



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA VIÑA SAN PEDRO  
TARAPACÁ  
Mediante Método de Flujos de Caja Descontados**

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

**Alumno: Alfonso Olmos Palacios  
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

**En Santiago, a Diciembre del año 2020**

## Índice:

<b>1. Resumen Ejecutivo.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Metodología: Principales Métodos de Valoración.....</b>	<b>6</b>
<b>2.1 Modelo de descuento de dividendos.....</b>	<b>7</b>
<b>2.2 Método de Flujos de Caja Descontados.....</b>	<b>8</b>
<b>3. Descripción de la Empresa e Industria.....</b>	<b>11</b>
<b>3.1 Descripción de Viña San Pedro Tarapacá.....</b>	<b>11</b>
<b>3.2 Descripción de la Industria.....</b>	<b>14</b>
<b>3.2.1 Industria Nacional.....</b>	<b>14</b>
<b>3.2.2 Industria Internacional.....</b>	<b>18</b>
<b>3.3 Empresas Benchmark.....</b>	<b>22</b>
<b>4. Descripción del Financiamiento de la Empresa.....</b>	<b>25</b>
<b>5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....</b>	<b>26</b>
<b>5.1 Deuda Financiera.....</b>	<b>26</b>
<b>5.2 Patrimonio Económico.....</b>	<b>26</b>
<b>5.3. Estructura de Capital Objetivo.....</b>	<b>27</b>
<b>6. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa.....</b>	<b>28</b>
<b>6.1 Beta de la Acción y Presencia Bursátil.....</b>	<b>28</b>
<b>6.2 Costo de Capital Promedio Ponderado.....</b>	<b>29</b>

<b>7. Análisis Operacional del Negocio e Industria .....</b>	<b>32</b>
<b>7.1 Análisis de crecimiento.....</b>	<b>32</b>
<b>7.1.1 Tasas de crecimiento reales para la empresa .....</b>	<b>32</b>
<b>7.1.2 Tasa de crecimientos reales para la industria.....</b>	<b>34</b>
<b>7.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 a 2024 .....</b>	<b>35</b>
<b>7.2 Análisis de los costos de la operación .....</b>	<b>39</b>
<b>7.2.1 Costos de operación de la empresa.....</b>	<b>39</b>
<b>7.2.2 Detalle de los costos de la operación .....</b>	<b>39</b>
<b>7.3 Análisis de las cuentas no operacionales .....</b>	<b>41</b>
<b>7.4 Análisis de activos .....</b>	<b>42</b>
<b>8. PROYECCIÓN DE EERR.....</b>	<b>43</b>
<b>8.1 Proyección de ingresos para el segundo semestre año 2019:.....</b>	<b>43</b>
<b>8.2. Proyección de los Ingresos de Operación.....</b>	<b>45</b>
<b>8.2.1 Tasa de crecimiento de ventas proyectada para el periodo 2020-2023 .....</b>	<b>45</b>
<b>8.2.1.1 Tasa de crecimiento - Viña San Pedro de Tarapacá:.....</b>	<b>45</b>
<b>8.2.1.2 Tasa de crecimiento - Grupo estratégico:.....</b>	<b>46</b>
<b>8.2.1.3 Tasa de crecimiento - Industria vitivinícola Chilena: .....</b>	<b>48</b>
<b>8.3 Proyección de Costos de Operación.....</b>	<b>50</b>
<b>8.3.1 Cuentas que varían en función a las ventas.....</b>	<b>50</b>
<b>8.3.2 Cuentas que no varían en función a las ventas.....</b>	<b>53</b>
<b>8.4. Cálculos finales.....</b>	<b>54</b>

<b>9. Proyección de los flujos de caja libre .....</b>	<b>55</b>
<b>9.1 Nuevas inversiones:.....</b>	<b>55</b>
<b>9.1.1 Inversiones en reposición: .....</b>	<b>55</b>
<b>9.1.2 Inversión en capital físico .....</b>	<b>55</b>
<b>9.2 Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo:.....</b>	<b>56</b>
<b>9.3 Ajuste de las cuentas .....</b>	<b>57</b>
<b>9.4 Flujos de caja proyectados:.....</b>	<b>59</b>
<b>10. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción .....</b>	<b>60</b>
<b>11. Conclusiones.....</b>	<b>61</b>
<b>12. Bibliografía.....</b>	<b>62</b>
<b>13. Anexos .....</b>	<b>63</b>
<b>13.1 Anexo 1: Filiales de Viña San Pedro Tarapacá.....</b>	<b>63</b>
<b>13.2 Anexo 2: Cálculo Costo de la Deuda.....</b>	<b>64</b>
<b>13.3 Anexo 3: Bono emitido y pagado.....</b>	<b>66</b>

## 1. Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene como objeto estimar la valorización económica de la empresa Viña San Pedro Tarapacá S.A. y de sus filiales al 30 de junio del 2019, mediante el método de Valoración por Flujos de Caja Descontados.

Fundada en 1865, Viña San Pedro Tarapacá (desde ahora VSPT) es el segundo mayor exportador de vino chileno, y posee el primer el lugar en el segmento de vinos finos del mercado nacional. Una de las viñas tradicionales e históricas de Chile, tiene presencia en más de ochenta mercados en cinco continentes con sus marcas Grandes Vinos de San Pedro, 1865 Single Vineyard, Castillo de Molina, 35 SUR y Gato Negro. Al cierre del año 2018, sus ventas fueron de 206.519 MM\$ y su utilidad de 14.833 MM\$.

Para el desarrollo de este documento y la determinación de los valores de la compañía, se utilizaron diversas fuentes de información pública, principalmente los datos proporcionados por la misma empresa a la CMV (ex SVS), reseñas de clasificación, memorias anuales y datos proporcionados por Bloomberg.

El trabajo parte describiendo la metodología usada para el desarrollo de la valoración, para luego describir la empresa, industria, y su desempeño de los últimos años, analizando las ventas y estructura de costos. Posteriormente se realiza un análisis del financiamiento de la compañía, estimando su estructura de capital, costo patrimonio y de capital, para luego proyectar los estados de resultado y flujos de caja libre desde el segundo semestre de 2019 hasta el 2023.

Se llegó a un valor proyectado **de \$ 6,52 a** junio de 2019, frente al valor de mercado de la acción de Viña San Pedro Tarapacá de \$ 6,10 en la misma fecha.

## 2. Metodología: Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos<sup>1</sup>. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables<sup>2</sup>.

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

---

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

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

## 2.1. Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

K<sub>p</sub>= rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA<sub>1</sub> son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

---

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

## 2.2. Método de Flujos de Caja Descontados

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

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

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

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

---

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

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 “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor

completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

### **3. Descripción de la Empresa e Industria**

#### **3.1. Descripción de Viña San Pedro Tarapacá**

Viña San Pedro Tarapacá S.A. es la segunda viña más importante del país con presencia en más de 80 mercados. Su portafolio de vinos incluye marcas emblemáticas como Altaïr, Cabo de Hornos, Sideral, Kankana del Elqui, Tierras Moradas, 1865, Epica, Castillo de Molina, 35 SUR y Gato Negro. El alto reconocimiento por sus vinos va de la mano de un elevado proceso de modernización, con inversiones enfocadas en el desarrollo de tecnología de punta, obtención de viñedos propios y en su expansión hacia el extranjero. VSPT posee 5.335 hectáreas plantadas, 4.270 en Chile y 1.065 en Argentina. Está compuesto por 6 bodegas chilenas y dos argentinas: San Pedro, Tarapacá, Leyda, Santa Helena, Misiones de Rengo y Viñamar en Chile; La Celia y Graffigna en Argentina. Esta diversidad le permite tener una complementariedad de valles vitivinícolas. La compañía cuenta con más de 1.200 empleados y sus oficinas principales se encuentran en Santiago de Chile.

Al cierre del último año, VSPT presentó ingresos por actividades ordinarias por \$ 206.519 millones (un 1% más que el año anterior), consiguiendo una ganancia bruta de \$ 22.667 millones y una utilidad del ejercicio de \$ 14.833 millones, lo que representa un descenso del 16% respecto al resultado del año anterior, lo que se explica en parte por el alto costo de las cosechas de los últimos dos periodos y el descenso de las ventas en el mercado internacional.

A continuación se presenta una ficha de Viña San Pedro, mostrando sus principales características:

	<b>Observaciones</b>
Razón Social	Viña San Pedro Tarapacá S.A.
Rut	91.041.000-0
Nemotécnico	VSPT
Industria	Vitivinícola y bebestibles
Regulación	Sujeta a fiscalización de la Comisión de Mercado de Valores (ex SVS), a regulaciones ambientales en la producción a nivel nacional y en los países en donde comercializa.
Tipo de Operación	Viña San Pedro de Tarapacá es una compañía dedicada a la producción y comercialización de vinos ultra-premium, Premium, reserva, varietales y masivos, bajo la familia de marcas 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.
Filiales	Se detallan en el <b>Anexo 1</b>

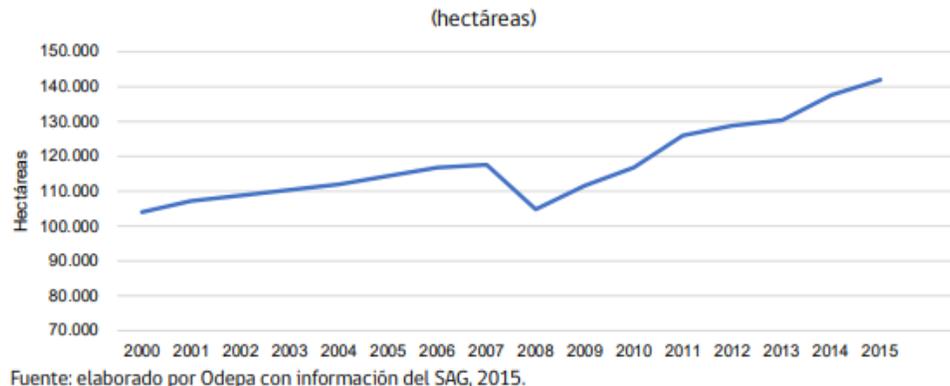
12 Mayores Accionistas	Nombre	Número de acciones suscritas y pagadas	% de propiedad (*)
	CCU INVERSIONES S A	33.177.106.622	83,01%
	YANGHE CHILE SPA	4.996.212.080	12,50%
	BANCO DE CHILE	517.491.294	1,29%
	HMG GLOBETROTTER	204.823.578	0,51%
	BANCO ITAU CORPBANCA	187.223.949	0,47%
	BANCHILE C DE B S A	113.441.358	0,28%
	BOLSA DE COMERCIO STGO	83.342.910	0,21%
	INVERSIONES ORENGO SA	73.005.467	0,18%
	BCI C DE B S A	69.720.496	0,17%
	SANTANDER CB LTDA	53.583.520	0,13%
	BTG PACTUAL	47.914.879	0,12%
	FFMM COMPASS	31.029.379	0,08%

## 3.2. Descripción de la Industria

### 3.2.1. Industria Nacional

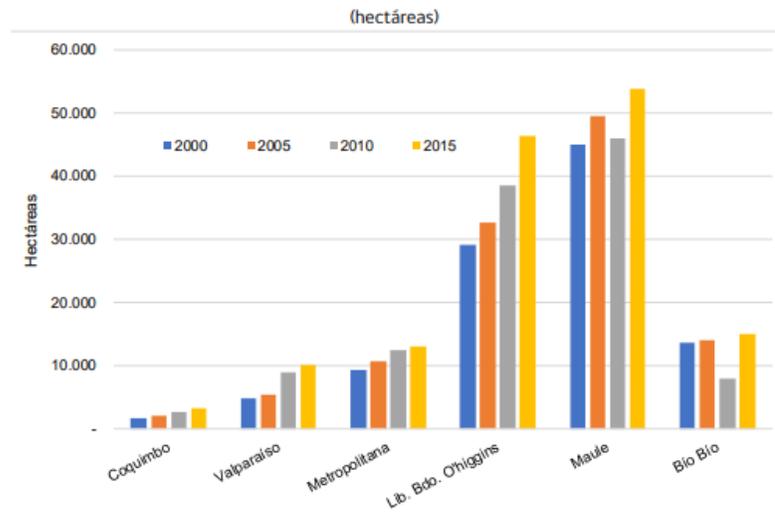
Según el Catastro Vitivinícola del Servicio Agrícola y Ganadero (SAG) del año 2015, se visualiza un crecimiento constante de la superficie vitícola nacional. Esta tendencia al alza presenta una tasa anual de crecimiento de 2% para el período comprendido entre los años 2000 y 2015. En el gráfico 1 se presenta la evolución anual de la superficie nacional, donde se aprecia una baja importante en la superficie para los años 2007 y 2008. El cambio observado en estos años no corresponde a una disminución efectiva de la superficie vitícola producto del arranque de viñas, sino que es consecuencia de una modificación en el método de declaración de la superficie en el catastro, al pasar de un sistema presencial a uno con modalidad en línea (por internet) y que causó una sub-declaración para esos años.

**Gráfico 1:**



Desde una perspectiva regional, destaca el crecimiento en la superficie de la región de La Araucanía con un 19% promedio anual entre el año 2000 y 2015, señal de una expansión de la frontera vitivinícola. Le siguen en crecimiento las regiones de Valparaíso y Coquimbo con incrementos de 5% y 4% respectivamente, en igual período. La superficie vitícola nacional se concentra en las regiones del Maule (53.839 hectáreas) y del Libertador Bernardo O'Higgins (46.414 hectáreas), acumulando el 70,6% de la superficie (gráfico 1).

**Gráfico 2: Evolución de la superficie vitícola nacional por región**



Le siguen las regiones del Bío Bío y Metropolitana, con superficies cercanas al 10%, y Valparaíso con 7% de la superficie. El resto de las regiones del país, tienen una participación muy menor dentro del total nacional. - Evolución de la superficie de las principales cepas En Chile existen alrededor de 75 diferentes cepas viníferas plantadas, pero sólo 7 de ellas representan más del 80% de la superficie plantada (gráfico 2).

Cuadro 1. Superficie vitícola nacional por cepa (hectáreas)		
Cepa	2015	% participación
Cabernet Sauvignon	43.211	31,5
Sauvignon Blanc	15.173	11,0
Merlot	12.243	8,9
Carmenère	10.861	7,9
Chardonnay	11.698	8,5
Syrah	8.233	6,0
País	12.521	9,1
Pinot Noir	4.149	3,0
Cabernet Franc	1.672	1,2
Semillón	959	0,7
Riesling	423	0,3
Chenin Blanc	46	0,0
Otros	20.731	15,1
<b>Totales</b>	<b>137.376</b>	<b>100,0</b>

Fuente: elaborado por Odepa con información del SAG, 2015.

La principal cepa plantada es Cabernet Sauvignon, que supera por lejos al resto de las cepas, con más de 43 mil hectáreas, representando el 30,4% del total de la superficie y se encuentra distribuida prácticamente en todas las regiones que tienen expresión vitícola. En segundo lugar de importancia, por superficie, se ubica la Sauvignon Blanc, con más de 15 mil hectáreas y 10,7% de la superficie nacional. Le siguen las cepas País (8,8%), Merlot (8,6%), Chardonnay (8,2%), Carmenère (7,7%) y Syrah (5,8%). En cuanto a la evolución de la superficie plantada por cepa en el período 2000 – 2015 (cuadro 1), destaca la Syrah, con un crecimiento de 10% promedio anual, seguido por Sauvignon Blanc, Carmenère y Cabernet Franc con 6% de crecimiento promedio anual, cada una. Es importante destacar el crecimiento “aparente” de la cepa País posterior al cambio en la modalidad de declaración del catastro vitícola ya explicada, con 21% promedio anual entre 2008 y 2015, el que se podría explicar por el ajuste realizado el año 2015 al Decreto 464 (que establece la zonificación vitícola y fija las normas para su utilización) y que incluyó esta cepa (y la cepa Cinsault) al listado de cepas que pueden tener denominación de origen cuando provengan del secano interior de las regiones del Maule y Bío Bío, lo que valorizó la cepa y motivó a los productores a actualizar su información en el catastro SAG.

A continuación, el cuadro 2 presenta los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por VSPT:

**Cuadro 2**

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por VSPT
Riesgo agrícola	Diversidad de valles y regiones.
Variabilidad tipo de cambio	Cobertura de moneda para cubrir plazos de pedidos y entrega de producción.
Vaivenes económicos	Presencia en más de 80 países.
Variabilidad costo materia prima	Contratos con algunos proveedores y relaciones de largo plazo, pero en general las compras de uva y vino son a precio spot.
Riesgos regulatorios	Ventas en mercado de exportación y doméstico (principalmente exportación).

Pese a que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía. Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

### 3.2.2. Industria Internacional

De acuerdo con datos de la Organización Internacional del Vino (OIV), la producción mundial de vino estimada para el año 2018 fue en torno a los 279 millones de hectolitros, un aumento del 13% respecto al año anterior.

Europa sigue siendo el principal productor mundial con el 63% del total, donde Italia continúa como el principal productor del mundo con 48,5 millones de hectólitros (hL), esto es un 14% más que en 2017, seguido de Francia con 46,4 millones de hL, esto es un 27% más que el año anterior, y España con 40,9 millones de hL, aumentando un 26% su producción respecto al año anterior.

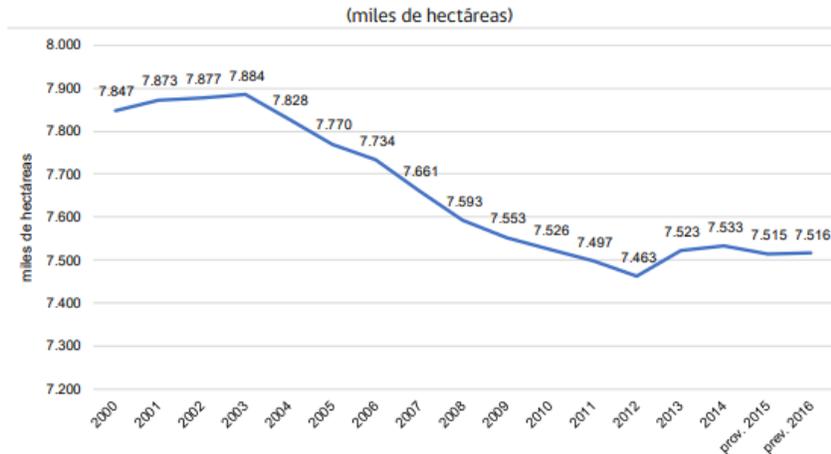
Los productores del Nuevo Mundo son liderados por Estados Unidos, que según informa la OIV, se ubica en la cuarta posición a nivel mundial, elevando su nivel de producción respecto del año anterior, la que alcanzó los 23,9 millones de hL. En América del Sur, Argentina ocupa el quinto lugar con una producción de 14,5 millones de hL, una producción 23% mayor que la de 2017. Mientras que Chile sube al sexto lugar a nivel mundial alcanzando los 12,9 millones de hL, una producción un 36% mayor respecto al 2017.

Australia disminuyó su producción un 9%, alcanzando los 12,5 millones de hL mientras que Nueva Zelanda aumentó un 3% su producción alcanzando los 3,0 millones de hL (Fuente Memoria VSPT 2018).

Según los últimos datos en superficie presentados por la Organización Internacional de la Uva y el Vino (OIV) en junio de 2017, la superficie vitícola mundial estaría sobre los 7,5 millones de hectáreas, considerando la superficie de uvas destinada a vinificación, uva de mesa y uvas pasas (gráfico 3). Esta superficie permanece relativamente estable durante los últimos años, pero presenta una disminución de más de 300 mil hectáreas, respecto a la de comienzos del milenio. El 50% de esta superficie se concentra en España (975 mil hectáreas), China (847 mil hectáreas), Francia (785 mil hectáreas), Italia (690 mil hectáreas) y Turquía (480 mil hectáreas). España, Francia e Italia son países esencialmente vitivinícolas, la superficie de China está principalmente destinada a uva de mesa, mientras que Turquía se concentra en la producción de pasas. Desde el año 2000 a la fecha se observa que la mayoría de los países europeos y Turquía e Irán han disminuido su superficie, mientras que en China, India, Chile y Nueva Zelanda la superficie

aumentó en este mismo período. En España, Francia y Estados Unidos la superficie ha permanecido estable los últimos años.

**Gráfico 3: Superficie vitícola mundial**



Fuente: elaborado por Odepa con información de la OIV, 2017.

La producción mundial de vino para el año 2017, estimada por la OIV sobre la base de la información del 88% de la producción mundial y la hipótesis de 10% de variación respecto a la producción del año 2016 en el caso de los países donde no hay información de producción disponible, llegaría a los 24,7 mil millones de litros de vino (gráfico 4), lo que representa una disminución de 8,2% respecto al volumen producido en 2016. Este nivel de producción es históricamente bajo y sólo se puede comparar con la producción de 1991 (25,2 mil millones de litros) y 1994 (24,9 mil millones de litros). En Europa, las estimaciones de cosecha de los principales países productores son bajas para este año, Italia registró una reducción de 23% (3.930 millones de litros), Francia disminuyó 19% (3.670 millones de litros) y España retrocedió 15% (3.350 millones de litros) en relación con 2016. Por su parte, Alemania disminuyó 10% y Grecia 5%, llegando sólo a 810 y 250 millones de litros, respectivamente. En los países americanos la situación es muy diferente, Estados Unidos vuelve a mostrar altos niveles productivos (2.330 millones de litros), sin embargo, esta proyección podría ajustarse debido a los fuertes incendios que afectaron la zona productiva posterior al momento de realizar las estimaciones. Brasil, luego de una importante baja de su producción 2016 (-53%), este año muestra una recuperación de 169%, llegando a 340 millones de litros; Argentina muestra una situación similar, con una recuperación en su producción de 25% respecto del mismo año.

**Gráfico 4: Producción mundial de vino**



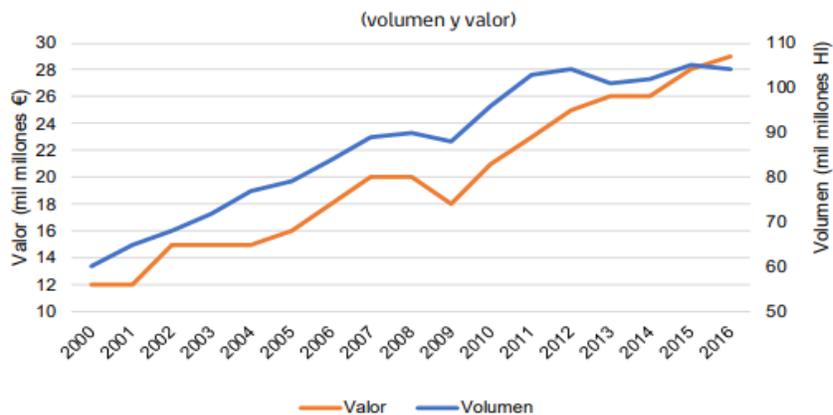
Fuente: elaborado por Odepa con información de la OIV, 2017.

En cuanto al consumo mundial de vino, en el informe emitido por la OIV en octubre de 2017 se entregan las proyecciones para este año considerando dos escenarios diferentes. En el primer escenario, que considera una recuperación en el largo plazo de los niveles de consumo, el volumen llegaría a 24,6 mil millones de litros de vino. En el segundo escenario, que considera una contracción en el consumo desde el año 2008, producto de la crisis económica, se estima un nivel de consumo de 24,1 mil millones de litros. Con esto, el promedio del consumo para el año 2017 debiera ser 24,3 mil millones de litros. Esta cifra es muy similar a la de producción estimada, por lo que, considerando que hay una demanda adicional para fines industriales de unos 3.000 millones de litros, se estima que para el año 2018 habrá una importante estrechez de oferta. Sólo cinco países concentran cerca del 50% del consumo mundial de vino: Estados Unidos 13,2%, Francia 11,2%, Italia 9,4%, Alemania 8,1% y China 7,2%.

Durante 2016 el comercio mundial de vino alcanzó 10,4 mil millones de litros y USD 23,3 mil millones, lo que significa una reducción de 1,2% en volumen y un alza de 2% en valor. Sin embargo, la tendencia en el comercio del vino durante el presente milenio mantiene al alza (gráfico 5), con una tasa de crecimiento promedio anual de 3% en volumen y 6% en valor en este período. En volumen, España sigue siendo el principal exportador, con una participación de 22% del mercado, pese al retroceso mostrado en el último período; le siguen Italia y Francia, con 20% y 13% del mercado. Chile mantiene su cuarta posición, seguido por Australia, que consolida su

participación. En términos de valor, Francia es el principal origen, con 28,5% del mercado. Por su parte, España, se ubica en tercer lugar en valor, con 9,1% del mercado. Los países que impulsan el alza en el valor de las exportaciones son: Italia, Australia y Nueva Zelanda. Si se consideran las exportaciones por tipo de producto, el vino embotellado representó el 54% del volumen, siendo la principal categoría, pese a la constante disminución de su participación observada desde el año 2000; el valor de exportación de este tipo de producto sigue en alza, en el último período creció 2,2%, representando 72% del total exportado. El vino a granel sigue aumentando su participación en las exportaciones, la que el año 2016 llegó a 38% en volumen y 10% del valor total. Por su parte, los vinos espumantes siguen aumentando su participación en el mercado, con alzas de 7,1% en volumen y 2,9% en valor, respecto a 2015, representando 8% del volumen y 18% del valor total exportado. Finalmente, si se observa el comercio mundial desde el punto de vista de los importadores, Alemania se mantiene como el principal importador de vinos del mundo, representando 14% del volumen de las importaciones totales, seguido por Reino Unido con 13% y Estados Unidos con 11%.

**Gráfico 5: Evolución del comercio mundial de vino**



Fuente: elaborado por Odepa con información de la OIV, 2017.

### 3.3. Empresas Benchmark

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

Nombre de la Empresa	<b>VIÑA CONCHA Y TORO S.A.</b>
Ticker o Nomenclatura	CONCHATORO
Clase de Acción	Serie Única
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	<b>Viña Concha y Toro S. A.</b> (IPSA: CONCHATORO) es la compañía controladora de la viña homónima establecida en Chile. Es la principal productora y exportadora de vinos de Latinoamérica y una de las 10 mayores compañías de vino en el mundo. La compañía ha alcanzado reconocimiento popular principalmente por sus vinos Casillero del Diablo y Don Melchor. A partir de la Temporada 2010-2011 de la Premier League de Inglaterra es uno de los auspiciadores del Manchester United FC.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector Vitivinícola.

Negocios en que se encuentra	<p>Su estrategia de negocios busca sostener tasas de crecimiento atractivas y alcanzar cada vez un mayor grado de penetración y visibilidad de la marca en los diferentes mercados. Con este objetivo la Compañía ha desarrollado un amplio catálogo de productos con el que participa en todos los segmentos de mercado ofreciendo vinos de alta calidad a precios competitivos. Hoy, Concha y Toro tiene presencia mundial, llegando a más de 130 países como Reino Unido, Estados Unidos, Canadá junto a otros países y regiones.</p> <p>El área de negocio más relevante son las exportaciones desde Chile, representando el 72,4% de la venta. Por su parte, el mercado doméstico representa el 17,1% y Argentina, el 7,2%.</p>
<b>Nombre de la Empresa</b>	<b>Sociedad Anónima Santa Rita</b>
Ticker o Nemo-técnico	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>Santa Rita es una de las viñas chilenas más importantes, presentando presencia a nivel global en más de 60 países, siendo los principales destinos de las ventas EEUU, Irlanda, Canadá, Escandinavia, Brasil, Reino Unido, Japón, China, Corea y Holanda. La empresa ofrece una gran variedad de vinos a través de una amplia gama de marcas.</p>

Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Vinos, bebestibles
Negocios en que se encuentra	El negocio de la compañía es la producción y comercialización de vino, lo cuales se venden es todo el mundo.

#### 4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

La estructura del contrato de emisión de bonos, esto es, Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default, no estipulan condiciones tales que impliquen una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

VSPT se financia esencialmente con entidades financieras. Su deuda bancaria al 30 de junio de 2019 tiene una tasa de interés fija promedio de **3,23% (Anexo 2)**. Para administrar el riesgo de tasas de interés, la Sociedad posee una política de administración de tasas de interés que busca reducir la volatilidad de su gasto financiero y mantener un porcentaje ideal de su deuda en instrumentos con tasas fijas. La posición financiera se encuentra principalmente fija por el uso de deudas de corto y largo plazo e instrumentos derivados tales como cross currency interest rate swaps. Consecuentemente, al 31 de diciembre de 2018 y 2017, la estructura de financiamiento se encuentra compuesta en un 100% en deuda con tasas de interés fija.

Al cierre del año 2019, VPST no mantiene deuda asociada a emisión de bonos en el mercado local, pero mantiene vigente la línea de bonos N° 415, la cual fue inscrita el 13 de junio de 2005 por UF 1.500.000 a un plazo de 25 años. Al cierre de junio del año 2005 se inscribió la serie A con cargo a esta línea de bonos por UF 1.500.000 a un plazo de 20 años y a una tasa de emisión del 3,8%. En el año 2011 se pagó en forma anticipada el 50% de la emisión del bono serie A. Durante noviembre del año 2014, se generó el rescate anticipado del saldo total pendiente de liquidación a esa fecha **(Anexo 3)**.

## 5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

### 5.1. Deuda Financiera:

Se presenta a continuación el resumen del análisis de los saldos revelados en los estados financieros desde el 31 de diciembre de 2015 al 30 de junio de 2019, bajo norma IFRS en unidades de fomento:

**Tabla 1: Balance Resumido Deuda Financiera (en M UF)**

Deuda Financiera (B)	2015	2016	2017	2018	2019*
	1,129.69	1,065.48	919.05	1,396.75	1,802.44

*Fuente: Elaboración propia en base a EEFF consolidados*

*\*Al cierre de Junio del año 2019*

### 5.2. Patrimonio Económico

Se presenta a continuación el resumen de la estimación del patrimonio económico a los cierres desde el 31 de diciembre de 2015 al 30 de junio de 2019, bajo norma IFRS en unidades de fomento. Se estima valor de patrimonio económico según número de acciones (compañía sólo dispone de acciones comunes) suscritas y pagadas a cada cierre contable anual (2019 al 30 de junio) y el precio de cierre de la acción al periodo respectivo:

**Tabla 2: Resumen Patrimonio Económico (en M UF)**

Patrimonio Económico (P)	2015	2016	2017	2018	2019*
	7365.01	7626.99	7891.71	8125.96	8416.49

*Fuente: Elaboración propia en base a EEFF consolidados*

*\*Al cierre de Junio del año 2019*

**Tabla 3: Valor Económico de la Empresa (en M UF)**

Valor de Activos (P + B)	2015	2016	2017	2018	2019*
	11048.46	11,359.42	11299.7	12255.16	13085.06

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF consolidados

\*Al cierre de Junio del año 2019

### 5.3. Estructura de Capital Objetivo

Se calcula estructura de capital histórica considerando deuda financiera y patrimonio económico según acciones suscritas y pagadas a cada cierre, revelados anteriormente. Luego, se presentan estadísticos básicos y sugerimos usar promedio de 2017, 2018 y primer semestre 2019:

**Tabla 4: Estructura histórica de VSPT**

	2017	2018	2019*	Promedio
Deuda Financiera (B) (M UF)	919.05	1,396.75	1,802.44	1372.75
Patrimonio Bursátil (P) (M UF)	7891.71	8125.96	8416.49	8144.72
<b>B+P=V</b>	<b>8,810.76</b>	<b>9,522.71</b>	<b>10,218.93</b>	<b>9517.47</b>
<b>B/V</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>14%</b>
<b>P/V</b>	<b>90%</b>	<b>85%</b>	<b>82%</b>	<b>86%</b>
<b>B/P</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>	<b>17%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF consolidados

\*Al cierre de Junio del año 2019

De lo anterior, se estima como estructura objetivo de deuda sobre patrimonio de 17%; y de 14% para la relación deuda sobre valor empresa, las cuales resultan de considerar el promedio de los valores 2017, 2018 y primer semestre 2019. Estos promedios corresponden a nuestra Estructura de Financiamiento Objetivo para construir el WACC.

## 6. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa

### 6.1. Beta de la Acción y Presencia Bursátil

Se realizó una primera estimación del coeficiente beta a partir de la serie histórica de los rendimientos semanales de la acción de VSPT y del índice IPSA para los últimos tres años, utilizando el modelo de mercado ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ ), donde el IPSA corresponde al benchmark. Los resultados se muestran a continuación en la Tabla 6:

**Tabla 6: Cálculo de Beta no representativo de VSPT por baja presencia bursátil**

	2017	2018	2019*
Beta de la Acción	0.3487	0.35	0.03
p-value (significancia)	0.012	0.011	0.830
Presencia Bursátil (%)	46.1%	40.6%	2.2%

Fuente: Elaboración propia en base a EEFF consolidados

\*Al cierre de Junio del año 2019

La tabla nos deja ver que la significancia de los Betas calculados es muy baja, esencialmente a causa de una baja presencia bursátil para la acción de VSPT.

La casi nula presencia bursátil de las acciones se produce luego del aumento de participación de su controladora CCU junto a la entrada del grupo chino Jiangsu Yanghe Destillery. Dado esto, el *free float* de la compañía se redujo considerablemente (desde 35% hasta 4,5%), y su presencia bursátil cayó a 2,2%. Además, la acción dejó de pertenecer al índice IGPA, y por ende, dejó de contar con un *market marker*. En este sentido, el evaluar el riesgo operacional a través de los betas estimados no es confiable, más cuando no ha existido movimiento de precios en muchas semanas (entre tres y cuatro movimientos de precio el primer semestre del 2019, y tan sólo once durante el año 2018).

Como metodología alternativa, decidimos utilizar el Beta sin deuda provisto por Damodaran ([http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html)) para la industria de bebidas alcohólicas en mercados emergentes al cierre del año 2019. Con una muestra de 114 empresas, el Beta sin deuda de Damodaran es de **0,97**.

## 6.2. Costo de Capital Promedio Ponderado

Antes de revisar los pasos para la estimación del costo promedio ponderado del capital para la presente valoración de la acción de la empresa, se mencionan los siguientes supuestos entregados por el profesor Mauricio Jara:

- $R_f$  (tasa libre de riesgo): **1,06%**
- Premio por riesgo de mercado en Chile: **6,96%**.
- Premio por Illiquidez: **2,06%** (paper Illiquidity premium and expected stock returns in the UK: A new approach)
- Tasa de impuesto a las corporaciones: **27%**.

### Costo de la deuda: $K_b$

Para el cálculo de costo de la deuda, se consideró la nula vigencia de bonos en el mercado, por lo que para estimar el costo de la deuda ( $k_b$ ), se tomaron datos históricos del estado de resultado con el fin de sacar una proporción entre intereses y deuda financiera de la empresa, obteniendo un costo promedio de **5,45%** como muestra la siguiente tabla:

**Tabla 7: Cálculo del Costo Promedio de la Deuda**

	2015	2016	2017	2018	2019*	
<b>Deuda Financiera (MM UF)</b>	1129.69	1065.48	919.05	1396.75	1802.44	
<b>Costos Financieros (MM UF)</b>	70.86	59.42	57.43	73.59	69.58	<b>Promedio</b>
	6.27%	5.58%	6.25%	5.27%	3.86%	<b>5.45%</b>

\*Deuda Financiera al 30 de Junio, costo financiero para el 2019 calculado en base a resultado del primer semestre

Pero en este caso usaremos la tasa cupón, pues si bien el bono asociado no está vigente, esta tasa nos entregará resultados más representativos para la industria (las empresas del rubro vitivinícola de países emergentes, como Viña Concha y Toro, mantienen en su mayoría bonos vigentes y se utiliza su tasa cupón por defecto en este tipo de cálculos). La tasa cupón ya mencionada en el punto 4 (y Anexo 3) de VSPT es de 3,8%. Éste será nuestro  $K_b$ .

**Beta de la deuda:  $\beta_b$**

Utilizando CAPM y el costo de deuda revisado, se procede a despejar el Beta de la deuda de VSPT. El desarrollo queda como sigue:

$$K_b = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta_b$$

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

$$0,038 = 0,0106 + 0,0696 \cdot \beta_b$$

$$\beta_b = 0,4738 \approx 0,474$$

**Beta patrimonial con deuda:  $\beta_p^{C/D}$**

Adoptando el beta operacional sin deuda de Damodaran de 0,97, el beta de su deuda calculado de 0,474, y tomando en cuenta la estructura de capital objetivo de VSPT ( $B/P = 0,17$ ), procedemos a apalancar el beta sin deuda, usando Rubinstein y considerando la estructura objetivo, resultando en **0,956**. El desarrollo queda como sigue:

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,970 [1 + (1 - 0,270)(0,170)] - 0,474 (1 - 0,270) (0,170)$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,9556 \approx 0,956$$

### Costo Patrimonial: $K_p$

Utilizando CAPM, procedemos a estimar el costo del patrimonio, que representa el retorno exigido por los accionistas considerando la estructura de capital estimada como objetivo, resultando **9,77%**. El desarrollo queda como sigue:

$$K_p = R_f + [E(R_m) - R_f] * \beta_p^{c/d} + \text{Premio por Iliquidez (2,06\%)}$$

$$K_p = 0,0106 + 0,0696 * 0,9560 + 0,0206$$

$$K_p = \mathbf{0,0977 \approx 9,77\%}$$

### Costo de Capital $K_o$ o WACC :

Finalmente, procedemos a estimar el costo de capital considerando la proposición de Modigliani y Miller con impuestos corporativos del 27%, y la estructura de capital promedio de los años 2017, 2018 y 2019, resultando en **8,8%**. El desarrollo queda como sigue:

$$K_o = K_p (P/V) + K_b (1-t_c) (B/V)$$

$$K_o = 0,0977 * 0,860 + 0,038 * (1-0,270) * 0,140$$

$$K_o = \mathbf{0,0879 \approx 8,79\%}$$

**Tabla 8: Resumen WACC**

<b>Costo de la Deuda</b>	<b>3,80%</b>
<b>Beta de la Deuda</b>	<b>0,474</b>
<b>Beta patrimonial sin deuda</b>	<b>0,970</b>
<b>Beta patrimonial con deuda</b>	<b>0,956</b>
<b>Premio por riesgo de mercado</b>	<b>6,96%</b>
<b>Tasa libre de riesgo</b>	<b>1,06%</b>
<b>Tasa de impuesto objetivo</b>	<b>27%</b>
<b>Costo patrimonial</b>	<b>9,77%</b>
<b>B/P objetivo</b>	<b>0,17</b>
<b>B/V objetivo</b>	<b>0,14</b>
<b>P/V objetivo</b>	<b>0,86</b>
<b>Tasa costo de capital (WACC)</b>	<b>8,79%</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 7. Análisis Operacional del Negocio e Industria

### 7.1. Análisis de crecimiento

#### 7.1.1. Tasas de crecimiento reales para la empresa

VSPT presenta en las notas de sus estados financieros apertura de sus ingresos, mostrando desglose por tipo de origen de sus ventas, así sus ingresos desde el año 2015 al 30 de junio del 2018 provienen de las siguientes fuentes:

**Tabla 9: Ingresos por ventas netas**

Ingresos por ventas netas por país (en UF)	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	dic-18	jun-19
Chile	7.136,08	7.335,11	7.364,59	3.392,70	7.241,37	3.365,15
Argentina	258,45	308,81	264,81	126,47	250,48	178,21
<b>Total</b>	<b>7.394,53</b>	<b>7.643,93</b>	<b>7.629,40</b>	<b>3519,17</b>	<b>7491,85</b>	<b>3.543,36</b>
Ingresos por ventas netas por destino (en UF)	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	dic-18	jun-19
Chile Mercado Doméstico - Vinos	2.490,86	2.614,42	2.846,32	1.434,86	3.081,30	1.415,76
Internacional (Exportaciones Chile y Operaciones Argentina)	4.739,76	4.832,81	4.675,01	2.021,39	4.289,97	2.071,50
Otros (Vino granel sin marca y otros ingresos)	163,91	196,7	108,07	62,92	120,58	56,1
<b>Total</b>	<b>7.394,53</b>	<b>7.643,93</b>	<b>7.629,40</b>	<b>3519,17</b>	<b>7491,85</b>	<b>3.543,36</b>

Fuente: elaboración propia en base EEFF consolidados

Del cuadro anterior podemos definir que las dos principales fuentes de ingresos de VSPT provienen del consumo de vino a nivel nacional y de las exportaciones desde Chile, los cuales, al 30 de junio del 2019, alcanzaron el 40% y 54% del total de las ventas de la compañía respectivamente. Con la información anterior (tabla 9), podemos obtener los crecimientos de VSPT, en sus distintas líneas de negocios en términos reales (UF), de acuerdo a la tabla 10:

**Tabla 10: Crecimiento de ventas por país y destino**

<b>Crecimiento de ventas por país</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>jun-19</b>
Chile	2,79%	0,40%	-1,67%	-0,81%
Argentina	19,49%	-14,25%	-5,41%	40,91%
<b>Total</b>	<b>3,37%</b>	<b>-0,19%</b>	<b>-1,80%</b>	<b>0,69%</b>
<b>Crecimiento de ventas por destino</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>jun-19</b>
Chile Mercado Doméstico - Vinos	4,96%	8,87%	8,26%	-1,33%
Internacional (Exportaciones Chile y Operaciones Argentina)	1,96%	-3,27%	-8,24%	2,48%
Otros (Vino granel sin marca y otros ingresos)	20,01%	-45,06%	11,58%	-10,83%
<b>Total</b>	<b>3,37%</b>	<b>-0,19%</b>	<b>-1,80%</b>	<b>0,69%</b>

*Fuente: Análisis Razonados de VSPT (crecimiento al 30 de junio 2019 en base a datos de junio 2018)*

Se observa un decrecimiento leve pero sostenido en las ventas totales de la empresa desde el año 2016, hasta junio de 2019, donde la caída de las exportaciones (su principal fuente de ingresos) se ha visto compensada por un aumento en el consumo local de vino. La baja en las exportaciones desde fines del 2017 puede explicarse por el crecimiento de China (principal destino de los vinos chilenos) por debajo de lo esperado. Esta tendencia continúa el año 2019, siguiendo las proyecciones del Fondo Monetario Internacional en su informe de Perspectivas de la Economía Mundial de abril de este año.

### 7.1.2. Tasa de crecimientos reales para la industria

La industria relevante del vino en Chile consta de dos grandes actores locales, además de VSPT, los cuales son Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita. Utilizando la información de estas dos empresas es posible construir un benchmark de mercado para VSPT. De esta forma, desde el año 2015 las ventas de la industria (excluyendo VSPT) han presentado un decrecimiento real promedio de -1,14%, salvo el periodo comprendido entre los años 2015 y 2016, y teniendo una recuperación relativa el primer semestre del 2019 gracias al aumento en las ventas de Concha Y Toro.

**Tabla 11: Ingresos por ventas netas**

Ingresos por ventas netas (en UF)	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	dic-18	jun-19
Concha Y Toro	24.823.160	24.990.455	24.194.478	10.168.134	22.622.338	10.617.481
Santa Rita	6.032.328	6.309.668	6.110.461	2.640.620	6.191.950	2.463.042
<b>Total</b>	<b>30.855.488</b>	<b>31.300.123</b>	<b>30.304.939</b>	<b>12.808.754</b>	<b>28.814.288</b>	<b>13.080.523</b>

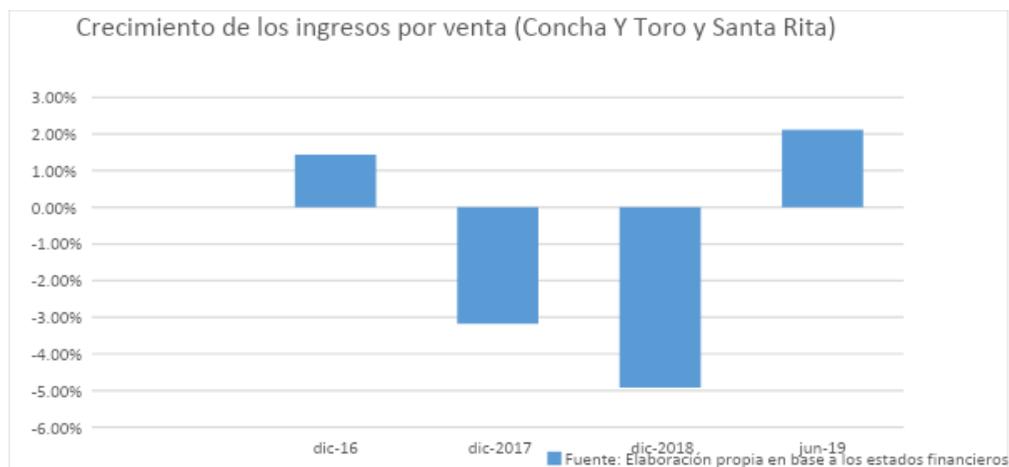
*Fuente: Análisis Razonados de VSPT (crecimiento al 30 de junio 2019 en base a datos de junio 2018)*

**Tabla 12: Crecimiento real por ventas**

Crecimiento real por ventas	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Concha Y Toro	0,67%	-3,19%	-6,50%	4,42%
Santa Rita	4,60%	-3,16%	1,33%	-6,72%
<b>Total</b>	<b>1,44%</b>	<b>-3,18%</b>	<b>-4,92%</b>	<b>2,12%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a análisis razonados de cada empresa*

**Gráfico 6: Crecimiento de los ingresos por venta**



### 7.1.3. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 a 2024

La industria desagrega la venta en términos del mercado nacional y el mercado internacional, siendo el mercado internacional el más importante por las magnitudes de ingresos que se producen a través de la exportación, de esta manera desde el año 2011, la industria local ha generado un plan estratégico que proyecta que desde aquel año, la venta interna aumentará en promedio en un 4% anual y la venta externa en un 5% promedio anual. Además de lo anterior, existen proyecciones de organizaciones internacionales que estiman que el mundo aumentará en su consumo de vino, desde el año 2012 en adelante, es así como la Comisión Europea (perteneciente a la Unión Europea), estima un crecimiento de 0,3% en el consumo total hasta el año 2020, tal como se ilustra en el siguiente cuadro:

Cuadro 3

	Values in thousand hectoliter			Growth rate	
	1999-2001	2009-2011	2020	2000-2010	2012-2020
Argentina	13,840	11,172	11,471	-2.1	0.2
Australia	6,108	4,369	4,622	-3.3	0.4
Brazil	3,474	3,436	4,189	-0.1	0.0
Canada	2,756	3,791	5,016	3.2	3.0
Chile	2,897	2,572	2,562	-1.2	0.3
China	10,844	15,733	22,731	3.8	3.4
Hong-Kong	91	279	408	11.8	3.6
Japan	2,839	2,904	3,373	0.2	1.1
New Zealand	714	893	1,125	2.3	1.9
Russia	5,110	12,047	15,255	9.0	2.5
South Africa	5,726	5,793	5,521	0.1	-0.2
USA	21,559	24,822	26,952	1.4	1.0
Rest of the world	18,968	25,171	26,149	2.9	1.0
<b>World total</b>	<b>275,630</b>	<b>263,898</b>	<b>270,070</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.3</b>
Germany	20,123	19,632	21,291	-0.2	0.4
UK	9,199	11,948	14,681	2.6	1.8
Rest of the EU	151,382	119,336	104,727	-2.4	-1.2
<b>EU</b>	<b>180,705</b>	<b>150,917</b>	<b>140,698</b>	<b>-1.8</b>	<b>-0.7</b>

Fuente: Comisión Europea

Cabe señalar que el año 2015, de acuerdo a la previsión de la Organización Internacional de Vino, el aumento en el consumo de vino a nivel mundial se acercó bastante a las proyecciones realizadas por el organismo de la Unión Europea, alcanzando un aumento de 0,4% a nivel mundial, donde se destaca el crecimiento de China en términos de volumen, tal como se presenta en el cuadro 4:

**Cuadro 4: Principales países consumidores de vino**

Principales países consumidores de vino							
Millones de Hectolitros	2014	2015	2016	2017	2018	2018/2014 Volumen	2018/2014 %
Estados Unidos	30,6	30,9	31,7	32,6	33	2,3	7,60%
Francia	27,5	27,3	27,1	27	26,8	-0,7	-2,60%
Italia	19,5	21,4	22,4	22,6	22,4	2,9	14,90%
Alemania	20,3	20,5	20,2	19,7	20	-0,3	-1,50%
China	17,4	18,1	19,2	19,3	17,6	0,2	1,30%
Reino Unido	12,6	12,7	12,9	12,7	12,4	-0,2	-1,70%
Rusia	11,1	10,8	10,5	11,1	11,9	0,9	7,7%
España	9,8	9,8	9,9	10,5	10,5	0,7	6,70%
Argentina	9,9	10,3	9,4	8,9	8,4	-1,5	-15,50%
Australia	5,4	5,5	5,4	5,9	6	0,6	10,70%
Portugal	4,3	4,8	4,7	5,2	5,5	1,2	29,00%
Canada	4,6	4,8	5	5	4,9	0,2	4,80%
Rumanía	4,7	4	3,8	4,1	4,5	-0,2	-3,90%
Sudáfrica	4	4,3	4,4	4,5	4,3	0,4	9,20%
Países Bajos	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	0,1	3,30%
Japón	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	0	0,10%
Brasil	3,2	3,3	3,1	3,3	3,3	0,1	1,60%
Bélgica	2,7	3	3	3	3	0,3	12,50%
Resto del mundo	49	49,9	49,9	49,9	49,9	0	0,00%
<b>MUNDO</b>	<b>243,5</b>	<b>248,4</b>	<b>249,5</b>	<b>252,3</b>	<b>251,4</b>	<b>7,9</b>	<b>3,20%</b>

Fuente: Organización Internacional del Vino

Finalmente, para proyectar los ingresos de explotación de los años 2020 a 2024, se utilizará una tasa de crecimiento de ventas anual constante para todos los años.

Esta tasa de crecimiento se construyó en su mayoría en base a los datos históricos de crecimiento de las ventas que ha presentado VSPT, el grupo estratégico al cual pertenece y la industria vitivinícola chilena. Este procedimiento se ha llevado a cabo de esta manera, debido a que Viña San Pedro de Tarapacá no publica periódicamente sus ingresos por país provenientes de sus exportaciones, por lo que no se puede calcular de manera precisa sus ingresos debido al aumento de la demanda proporcional por cada país al que exporta.

Para calcular la tasa, aparte de utilizar los datos históricos de la propia empresa, se utilizaron los de las empresas que pertenecen a su grupo estratégico, así como también los de la industria vitivinícola de Chile (fuente: <https://www.winesofchile.org/>), siendo en esta última, en donde además se incorporó la proyección de la demanda para la industria, en base a las exportaciones por país.

A continuación se presenta una tabla con los resultados de las distintas partes observadas (Tabla 13), en donde para determinar la tasa de crecimiento de VSPT para los próximos años, como un promedio en donde se ponderaron con igual importancia la propia empresa, su grupo estratégico al que pertenece y la industria nacional.

**Tabla 13: Proyección tasa de crecimiento de ventas**

<b>Tasa de crecimiento de ventas (proyectado 2020)</b>	
	<b>Prom. Crecimiento (6 años)</b>
<b>VSPT</b>	2,03%
<b>Grupo estrategico</b>	2,98%
<b>Industria</b>	2,62%
<b>Promedio</b>	<b>2,54%</b>
<b>UF 30 Junio 2019</b>	<b>27.903,30</b>

*Fuente: elaboración propia en base a cálculos expuestos en el punto 8.2*

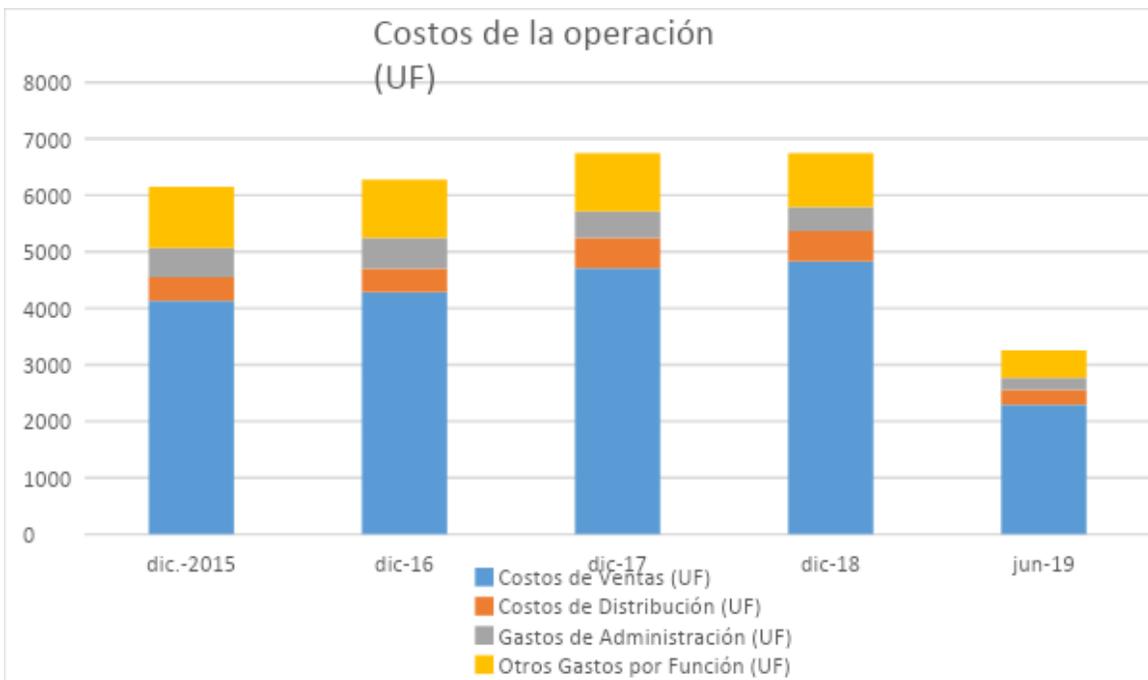
Utilizando el crecimiento proyectado de VSPT, de su grupo estratégico y de la industria, se ha calculado como promedio, un crecimiento promedio esperado en las ventas para el período 2020-2023 de **2,54%**. Es importante señalar que nuestra proyección de crecimiento real para VSPT mostrada más adelante utilizará la tasa de la industria de **2,62%** (*punto 8.2*), calculada mediante una ponderación distinta, más adecuada de acuerdo a nuestros supuestos.

## 7.2. Análisis de los costos de la operación

### 7.2.1. Costos de operación de la empresa

De acuerdo con la información pública de la compañía, la empresa presenta sus costos de operación desglosados en costo de venta, costo de distribución, gastos de administración y otros gastos por función. De estos costos y gastos, los más relevantes son los costos de ventas, que representan cerca del 70% de total de estos ítems, el gráfico 7 muestra la evolución de estas partidas en términos reales desde el año 2012 hasta junio de 2016:

**Gráfico 7: Costos operacionales**



*Fuente: Elaboración propia en base EEFF consolidados*

### 7.2.2. Detalle de los costos de la operación

Si bien la compañía en sus estados de resultados presenta las partidas desglosadas de acuerdo con lo mostrado anteriormente, también en las notas a sus estados financieros estas mismas cuentas se aperturan desglosando las cuentas en costos directos, depreciaciones y amortizaciones, gastos de personal y otros gastos, así de acuerdo con lo informado por la empresa, tenemos la siguiente apertura:

\*Otros Gastos: Materiales y mantenciones, transporte y distribución, publicidad y promociones, arriendos, energía y otros.

**Tabla 14: Detalles costos y gastos de operación**

<b>Costos de Ventas (UF)</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>jun-19</b>
Costos Directos	3.285.687	3.426.632	3.832.060	3.960.618	1.868.564
Depreciaciones y amortizaciones	295.328	267.669	280.073	287.966	165.408
Remuneraciones	832.667	797.396	857.906	816.785	416.678
Otros Gastos	1.740.776	1.787.692	1.778.150	1.683.186	808.683
<b>Total</b>	<b>6.154.458</b>	<b>6.279.389</b>	<b>6.748.189</b>	<b>6.748.555</b>	<b>3.259.333</b>

	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>jun-19</b>
Costos de Distribución	414.783	415.597	537.017	530.201	261.022
Gastos de Administración	521.355	545.549	469.687	431.459	216.348
Otros Gastos por Función	1.084.101	1.032.832	1.030.548	952.113	486.333
<b>Total</b>	<b>2.020.239</b>	<b>1.993.978</b>	<b>2.037.252</b>	<b>1.913.773</b>	<b>963.704</b>

*Fuente: Elaboración propia*

En general se estima que la mayor parte de estos costos y gastos son variables a las ventas.

### 7.3. Análisis de las cuentas no operacionales

Concha y Toro presenta en sus cuentas de resultado fuera de la operación las siguientes: Ingresos financieros, costos financieros, participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación, diferencia de cambio y resultados por unidades de reajuste, de esta forma y de acuerdo a la información publicada por la empresa a través de sus estados financieros se tiene el siguiente análisis:

**Ingresos Financieros:** Corresponden a ingresos financieros y otros ingresos financieros, estos tienen carácter de recurrentes en el estado resultado, con algo de volatilidad de sus resultados anuales.

**Costos Financieros:** Corresponde al devengo de intereses de los préstamos con entidades financieras, bonos y derivados de cobertura y no cobertura. Son recurrentes en los resultados presentados por la empresa y con baja volatilidad.

**Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación:** Corresponde a la ganancia o pérdida presentada por la empresa por participaciones en otras sociedades, son recurrentes producto que la participación es constante en algunas de esas sociedades. Sin embargo, poseen una alta volatilidad de sus resultados.

**Diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste:** Son cuentas de ajuste al resultado por variaciones en monedas, que se dan de forma recurrente en el resultado.

#### 7.4. Análisis de activos

Tabla 15: Detalle de los activos de la empresa VSPT

Activos	J-19 (M UF)	Op.	No Op.
<b>Activos corrientes</b>			
Efectivo y equivalentes al efectivo	380,84		X
Otros activos financieros	9,11		X
Otros activos no financieros	39,77	X	
Deudores com. y otras CxC	1881,47	X	
CxC a entidades relacionadas	182,52	X	
Inventarios	3020,37	X	
Activos biológicos corrientes	34,79	X	
Activos por impuestos corrientes	113,46		X
Activos N.C.para la venta	67,55		X
<b>Total activos corrientes</b>	<b>5728,41</b>		
<b>Activos no corrientes</b>			
Otros activos no financieros	0,23	X	
Cuentas por cobrar no corrientes	7,25	X	
Activos intangibles =/ de la plusvalía	781,63	X	
Plusvalía	1034,21		X
Propiedades, plantas y equipos (neto)	5215,55	X	
Activos por impuestos diferidos	316,66		X
Activos por impuestos NC	1,12		X
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>7356,65</b>		
<b>Total activos</b>	<b>13085</b>		
<b>Activos operacionales</b>	<b>11164</b>		

Fuente: Elaboración propia

## 8. PROYECCIÓN DE EERR

Todas las proyecciones que se presentan a continuación, tanto el semestre faltante del año 2019, como las proyecciones 2020-2024, tienen sus valores expresados en UF al 30 de junio del año 2019.

Valor UF (30 junio, 2019): **27.903,30**

### 8.1. Proyección de ingresos para el segundo semestre año 2019:

Para la proyección de los resultados del segundo semestre de 2019, se considero que los datos reales ya publicados de la primera parte del año podrían servir para explicar una gran parte del comportamiento en cuanto a ingresos de la compañía para 2019, por lo que se podría proyectar el semestre siguiente según el rendimiento histórico presente en la empresa para este primer periodo. Con este fin se utilizaron como insumo los estados de resultado históricos al 30 de junio de los años 2016 al 2018, para ser comparados con sus correspondientes reportes anuales. Esto se realizó con el objetivo de calcular la ponderación que ha presentado históricamente el primer semestre sobre el ingreso por ventas anuales en la empresa.

En la tabla 16 se presenta la proporción histórica del primer semestre por sobre el total de ventas anuales de su año correspondiente:

**Tabla 16: Ingresos históricos semestrales VSPT**

Ingresos por ventas (UF)	Ingresos historicos semestrales						
	2016		2017		2018		Promedio
primer semestre	3500,23	45,79%	3515,74	46,08%	3425,27	45,72%	45,86%
segundo semestre	4143,70	54,21%	4113,66	53,92%	4066,58	54,28%	54,14%
Total Anual	7643,93	100,00%	7629,4	100,00%	7491,85	100,00%	

Fuente: Elaboración propia en base EEFF consolidados

Como se puede observar, a pesar de que existe estacionalidad en la industria a través del año, los ingresos del primer semestre siempre han representado una proporción relativamente constante sobre los ingresos anuales totales, por lo que para proyectar el ingreso por ventas total del año se utilizó el ingreso por ventas al 30 de junio de 2019 como una proporción promedio de los últimos 3 años, para proyectar el total anual.

Al 30 de junio de 2019 los ingresos por venta eran de: **UF(M) 3.543,36**

Con estos datos, y considerando que el ingreso por ventas del primer semestre, históricamente en promedio ha representado un **45,86%** del total de ingresos anuales, se proyecta un ingreso anual estimado para el año 2019 de **UF(M) 7.725,77**.

Para el resto de la proyección del estado de resultados se utilizó una proyección lineal de los datos del primer semestre, por lo que se proyectaron manteniendo la proporción proveniente del análisis vertical en base a las ventas que representaban en la primera mitad del año.

Como se explicó con anterioridad, para el año 2019 se consideró la información publicada por la empresa del primer semestre como un reflejo del comportamiento de los ingresos durante el año, por lo que al tener en cuenta que VSPT presenta una ponderación histórica bastante estable de sus ingresos del primer semestre por sobre el total de ventas (45,86%), se elaboró el siguiente cuadro, en donde se muestra la proyección generada a partir de lo antes expuesto.

**Cuadro 6: Proyección de Ingresos para el año 2019**

ESTADO DE RESULTADOS	2018 UF	Semestre I - 2019 UF	Análisis vertical (S - I)	2019 (proyectado - UF)	Crecimiento proyectado	Análisis Vertical 2019	cuarto trimestre 2019
<b>Ingresos por ventas</b>	7.491,85	<b>3.543,36</b>	<b>100,0%</b>	<b>7725,77</b>	<b>3,12%</b>	100,00%	1931,44
Costos de ventas	-4.834,67	-2.295,63	-64,8%	-5005,28	3,53%	-64,79%	-1251,32
<b>Margen bruto</b>	<b>2.657,18</b>	<b>1.247,73</b>	<b>35,2%</b>	<b>2720,49</b>	<b>2,38%</b>	35,21%	680,12
Otros ingresos, por función	78,9	11,62	0,3%	25,34	-67,89%	0,33%	6,33
Costos de distribución	-530,2	-261,02	-7,4%	-569,12	7,34%	-7,37%	-142,28
Gastos de administración	-431,46	-216,35	-6,1%	-471,72	9,33%	-6,11%	-117,93
Otros gastos, por función	-952,11	-486,33	-13,7%	-1060,37	11,37%	-13,73%	-265,09
Otras ganancias (pérdidas)	-23,64	149,13	4,2%	325,16	-1475,45%	4,21%	81,29
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades op.</b>	<b>798,66</b>	<b>444,77</b>	<b>12,6%</b>	<b>969,75</b>	<b>21,42%</b>	12,55%	242,44
Ingresos financieros	6,34	5,75	0,2%	12,54	97,74%	0,16%	3,13
Costos financieros	-73,59	-34,79	-1,0%	-75,85	3,08%	-0,98%	-18,96
Diferencias de cambio	-1,66	7,4	0,2%	16,13	-1071,96%	0,21%	4,03
Resultado por unidades de reajuste	1,9	-26,6	-0,8%	-58,00	-3152,49%	-0,75%	-14,50
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>731,65</b>	<b>396,53</b>	<b>11,2%</b>	<b>864,57</b>	<b>18,17%</b>	11,19%	216,14
Impuestos a las ganancias	-193,56	-82,27	-2,3%	-179,38	-7,33%	-2,32%	-44,84
<b>Utilidad (pérdida) del período</b>	<b>538,1</b>	<b>314,26</b>	<b>8,9%</b>	<b>685,20</b>	<b>27,34%</b>	8,87%	171,30

Fuente: Elaboración propia

Este procedimiento implica que la tasa de crecimiento de ventas para el año 2019 se generó de manera implícita al comparar el crecimiento de los ingresos reales del primer semestre de los años 2016 a 2019, esto en base al supuesto de que los primeros seis meses, en esta empresa, son suficientemente significativos como para proyectar el comportamiento de los ingresos anuales, supuesto que se apoya en la estabilidad histórica que presentan estos meses sobre el total de ingresos anuales.

## 8.2. Proyección de los Ingresos de Operación.

### 8.2.1 Tasa de crecimiento de ventas proyectada para el período 2020-2023

Tomando en consideración el crecimiento proyectado de la empresa, de su grupo estratégico y de la industria, se ha calculado como promedio, un crecimiento esperado en las ventas para el periodo 2020-2023 de **2,62%** (*punto 8.2.1.3, tabla 21*). Con esta tasa, proyectamos las ventas para el período comprendido entre los años 2020 y 2023 en la siguiente tabla

**Tabla 17: Ingresos por ventas proyectados**

Proyección lxV (UF)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos x ventas	7.491,85	7.725,77	7.928,13	8.135,78	8.348,87	8.567,55

Fuente: *Elaboración propia*

El cómo se calculó cada una de estas tasas de crecimiento se explican en detalle a continuación:

#### 8.2.1.1. Tasa de crecimiento - Viña San Pedro de Tarapacá:

A continuación se muestran los datos históricos de ventas que ha presentado VSPT (Tabla 18), los cuales se han utilizado para calcular el promedio de crecimiento de ventas que ha presentado la viña desde el año 2014 al presente. Como se mencionó con anterioridad, esta empresa no presenta el detalle de sus ingresos por país, por lo que se vuelve impreciso proyectar la demanda:

**Tabla 18: Crecimiento anual de los ingresos por venta VSPT**

Año	Crecimiento l x ventas anuales VSPT	
	Ingresos	Crecimiento
2014	6998,33	
2015	7394,53	5,66%
2016	7643,93	3,37%
2017	7629,40	-0,19%
2018	7491,85	-1,80%
2019	7725,77	3,12%
	<b>Promedio</b>	<b>2,03%</b>

Fuente: Elaboración propia

### 8.2.1.2. Tasa de crecimiento - Grupo estratégico:

Para seleccionar las empresas vitivinícolas que comparten estrategias similares en el mercado y que por tanto se espera que se comporten de manera similar frente al entorno, se consideró el artículo publicado por Ismael Oliva B. de la universidad de Chile (2005), en donde distingue la presencia de tres grupos estratégicos de viñedos que comparten características, los cuales corresponden a:

- Grupo de viñas emergente-exclusivas
- Grupo de viñas medianas, bajos precios
- Grupo de viñas Grandes tradicionales

### Crecimiento Concha y Toro:

**Tabla 19: Crecimiento anual de los ingresos por venta Concha y Toro**

Año	Crecimiento l x ventas anuales	
	Ingresos	Crecimiento
2014	20904,81	
2015	22799,96	9,07%
2016	23597,48	3,50%
2017	23071,99	-2,23%
2018	22009,19	-4,61%
2019	23622,16	7,33%
	<b>Promedio</b>	<b>2,61%</b>

Fuente: Elaboración propia

## Crecimiento Viña Sta. Rita:

Tabla 20: Crecimiento anual de los ingresos por venta Viña Santa Rita

Crecimiento l x ventas anuales		
Año	Ingresos	Crecimiento
2014	4835,48	
2015	5540,67	14,58%
2016	5957,99	7,53%
2017	5868,43	-1,50%
2018	6117,04	4,24%
2019	5620,85	-8,11%
	Promedio	3,35%

Fuente: Elaboración propia

VSPT comparte mayores similitudes con las empresas vitivinícolas Concha y Toro, y con Viña Santa Rita (incluyendo subsidiarias), que con otras vitivinícolas de menor envergadura a nivel nacional. Entre las características compartidas de este grupo estratégico, se encuentra que poseen en promedio 132 años de tradición (por tanto un mayor conocimiento de la actividad), una considerable superficie plantada (1.254 hectáreas por viña), una gran capacidad de producción (cercano al 55% del total de la industria) y una mayor eficiencia por hectárea plantada (19.238 lts.), lo que muestra que presentan economías de escala.

Para calcular el crecimiento del grupo estratégico, en primer lugar, se proyectó el resto del año 2019 de ambas empresas, siguiendo el procedimiento antes aplicado para VSPT, y en segundo lugar, se utilizaron los datos históricos de crecimiento de ventas de los últimos 6 años, lo que arrojó un crecimiento promedio del grupo de **2,98%**.

### 8.2.1.3. Tasa de crecimiento - Industria vitivinícola chilena:

Para proyectar el crecimiento de los ingresos de la industria vitivinícola en Chile, se utilizaron los promedios de crecimiento con datos históricos de las exportaciones, excluyendo el mercado nacional, ya que las exportaciones representan cerca del 90% de los ingresos generados por la industria. Además de esto, se complementaron con las proyecciones realizadas por la comisión europea (pertenecente a la unión europea), del aumento del consumo de vino en diversos países del mundo de los años 2012-2020, que son además proyectables para los años siguientes.

Para construir la proyección de crecimiento, se consideró tanto el crecimiento histórico del consumo, como las proyecciones que presentan los principales países a los que Chile exporta sus vinos según los datos entregados por la ODEPA (Cuadro 7):

**Cuadro 7: Países que concentran el consumo de vino chileno**



Con estos datos, y con las tablas presentadas anteriormente en este informe, se construyó la tabla 13, en donde se ponderó el crecimiento según la importancia relativa de cada país y se calculó la tasa de crecimiento ponderando en un 75% los datos históricos, para así realizar una proyección más conservadora, detallada en la Tabla 21.

Al mismo tiempo que se proyecta el crecimiento en consumo, también es necesario proyectar el crecimiento del precio al cual se exportan los vinos chilenos, para lo cual se consideró las ventas de vino embotellado que representan cerca del 78% del total de las exportaciones, en el segmento más relevante, que comprende el rango de precios de 20-30 US\$ por caja. Para esto se promedió y ponderó en un 75% del total, el crecimiento histórico del precio en el rango de años del 2000-2018, correspondiente a un aumento del 0,74% anual compuesto. Mientras que para el restante 25% se utilizó el crecimiento que plantea la estrategia de la asociación gremial de viñas de Chile, **Vinos de Chile**, la cual pretende que el esfuerzo conjunto de las viñas chilenas logren que el precio de dicho segmento crezca a una tasa de 2,4% anual compuesto, el cual es bastante ambicioso si se compara con los resultados históricos:

**Tabla 21: Consumo principales importadores de vino chileno**

<b>Aumento de consumo, principales países importadores de vino Chileno (82%)</b>			
	<b>Histórico (2014-2018)</b>	<b>Proyectado (2012-2020)</b>	<b>Ponderación</b>
<b>China (16%)</b>	1.30%	3.40%	1.83%
<b>UK (11%)</b>	-1.70%	1.80%	-0.83%
<b>Brasil (11%)</b>	1.60%	0%	1.20%
<b>Japon (11%)</b>	0.10%	1.10%	0.35%
<b>EEUU (7%)</b>	7.60%	-0.70%	5.53%
<b>R. Mundo (26%)</b>	3.20%	1%	2.65%
<b>Ponderación aumento de consumo</b>			<b>1.45%</b>
<b>Aumento de precios del vino embotellado (78% de export.)</b>			
<b>Segmento relevante (20-30 USD x caja)</b>	<b>Histórico (2000-2018) (75%)</b>	<b>Objetivo (2019-2026) (25%)</b>	
	0.74%	2.40%	
	<b>Ponderación (75% histórico + 25% objetivo)</b>	<b>1.16%</b>	
	<b>Tasa combinada</b>	<b>2.62%</b>	

Fuente: Elaboración propia

Tasa de Crecimiento objetivo de 2,40% proviene del sitio web Vinos de Chile

En conclusión, considerando tanto el crecimiento en volumen de los principales países a los que Chile exporta **(1,45%)**, así como el crecimiento en precio de las principales exportaciones **(1,16%)**, se determina una tasa aproximada de crecimiento de los ingresos de la industria del vino, en donde se crece tanto en volumen como en precio, del **2,62%**.

### **8.3. Proyección de Costos de Operación**

Para la proyección de los costos operacionales y de los no operacionales del resto del año 2019 (segundo semestre) se utilizó la metodología expuesta en el punto inicial de esta sección **(8.1)**. Para el cálculo de las cuentas asociadas a los costos para el periodo 2020-2023, se utilizaron los siguientes supuestos y procedimientos:

#### **8.3.1. Cuentas que varían en función a las ventas**

Para las siguientes cuentas se consideró que varían en función del nivel de actividad en su totalidad (100% costo variable), y que por tanto una variación de las ventas modificará estas cuentas manteniendo una proporción constante que ha sido calculada como un promedio simple de la proporción que estas representan en los últimos 6 años (2014-2019), tomando como base el ingreso por ventas histórico de cada periodo:

- Costos por ventas (Operacional)
- Costos de distribución (Operacional)
- Gastos de administración (Operacional)
- ingresos financieros (No operacional)
- costos financieros (No operacional)
- Otros gastos por función

A continuación se presenta un cuadro con la proporción histórica de cada cuenta en base a las ventas:

**Tabla 22: Promedio histórico variaciones en base a ingresos (2014-2019)**

<b>Variación cuentas en base IxV</b>	
<b>Cuentas</b>	<b>Promedio histórico</b>
<b>Costos de ventas</b>	-60.1%
<b>Gastos de administración</b>	-6.9%
<b>Ingresos financieros</b>	0.2%
<b>Costos financieros</b>	-0.9%
<b>Costos de distribución</b>	-6.4%

Fuente: Elaboración propia

Para el caso de la cuenta otros gastos por función, ésta incluye la depreciación en los estados financieros, por lo cual fue desagregada de la misma, y mientras la parte que no incluye la depreciación fue calculada de la misma manera anteriormente expuesta (como una proporción fija en base al promedio histórico), la depreciación fue calculada posteriormente con un método más elaborado.

Finalmente, las proyecciones de las cuentas operacionales que varían en base a las ventas para los años 2020 a 2023 quedan de la siguiente manera:

**Tabla 23: Proyección variaciones según los ingresos**

	<b>Proyección Cuentas que varían según las ventas (UF)</b>			
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Costos de ventas</b>	-4767,271631	-4892,14	-5020,27	-5151,76
<b>Gastos de administración</b>	-543,15	-557,38	-571,98	-586,96
<b>Costos de distribución</b>	17,01	17,46	17,92	18,39
<b>Ingresos financieros</b>	-40,53	-41,59	-42,68	-43,80
<b>Costos financieros</b>	-506,96	-520,24	-533,86	-547,84
<b>Otros GxV</b>	1016,48	1042,55	1069,29	1096,72

Fuente: Elaboración propia

## Depreciación

Para el caso del cálculo de depreciación, se establecieron los siguientes supuestos:

- Existe un porcentaje de la cuenta propiedad planta y equipos que se deprecia en cada período. Para el caso de la proyección 2020-2023, se utiliza una proporción constante, la cual se basa en la ponderación histórica que presenta la empresa, la cual corresponde a una depreciación del **6,62%** de la cuenta PPE.
- La cuenta PPE varía en función a las ventas, para así reflejar el aumento en el nivel de producción (para lo que se necesita aumentar la inversión en PPE) que permite soportar dicho nivel de ingresos. Para la proyección de esta cuenta en el período 2020-2023, se utilizara una proporción creciente, la cual se basa en la ponderación histórica que presenta la cuenta en la empresa, que irá aumentando a una tasa de crecimiento correspondiente al aumento promedio de esta proporción, la que es igual al **5,16%**. A continuación la siguiente tabla muestra los datos históricos.

**Tabla 24: Depreciación y amortización**

	Depreciación y amortización (%) en base a PPE					Promedio
	2014	2015	2016	2017	2018	
Propiedad, planta y equipo (\$)	85.844.008	103.961.062	110.965.852	114.411.972	126.889.626	
Propiedad, planta y equipo (UF)	<b>3076,48</b>	3725,76	3976,80	4100,30	4547,48	
IxV	6.176,64	7.394,53	7.643,93	7.629,40	7.491,85	
PPE/ventas	<b>49,81%</b>	<b>50,39%</b>	<b>52,03%</b>	<b>53,74%</b>	<b>60,70%</b>	<b>54,21%</b>
Crecimiento (%) PPE/IxV		1,158%	3%	3%	13%	5,164%
Dep. Y amort./ppe (%)		7,28%	6,38%	6,56%	6,25%	6,62%

Fuente: *Elaboración propia*

Como se puede observar en la tabla 24, los datos históricos apoyan el supuesto planteado, ya que la cuenta PPE aumenta a medida que el nivel de ventas también lo hace, y además presenta rendimientos marginales decrecientes, por lo que para generar un mayor nivel de ventas debe invertirse en cada periodo consecutivo una cantidad mayor en PPE.

En base a estos datos, y utilizando como insumo los ingresos por venta proyectados para el periodo 2020 - 2023, se presenta a continuación una tabla donde se muestran los resultados tras calcular tanto la cuenta PPE (en base a las ventas), así como la depreciación asociada a ésta:

**Tabla 25: Proyección depreciación**

	Depreciación periodo 2020-2023			
	2020	2021	2022	2023
<b>IxV proyectado</b>	7928,13	8135,78	8348,87	8567,55
<b>PPE proyectado</b>	4520,08	4878,02	5264,31	5681,19
<b>Dep. y Amort. proyectado</b>	<b>299,15</b>	<b>322,84</b>	<b>348,41</b>	<b>376,00</b>

Fuente: Elaboración propia

### 8.3.2. Cuentas que no varían en función a las ventas

Para realizar la proyección de las restantes cuentas del EERR, se asume como supuesto que no son cuentas que varían con el nivel de actividad, pudiendo variar de un año a otro, y por lo tanto se utilizó un monto fijo para cada año a proyectar, utilizando para esto, un monto promedio de los últimos 6 periodos.

A continuación se muestran las cuentas y su monto a proyectar para el período 2020-2023, los cuales se basan en el promedio histórico que han presentado en los últimos 6 años, y que por tanto no varían en función de las ventas:

**Tabla 26: Cuentas que no varían con las ventas**

	Cuentas que no varían en función de las ventas				
	Promedio	2020	2021	2022	2023
<b>Otros ingresos por función</b>	39,86	39,86	39,86	39,86	39,86
<b>Otras ganancias (perdidas)</b>	53,71	53,71	53,71	53,71	53,71
<b>Diferencias de cambio</b>	16,81	16,81	16,81	16,81	16,81

Fuente: Elaboración propia

#### 8.4. Cálculos finales

Con las cuentas proyectadas anteriormente y en base a los supuestos establecidos, se procede a estimar la ganancia antes de impuesto, utilizando para ello el supuesto de que para cada año proyectado (2020 - 2023), la empresa paga el 100% del impuesto devengado, con una tasa impositiva del 27%.

**Tabla 27: Utilidades e impuestos**

	Resultado de la proyección (En UF)				
	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	846.6	1163.8	1192.4	1221.7	1251.9
Impuestos a las ganancias (27%)	-179.4	-314.2	-321.9	-329.9	-338.0
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>685.2</b>	<b>849.5</b>	<b>870.4</b>	<b>891.9</b>	<b>913.9</b>

Fuente: Elaboración propia

**Estado de resultado completo, proyectado en UF:**

**Tabla 28: Estado de resultados proyectado**

	ESTADO DE RESULTADOS (2019 - 2023)				
	2019	2020	2021	2022	2023
	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos por ventas	7.725,77	7.928,13	8.135,78	8.348,87	8.567,55
Costos de ventas (análisis vert. histórico)	-5.005,28	-4.767,27	-4.892,14	-5.020,27	-5.151,76
<b>Margen bruto</b>	<b>2.720,49</b>	<b>3.160,85</b>	<b>3.243,64</b>	<b>3.328,60</b>	<b>3.415,78</b>
Otros ingresos, por función (promedio) venta activos	25,34	39,86	39,86	39,86	39,86
Costos de distribución	-569,12	-506,96	-520,24	-533,86	-547,84
Gastos de administración	-471,72	-543,15	-557,38	-571,98	-586,96
Otros gastos, por función (incluye deprec)	-1.060,37	-1.031,17	-1.073,48	-1.118,14	-1.165,31
Otras ganancias (pérdidas)	325,16	53,71	53,71	53,71	53,71
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>969,75</b>	<b>1.173,15</b>	<b>1.186,12</b>	<b>1.198,19</b>	<b>1.209,24</b>
Ingresos financieros	12,54	17,01	17,46	17,92	18,39
Costos financieros	-75,85	-42,62	-46	-49,64	-53,57
Diferencias de cambio	16,13	16,81	16,81	16,81	16,81
Resultado por unidades de reajuste	-58	-17,37	-17,37	-17,37	-17,37
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>864,57</b>	<b>1.146,98</b>	<b>1.157,02</b>	<b>1.165,91</b>	<b>1.173,50</b>
Impuestos a las ganancias 27%	-179,38	-309,68	-312,4	-314,8	-316,84
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>685,2</b>	<b>837,3</b>	<b>844,63</b>	<b>851,12</b>	<b>856,65</b>

Fuente: Elaboración propia

## **9. Proyección de los flujos de caja libre**

Para la proyección del flujo de caja libre se utilizaron los siguientes supuestos:

### **9.1. Nuevas Inversiones**

Para el cálculo de la cuenta nuevas inversiones, se estableció que la empresa presentaría dos tipos de inversión: una inversión en reposición (asociada a la depreciación), e inversiones nuevas en PPE (asociadas a un mayor nivel de ventas).

#### **9.1.1. Inversiones en reposición:**

Para proyectar el monto de inversión en reposición se asume que éste sería igual al monto en el que los activos fijos se deprecian por cada periodo. Para determinar la depreciación, la proyección se basó en el porcentaje histórico de la depreciación sobre el total de la cuenta de propiedad, planta y equipos, y de la variación de esta última en base a las ventas, cuyos resultados fueron expuestos en el punto anterior 8.3.1, tabla 24.

#### **9.1.2. Inversión en capital físico**

Para estimar este monto se utilizaron los insumos generados en el cálculo de la depreciación, en el cual se asumió como supuesto que un mayor nivel de ventas requeriría un mayor nivel de propiedades, planta y equipos, y por tanto se requiere una inversión anual constante. Estas nuevas inversiones se calcularon como la diferencia en la cuenta de propiedad, planta y equipos, entre el periodo posterior y el actual, para reflejar así la necesidad de nuevas inversiones en activos que acompañan un aumento en la actividad de la empresa. Se asume que durante cada periodo se invierte el monto total en activos que se necesitará para el año siguiente.

**Tabla 29: Depreciaciones proyectadas**

	Depreciación periodo 2020-2023			
	2020	2021	2022	2023
<b>IxV proyectado</b>	7928,13	8135,78	8348,87	8567,55
<b>PPE proyectado</b>	4520,08	4878,02	5264,31	5681,19
<b>Dep. y Amort. proyectado</b>	<b>299,15</b>	<b>322,84</b>	<b>348,41</b>	<b>376,00</b>

Fuente: Elaboración propia

## 9.2. Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo:

La estimación de esta inversión se realizó en base a los siguientes supuestos:

- El capital de trabajo neto de los últimos cuatro cierres anuales (CTON) corresponde a la diferencia entre +cuentas por cobrar, +inventarios, +cuentas por cobrar con entidades relacionadas y -cuentas por pagar. Todo esto al 30 de diciembre de cada año.
- La empresa determina el capital de trabajo neto (CTON) necesario para cada año, en función de las ventas, ya que se asume que un mayor nivel de ventas requerirá que la operación cuente con más liquidez.

Utilizando como base estos supuestos se procedió a sacar un promedio de la razón entre el CTON histórico y sus respectivos ingresos del período, correspondiente a un promedio del **53,1%**. Según este método, VSPT no posee déficit de capital de trabajo en los años previos a la proyección, y los resultados se muestran en la siguiente tabla:

**Tabla 30: Estimación para capital de trabajo**

	2015	2016	2017	2018	Promedio	2019 (p)
<b>Cuentas x cobrar</b>	\$ 47.244.447	\$ 45.567.353	\$ 41.682.087	\$ 54.439.480		
<b>Inventarios</b>	\$ 53.359.132	\$ 60.704.050	\$ 64.630.287	\$ 66.173.035		
<b>CxC con relacionadas</b>	\$ 3.594.410	\$ 2.836.939	\$ 3.957.278	\$ 3.892.124		
<b>cuentas x pagar (-)</b>	-\$ 32.353.314	-\$ 34.832.094	\$ 32.919.039	\$ 33.416.895		
<b>Capital de trabajo neto</b>	\$ 71.844.675	\$ 74.276.248	\$ 143.188.691	\$ 157.921.534		
<b>CTN (UF)</b>	2575	2662	5132	5660		
<b>Ingresos por ventas</b>	7.395	7.644	7.629	7.492		7.726
<b>Cap. Trabajo/ventas</b>	34,8%	34,8%	67,3%	75,5%	53,1%	4103

Fuente: Elaboración propia

Una vez establecido este promedio histórico, se determinó el capital de trabajo operativo neto de cada año en base a las ventas proyectadas del periodo 2020 – 2023 (Ventas multiplicado por el promedio de 53,1%), tras lo cual se determinó que la inversión en cada período será la diferencia de CTON del año siguiente con el actual y que tendrá como función suplir el déficit de CTON proyectado. Se asume que durante cada periodo se invierte el monto total en capital de trabajo que se necesitará para el año siguiente, excepto el 2019.

Al poseer los ingresos por venta un crecimiento positivo, y considerando que a un mayor nivel de actividad se requiere mayor capital de trabajo operativo, se determina que todos los años proyectados generarán un déficit a futuro, que será subsanado mediante inversiones en el año previo al que ocurran.

**Tabla 31: Proyección capital de trabajo**

	Proyección Capital de trabajo (M UF)					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Ingreso por Venta</b>	<b>7725,77</b>	<b>7928,13</b>	<b>8135,78</b>	<b>8348,87</b>	<b>8567,55</b>	<b>8785,49</b>
<b>CTON necesario (53,1% IxV)</b>	4103,32	4210,79	4321,08	4434,26	4550,40	4666,16
<b>Déficit CTON proyectado</b>		-107,47	-110,29	-113,18	-116,14	-115,75
<b>Inversión en CTON</b>	<b>-107,47</b>	<b>-110,29</b>	<b>-113,18</b>	<b>-116,14</b>	<b>-115,75</b>	

*Fuente: Elaboración propia*

### 9.3. Ajuste de las cuentas

Las siguientes cuentas fueron ajustadas después de impuestos: otros ingresos, por función; otras ganancias (pérdidas); ingresos financieros; costos financieros y otros gastos por función. A esta última cuenta se le descontaron las amortizaciones y depreciaciones, que ya fueron ajustadas previamente.

Los otros ajustes fueron: diferencia de cambio y resultado por unidades de reajuste.

**Tabla 32: Ajustes flujo de caja**

	2019 (4to trimestre)	2020 (proyectado)	2021 (proyectado)	2022 (proyectado)	2023 (proyectado)
Ajuste por depreciación y amortización	255.9	299.2	322.8	348.4	376.0
Ajuste otros ingresos, por función (después de impuestos)	-5.0	-29.1	-29.1	-29.1	-29.1
Ajuste otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	-64.4	-39.2	-39.2	-39.2	-39.2
Ajuste ingresos financieros (después de impuestos)	-2.5	-11.7	-11.7	-11.7	-11.7
Ajuste costos financieros (después de impuestos)	15.0	51.3	51.3	51.3	51.3
Ajuste diferencias de cambio	-4.0	-16.8	-16.8	-16.8	-16.8
Ajuste resultado por unidades de reajuste	14.5	17.4	17.4	17.4	17.4
Ajustes otros gastos, por función (excluye deprec. y amort.) (después de impuestos)	971.4	523.6	525.4	526.2	526.1

Fuente: Elaboración propia

Para determinar el valor terminal o residual, se calculó la diferencia entre el último flujo de caja libre y la depreciación del último periodo, descontados a la tasa WACC calculada (8,79%).

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

**Tabla 33: Proyección flujo de caja más valor terminal**

PROYECCION DE CAPITAL DE TRABAJO					
	2019 UF (4to trimestre)	2020 UF (4to trimestre)	2021 UF (4to trimestre)	2022 UF (4to trimestre)	2023 UF (4to trimestre)
Flujo de caja bruto	1352,1	1621,8	1668,5	1716,8	1766,8
Inversión en reposición	-255,9	-299,2	-322,8	-348,4	-376,0
Nuevas inversiones	-331,7	-357,9	-386,3	-416,9	-445,4
Inversión en capital de trabajo	-107,5	-110,3	-113,2	-116,1	-115,8
<b>FCL</b>	<b>657,1</b>	<b>854,4</b>	<b>846,2</b>	<b>835,4</b>	<b>829,6</b>
Valor Terminal					5160,6
<b>FCL + Valor Terminal</b>	<b>657,1</b>	<b>854,4</b>	<b>846,2</b>	<b>835,4</b>	<b>5990,2</b>

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 34: Cálculo del Valor Terminal**

Cálculo Valor Terminal				
T + 1			FCL	829,64
FCL	829,64		WACC	8,79%
WACC	8,79%		DEPRECIACION	-376,00
			V.Terminal	5160,57
			V.T. actualizado	3386,43
			VAN	7.018,01

Fuente: Elaboración propia

#### 9.4. Flujos de caja proyectados:

**Tabla 35: Flujos de caja completos proyectados**

	ESTADO DE RESULTADOS (2014 - 2023)				
	2019	2020	2021	2022	2023
	UF (4to trimestre)	UF (4to trimestre)	UF (4to trimestre)	UF (4to trimestre)	UF (4to trimestre)
<b>Ingresos por ventas</b>	1931,4	7928,1	8135,8	8348,9	8567,5
Costos de ventas	-1251,3	-4767,3	-4892,1	-5020,3	-5151,8
<b>Margen bruto</b>	<b>680,1</b>	<b>3160,9</b>	<b>3243,6</b>	<b>3328,6</b>	<b>3415,8</b>
Otros ingresos, por función	6,3	39,9	39,9	39,9	39,9
Costos de distribución	-142,3	-507,0	-520,2	-533,9	-547,8
Gastos de administración	-117,9	-543,2	-557,4	-572,0	-587,0
Otros gastos, por función (incluye deprec)	-265,1	-1016,5	-1042,5	-1069,3	-1096,7
Otras ganancias (pérdidas)	81,3	53,7	53,7	53,7	53,7
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>242,4</b>	<b>1187,8</b>	<b>1217,1</b>	<b>1247,0</b>	<b>1277,8</b>
Ingresos financieros	3,1	16,0	16,0	16,0	16,0
Costos financieros	-19,0	-70,2	-70,2	-70,2	-70,2
Diferencias de cambio	4,0	16,8	16,8	16,8	16,8
Resultado por unidades de reajuste	-14,5	-17,4	-17,4	-17,4	-17,4
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>216,1</b>	<b>1133,1</b>	<b>1162,3</b>	<b>1192,3</b>	<b>1223,1</b>
Impuestos a las ganancias 27%	-44,8	-305,9	-313,8	-321,9	-330,2
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>171,3</b>	<b>827,1</b>	<b>848,5</b>	<b>870,4</b>	<b>892,8</b>
Ajuste por depreciación y amortización	255,9	299,2	322,8	348,4	376,0
Ajuste otros ingresos, por función (después de impuestos)	-5,0	-29,1	-29,1	-29,1	-29,1
Ajuste otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	-64,4	-39,2	-39,2	-39,2	-39,2
Ajuste Ingresos financieros (después de impuestos)	-2,5	-11,7	-11,7	-11,7	-11,7
Ajuste costos financieros (después de impuestos)	15,0	51,3	51,3	51,3	51,3
Ajuste diferencias de cambio	-4,0	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
Ajuste resultado por unidades de reajuste	14,5	17,4	17,4	17,4	17,4
Ajustes otros gastos, por función (excluye deprec. y amort.) (después de im)	971,4	523,6	525,4	526,2	526,1
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>1352,1</b>	<b>1621,8</b>	<b>1668,5</b>	<b>1716,8</b>	<b>1766,8</b>
Inversión en reposición	-255,9	-299,2	-322,8	-348,4	-376,0
Nuevas inversiones	-331,7	-357,9	-386,3	-416,9	-445,4
Inversión en capital de trabajo	-107,5	-110,3	-113,2	-116,1	-115,8
<b>FCL</b>	<b>657,1</b>	<b>854,4</b>	<b>846,2</b>	<b>835,4</b>	<b>829,6</b>
Valor Terminal					5160,6
<b>FCL + Valor Terminal</b>	<b>657,1</b>	<b>854,4</b>	<b>846,2</b>	<b>835,4</b>	<b>5990,2</b>

<b>WACC</b>	<b>8,79%</b>
<b>WACC trimestral</b>	<b>2,13%</b>
<b>VAN</b>	<b>7.018,01</b>

Fuente: Elaboración propia

## 10. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

De acuerdo con lo calculado anteriormente, precisamente en el punto 6, se incluye el déficit de CTON de -107,47(M UF). Además, basándonos en las memorias de la empresa, dentro del total de activos circulantes serán considerados activos prescindibles como el efectivo y equivalente al efectivo, y los activos biológicos corrientes por un monto total de 415.630 UF. La valorización de la empresa Viña San Pedro nos brinda los siguientes resultados:

**Tabla 36: Resumen VSPT**

<b>TABLA RESUMEN</b>	
CCPP (WACC)	8,79%
Valor de los activos operacionales (UF)	\$11.163.583
Activos prescindibles	415.630
Déficit de CTON (UF)	107.475
<b>Valor Total de los Activos (UF)</b>	<b>11.686.688</b>
Deuda financiera (UF)	-1.802.440
<b>Valor del Patrimonio económico (UF)</b>	<b>9.343.553</b>
Nº de Acciones	39.969.696.632
Nº de Acciones en M\$	39.969.697
Precio de la Acción (UF)	0,000234
Precio de la Acción(Pesos)	<b>\$6,52</b>
Precio de cierre al 30 de Junio de 2019	\$6,10
Diferencia respecto al mercado	6,9%

*Fuente: Elaboración propia*

El precio de la acción de VSPT para el 30 de Junio del año 2019, calculado a través del método de Flujos de Caja Descontados, es de **\$ 6,52**.

## 11. Conclusiones

Mediante el uso del método de flujos de caja descontados, tenemos que el valor estimado de la acción al cierre de junio del año 2019 es de \$ 6,52, frente a valor real de mercado de \$ 6,10 en aquella fecha.

A través de las fórmulas de CAPM y WACC se estimaron las tasas de descuento patrimonial y de activos, siendo éstas de acuerdo con a nuestros cálculos de 9,77% y 8,79% respectivamente.

Dado que el premio por riesgo de mercado es de un 6,96% para Chile, y el WACC calculado para VSPT es de un 9,77%, se puede inducir que VSPT presenta un mayor riesgo para los inversionistas que el mercado, lo que se ve reflejado en el valor estimado de la acción frente a su precio de mercado, dada la iliquidez de VSPT y los riesgos actuales asociados a la bolsa nacional.

Respecto a la estructura de financiamiento de la empresa, tenemos una relación de ocho a dos entre patrimonio y deuda, lo cual representa una estructura conservadora. Relacionada con empresas productivas intensivas en el uso de activos fijos. Esta estructura es apropiada para una vitivinícola como VSPT.

El principal proceso de valorización se centró en el método de flujos de caja libre descontados, mediante la proyección de los estados de resultados. Para este cálculo se procedió a estimar un crecimiento proyectado del ingreso por línea de negocio, y se estimaron las relaciones que deberían seguir los costos y gastos de la compañía. Con ello y las estimaciones de las cuentas no operacionales, se estimó el estado de resultados hasta el año 2023. Con lo anterior, se hicieron los ajustes necesarios para llegar al flujo de caja bruto y posteriormente al flujo de caja libre, descontando las inversiones de la compañía (Capex e inversión en capital de trabajo).

De este modo, se llegó a que el valor patrimonial económico de VSPT al 30 de junio de 2019 es de M UF 9.884,25; lo que conlleva a que el valor de la acción en ese mismo periodo es de \$ 6,52; lo cual es un 6,9% mayor al precio de mercado de la acción a la misma fecha (\$6,10 pesos por acción). Esta diferencia se da en parte por la baja liquidez y poco atractivo de la acción para el mercado, así como también por los supuestos elegidos para esta valoración y proyección.

## 12. Bibliografía

- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
- Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.
- Estados Financieros de VSPT obtenidos desde SVS
- Informe de Clasificación de Riesgo Anual ICR Chile (2019)
- Memoria Viña San Pedro Tarapacá (2018)
- Memoria Viña Concha y Toro (2018)
- Memoria Santa Rita (2018)
- Aspectos de la coyuntura mundial, abril 2016, documento de la Organización Mundial del Vino.
- Medium term projections for the world wine market 2012-2020, document de la comisión europea.
- Wines of Chile, estudios
- Kym Anderson and Glyn Wittwer, Modeling Global Wine Markets to 2018: Exchange Rates, Taste Changes, and China's Import Growth

## 13. Anexos

### 13.1. Anexo 1: Filiales de Viña San Pedro Tarapacá

---

**Nombre: FINCA LA CELIA S.A.**

Dirección: San Carlos, Mendoza, Argentina

Objeto Social / Administración: Este proyecto se inició en diciembre de 1999, con miras a posicionar los vinos argentinos, de origen en el Valle de Uco, en los mercados internacionales. Es una de las principales bodegas exportadoras de Argentina ocupando la 7° posición en el ranking, destinando su 80% de vinos a más de 55 países del mundo. Mercados como Estados Unidos, Inglaterra y Brasil lideran la nómina. Refundada en el año 2000, Finca La Celia pertenece al grupo chileno Viña San Pedro Tarapacá Wine Group y representa -actualmente- la mayor operación del Valle de Uco, en términos de ventas y facturación controlando el 99,33% de la compañía.

**Nombre: VIÑA ALTAIR Spa**

Dirección: Av. Vitacura N° 2670, piso 16 Las Condes, Santiago

Objeto Social / Administración: En el año 2001, nace Viña Altair en el Valle del Cachapoal Andes, bodega concebida para la producción de vinos de alta gama. Y paralelamente, Viña Misiones de Rengo es fundada en la localidad de Rengo. La Sociedad Viña Altair Spa ha otorgado a Viña San Pedro Tarapacá S.A licencias de uso y el derecho para elaborar, fabricar, envasar, vender y promocionar, distribuir y comercializar sus productos en todo el territorio extranjero y en Chile. Estas licencias tienen una vigencia de 10 años cada una, renovables. Viña San Pedro Tarapacá S.A posee el 100% de control de la compañía

**Nombre: VIÑA VALLES DE CHILE S.A.**

Rut: 99.531.920-9

Dirección: Av. del Parque 4161, Huechuraba, Región Metropolitana

Objeto Social / Administración: En el año 2013, Viña Misiones de Rengo y Viña Urmeneta, se fusionan en Viña Valles de Chile. La Sociedad Valles de Chile S.A. ha otorgado a Viña San Pedro Tarapacá S.A licencias de uso y el derecho para elaborar, fabricar, envasar, vender y promocionar, distribuir y comercializar sus productos en todo el territorio extranjero y en Chile. Estas licencias tienen una vigencia de 10 años cada una, renovables. Viña San Pedro Tarapacá S.A posee el 99,99% de control de la compañía

### 13.2. Anexo 2: Cálculo Costo de la Deuda

Valor de mercado de la deuda 2019			
Interest expense (último semestre)	34,79		
Kd (promedio de la deuda)	3,23%	Kb semestral	1,60%
Current cost of debt (M\$ UF)		ponderación	maturity (aprox. semestre)
Otros pasivos financieros, corrientes	1046,05	58,04%	2
Otros pasivos financieros, no corrientes	756,39	41,96%	4
Total	1802,44	promedio	2,84
Market value of debt	1818,84		

Kb 2019 (corrientes)			
Montos deudas financieras corrientes	%	tasa de interés	Ponderación
10.490.884	36,56%	2,96%	1,08%
8.867	0,03%	3,38%	0,00%
39.949	0,14%	3,64%	0,01%
6.813.580	23,75%	3,08%	0,73%
10.663.693	37,17%	2,70%	1,00%
2.190	0,01%	17,00%	0,00%

253.988	0,89%	2,42%	0,02%
73.609	0,26%	1,48%	0,00%
338.215	1,18%	4,85%	0,06%
6.683	0,02%	62,00%	0,01%
28.691.658			2,92%
Montos deudas financieras no corrientes	%	tasa de interés	Ponderación
7.878.140	37,44%	3,38%	1,27%
9.462.183	44,97%	3,64%	1,64%
685.576	3,26%	2,42%	0,08%
290.240	1,38%	1,48%	0,02%
2.722.882	12,94%	4,85%	0,63%
3.357	0,02%	65,00%	0,01%
21.042.378			3,64%
<b>Total</b>			
total deuda	49.734.036		ponderación
deuda corriente	28.691.658	57,69%	1,69%
deuda no corriente	21.042.378	42,31%	1,54%
			3,23%

### 13.3. Anexo 3: Bono emitido y pagado

	<b>Observaciones</b>
Bono	Serie A (línea 415)
Nemotécnico	BSPED-A
Fecha de Emisión	15 de julio de 2005
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15 de julio de 2025
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón ( $k_d$ )	3,80%
Periodicidad	Semestral
Duration	8 años
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Reestructuración de pasivos de corto plazo
Clasificación de Riesgo	A+ según Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	De acuerdo a la información de Bloomberg la tasa que se transó el bono el día de colocación fue de 3,70 %
Precio de venta el día de la emisión.	Descontando los flujos a la tasa del día de la colocación el precio de venta fue de UF 1.511,25, por lo cual se transó sobre la par
Valor de Mercado	De acuerdo a Bloomberg el valor de mercado el día de la emisión fue de 100,75 (sobre la par).