organisation of Vine and Wine (OIV) 2019.

10.5.3. Principales exportadores

Tabla 111: Principales exportadores de vino en el mundo

Millones de hectolitros	2014	2015	2016	2017	2018
Spain	23	24,7	22,6	23	21,1
Italy	20,4	20	20,6	21,2	19,7
France	14,3	13,9	14,1	15	14,1
Chile	8,1	8,8	9,1	9,4	9,3
Australia	7	7,4	7,3	7,8	8,6
South Africa	4,2	4,2	4,3	4,5	5,3
Germany	4,2	3,9	3,6	3,8	3,7
USA	4	4,2	3,8	3,5	3,5
Portugal	2,8	2,8	2,8	3	3
Argentina	2,6	2,7	2,6	2,2	2,8
New Zealand	1,9	2,1	2,1	2,6	2,6
Moldova	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4
World	104	106	104	108	108

Fuente: Reporte estadístico de International Organisation of Vine and Wine (OIV) 2019.

10.5.4. Principales importadores

Tabla 112: Principales importadores de vino en el mundo

Millones de hectolitros	2014	2015	2016	2017	2018
Germany	15,5	15,4	14,9	15,2	14,7
United Kingdom	13,4	13,6	13,6	13,3	13,2
USA	10,8	11	11,1	12,1	11,5
France	6,9	7,6	7,8	7,8	7,1
China	3,8	5,6	6,4	7,5	6,9
Canada	3,8	4,1	4,2	4,2	4,2
Netherlands	3,8	3,8	4,5	4,4	4,2
Russia	4,7	4	4	4,5	4,1
Belgium	3,1	3,1	3,1	3,1	3
Japan	2,7	2,8	2,7	2,8	2,6
Italy	2,8	2,9	1,7	2,1	2,1
Sweden	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1
Portugal	2,3	2,2	1,8	2,1	1,9
Switzerland	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8
World	103	104	104	108	107

Fuente: Reporte estadístico de International Organisation of Vine and Wine (OIV) 2019.

10.5.5. Importaciones de Mexico, Brasil y Dinamarca

Tabla 113: Importaciones de Mexico, Brasil y Dinamarca

Millones de hectolitros	2014	2015	2016	2017	2018
Mexico	0,54	0,60	0,68	0,72	0,89
Brazil	0,81	0,82	0,92	1,26	1,17
Denmark	1,89	1,84	1,81	1,73	1,80

Fuente: Estudios de mercado de Ices España 2018 y 2019. Instituto brasileiro do vino (Ibravin) 2019.

10.6. Proyecciones acorde a PIB proyectado

Tabla 114: Proyección PIB según Fondo Monetario Internacional

PIB proyectado por país	2019	2020	2021	2022	2023	2024
USA	2,4%	2,1%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
France	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%
Italy	0,0%	0,5%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Germany	0,5%	1,2%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
China	6,1%	5,8%	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%
United Kingdom	1,2%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Russia	1,1%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%
Spain	2,2%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
Argentina	-3,1%	-1,3%	1,4%	2,3%	3,1%	3,2%
Australia	1,7%	2,3%	2,6%	2,7%	2,7%	2,6%
Portugal	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Canada	1,5%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Romania	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
South Africa	0,7%	1,1%	1,4%	1,8%	1,8%	1,8%
Netherlands	1,8%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Japan	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Brazil	0,9%	2,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%
Belgium	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%
Switzerland	0,8%	1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Hungary	4,6%	3,3%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%
Austria	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
Sweden	0,9%	1,5%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%
Chile	2,5%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,2%
Greece	2,0%	2,2%	1,7%	1,3%	0,9%	0,9%
Czech Republic	2,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%
Denmark	1,7%	1,9%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%
Poland	4,0%	3,1%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%
Mexico	0,4%	1,3%	1,9%	2,1%	2,3%	2,4%
Croatia	3,0%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%
Serbia	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Bulgaria	3,7%	3,2%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

10.7. Consumo mundial según PIB proyectado

Tabla 115: Consumo mundial según PIB el proyectado por FMI (volumen)

Millones de hectolitros	Grupo	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
USA	USA	30,6	30,9	31,7	32,6	33,0	33,8	34,5	35,1	35,6	36,2	36,8
France	Exportación	27,5	27,3	27,1	27,0	26,8	27,1	27,5	27,8	28,2	28,6	29,0
Italy	Exportación	19,5	21,4	22,4	22,6	22,4	22,4	22,5	22,7	22,9	23,0	23,1
Germany	Exportación	20,3	20,5	20,2	19,7	20,0	20,1	20,3	20,6	20,9	21,1	21,4
China	Exportación	17,4	18,1	19,2	19,3	17,6	18,7	19,8	20,9	22,1	23,4	24,6
United Kingdom	Exportación	12,6	12,7	12,9	12,7	12,4	12,5	12,7	12,9	13,1	13,3	13,5
Russia	Exportación	11,1	10,8	10,5	11,1	11,9	12,0	12,3	12,5	12,8	13,0	13,2
Spain	Exportación	9,8	9,8	9,9	10,5	10,5	10,7	10,9	11,1	11,3	11,5	11,7
Argentina	Argentina	9,9	10,3	9,4	8,9	8,4	8,1	8,0	8,1	8,3	8,6	8,9
Australia	Exportación	5,4	5,5	5,4	5,9	6,0	6,1	6,2	6,4	6,6	6,8	6,9
Portugal	Exportación	4,3	4,8	4,7	5,2	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0	6,0
Canada	Exportación	4,6	4,8	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,2	5,2	5,3	5,4
Romania	Exportación	4,7	4,0	3,8	4,1	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	5,3	5,5
South Africa	Exportación	4,0	4,3	4,4	4,5	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6	4,7
Netherlands	Exportación	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8
Japan	Exportación	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6
Brazil	Exportación	3,2	3,3	3,1	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7
Belgium	Exportación	2,7	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2
Switzerland	Exportación	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8
Hungary	Exportación	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9
Austria	Exportación	3,0	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6
Sweden	Exportación	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6
Chile	Chile	3,0	2,6	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
Greece	Exportación	2,6	2,4	2,3	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3
Czech Republic	Exportación	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1
Denmark	Exportación	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Poland	Exportación	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Mexico	Exportación	0,9	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Croatia	Exportación	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3
Serbia	Exportación	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4
Bulgaria	Exportación	0,9	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
Total mayores consumidores		218,8	221,7	223,0	225,4	224,5	228,2	232,5	237,1	241,8	246,6	251,5
Crecimientos			1,33%	0,59%	1,08%	-0,40%	1,65%	1,86%	1,98%	1,99%	1,99%	1,99%

Fuente: elaboración propia.

10.7.1. Importancia relativa de cada segmento operativo de la empresa Concha y Toro (volumen)

Tabla 116: Importancia relativa de cada segmento operativo de Concha y Toro (volumen) 2014 – 2019

País	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Mercados de Exportación (2)	67%	68%	67%	68%	61%	63%
Chile Mercado Doméstico - Vino	21%	21%	22%	21%	23%	22%
Argentina Mercado Doméstico	2%	2%	2%	2%	2%	1%
Argentina Mercados Exportación (3)	3%	3%	3%	2%	1%	1%
USA Mercado Doméstico	6%	6%	5%	6%	12%	12%
USA Mercados Exportación (3)	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

Tabla 117: Importancia relativa de cada segmento operativo de exportación de Concha y Toro (volumen) 2014 – 2019

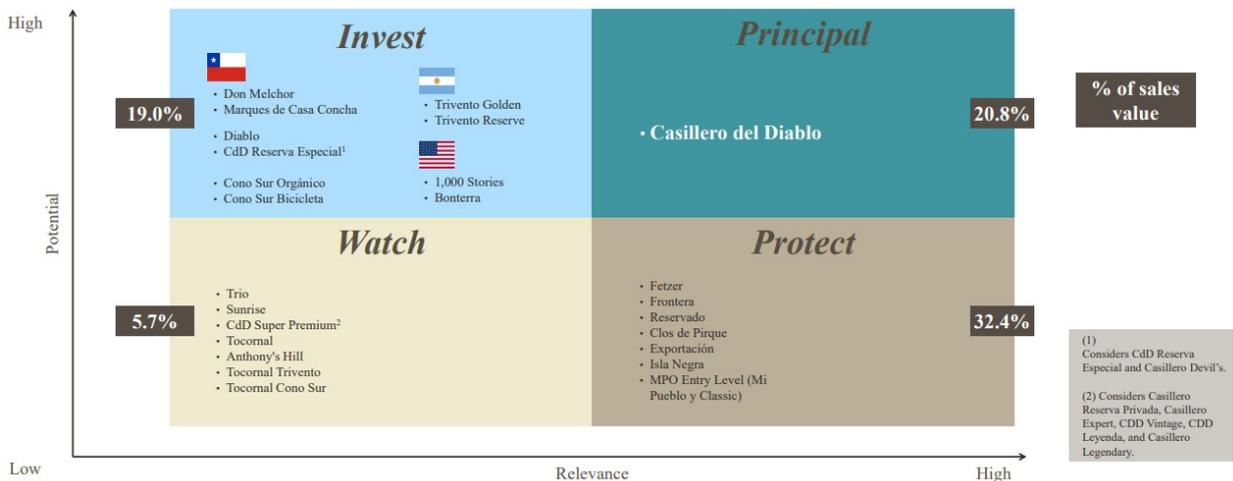
País	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Mercados de Exportación (2)	95%	95%	95%	96%	97%	97%
Argentina Mercados Exportación (3)	5%	4%	4%	3%	2%	2%
USA Mercados Exportación (3)	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados financieros auditados de Concha y Toro 2014 – 2019.

10.8. Categorías de marcas y ventas 2018 y 2019

10.8.1. Matriz de marcas y categorías

Figura 18: Matriz de marcas y categorías de Concha y Toro



Fuente: Investor presentation 4Q 2019 Concha y Toro

10.8.2. Ventas segmentadas en categorías de marcas

Tabla 118: Ventas segmentadas en categorías de marca diciembre 2019 y 2018

Categoría de marca	% Sobre total ventas		% Crecimiento ventas 2019	
	Dic 2018	Dic 2019	Valor	Volumen
Principal	19,7%	20,8%	12,9%	10,0%
Invest	16,7%	19,0%	21,5%	15,4%
Protect	32,1%	32,4%	7,8%	-0,3%
Watch	6,3%	5,7%	-2,9%	-6,7%
Other brands	25,2%	22,1%	-5,8%	-5,9%

Fuente: Investor presentation 4Q 2019 Concha y Toro

10.9. Estados de resultados ajustados Concha y Toro periodo 2016-2019

10.9.1. Estado de resultados ajustados en millones de UF

Tabla 119: Estado de resultados ajustados periodo 2016 a 2019

Estado de resultados abreviado - Ajustado	Millones de UF			
	12M16	12M17	12M18	12M19
Ingresos de actividades ordinarias	24,99	22,89	22,28	23,21
Costo de ventas	-15,65	-15,32	-14,79	-14,68
Ganancia bruta	9,34	7,57	7,49	8,53
Margen bruto	37,40%	33,10%	33,60%	36,80%
GAV*	-6,90	-5,23	-5,22	-5,73
Otros ingresos, gastos por función	0,17	0,08	0,01	-0,01
Ganancias de actividades operacionales	2,61	2,42	2,28	2,79
Margen operacional	10,40%	10,60%	10,20%	12,00%
Resultado no operacional	-0,16	0,07	0,05	-0,23
Ganancia (pérdida), antes de impuesto	2,45	2,48	2,33	2,55
Gasto por impuestos a las ganancias	-0,67	-0,51	-0,41	-0,60
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	0,02	0,02	0,04	0,03
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	1,76	1,96	1,88	1,92
Margen neto	7,10%	8,50%	8,50%	8,30%
EBITDA**	3,46	3,32	3,22	3,80
Margen EBITDA	13,90%	14,50%	14,50%	16,40%

Fuente: Presentaciones financieras 2016-2019 Concha y Toro

*GAV = costos de distribución + gastos de administración

**EBITDA = resultado operacional + depreciación + amortización

10.9.2. Estado de resultados ajustados, como proporción sobre el ingreso

Tabla 120: Estado de resultados ajustados, como proporción sobre el ingreso

Estado de resultados abreviado - Ajustado	% sobre los ingresos			
	12M16	12M17	12M18	12M19
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de ventas	-62,6%	-66,9%	-66,4%	-63,2%
Ganancia bruta	37,4%	33,1%	33,6%	36,8%
Margen bruto				
GAV*	-27,6%	-22,9%	-23,4%	-24,7%
Otros ingresos, gastos por función	0,7%	0,3%	0,0%	-0,1%
Ganancias de actividades operacionales	10,4%	10,6%	10,2%	12,0%
Margen operacional				
Resultado no operacional	-0,6%	0,3%	0,2%	-1,0%
Ganancia (pérdida), antes de impuesto	9,8%	10,8%	10,5%	11,0%
Gasto por impuestos a las ganancias	-2,7%	-2,2%	-1,9%	-2,6%
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	7,1%	8,5%	8,5%	8,3%
Margen neto				
EBITDA**	13,9%	14,5%	14,5%	16,4%
Margen EBITDA				

Fuente: Presentaciones financieras 2016-2019 Concha y Toro

*GAV = costos de distribución + gastos de administración

**EBITDA = resultado operacional + depreciación + amortización

10.10. Porcentaje de ventas de Concha y Toro por mercado, año 2019

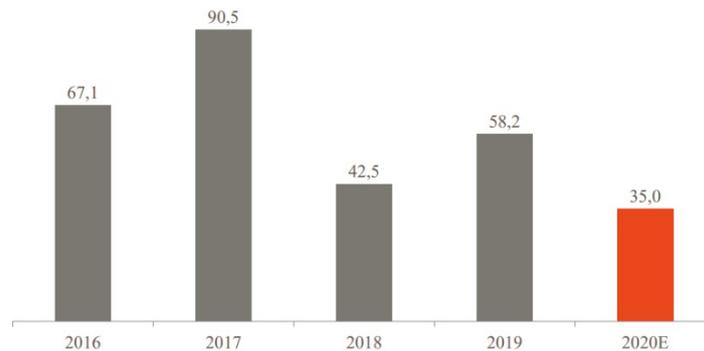
Figura 19: Mercados de Concha y Toro por prioridad, cantidad y porcentaje de ventas, año 2019



Fuente: Investor presentation 4Q 2019 Concha y Toro.

10.11. Evolución y proyección para 2020 de CAPEX de Concha y Toro

Figura 20: Evolución y proyección de CAPEX de Concha y Toro en millones de dólares, años 2016 a 2020



Fuente: Investor presentation 4Q 2019 Concha y Toro. CAPEX (Capital Expenditure), corresponde a inversión en infraestructura y capacidad productiva

11. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de Chile. (2019). *Informe de Política Monetaria Diciembre 2019*. Santiago de Chile.
- Comisión para el Mercado Financiero. (2019). *www.cmfchile.cl*. Retrieved 2020, from <http://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-19229.html>
- 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/>
- 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>
- 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
- Humphreys Clasificadora de Riesgo. (Septiembre 2019). *Clasificación Anual Viña Concha y Toro S.A.*
- ICR Chile. (2019). *Análisis de la industria vitivinícola chilena*. ICR Chile, Análisis sectorial.
- 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). *Presentación Comisión Nacional de la Vitivinicultura*. ODEPA, Comisión Nacional de la Vitivinicultura, Santiago de Chile.
- ODEPA. (2020). *www.odepa.gob.cl*. Retrieved 2020, from <https://www.odepa.gob.cl/rubros/vinos-y-alcoholes>
- 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/>
- Silicon Valley Bank. (2019). *State of the wine industry report 2019*. Silicon Valley Bank Wine Division.
- Treasury wine states. (2019). *Annual report 2019*. Melbourne.