



VALORACIÓN DE VIÑA CONCHA Y TORO Mediante Método de Valoración de Múltiplos

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

**Alumno: Braulio Oporto López
Profesor Guía: Francisco Marcet Orellana**

Santiago, junio de 2023

ÍNDICE

Resumen ejecutivo	pág. 3
1. Metodología	pág. 4
1.1. Principales métodos de valoración	pág. 4
1.1.1 Método de múltiplos	pág. 4
1.1.2.1. Múltiplos de ganancias	pág. 5
1.1.2.2. Múltiplos de valor libro	pág. 6
1.1.2.3. Múltiplos de ventas	pág. 6
2. Descripción de la empresa y la industria	pág. 7
2.1 Descripción de la empresa	pág. 7
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	pág. 7
2.1.2. Principales accionistas	pág. 10
2.1.3. Filiales	pág. 11
2.2. Descripción de la industria	pág. 12
2.2.1. Estado actual	pág. 12
2.2.2. Regulación y fiscalización	pág. 14
2.2.3. Riesgos	pág. 15
2.2.4. Empresas comparables	pág. 16
3. Estructura de capital	pág. 20
3.1. Deuda financiera	pág. 20
3.2. Patrimonio económico	pág. 22
3.3. Valor económico	pág. 23
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo	pág. 24
4. Estimación del costo de capital	pág. 26
4.1. Costo de la deuda	pág. 26
4.2. Beta de la deuda	pág. 26
4.3. Estimación del beta patrimonial	pág. 26

4.4. Beta patrimonial sin deuda	pág. 28
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	pág. 29
4.6. Costo patrimonial	pág. 30
4.7. Costo de capital	pág. 31
5. Valorización por múltiplos	pág. 32
5.1. Análisis de las empresas comparables	pág. 32
5.2. Múltiplos de la industria	pág. 34
5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	pág. 35
5.4. Análisis de los resultados	pág. 35
Conclusiones	pág. 39
Bibliografía	pág. 41

RESUMEN EJECUTIVO

El siguiente documento, tiene como finalidad principal realizar una valorización de la empresa Viña Concha y Toro, empresa que, a la fecha, conforma parte del IPSA.

Concha y Toro es una empresa fundada en 1883 perteneciente al rubro vitivinícola y una de las principales compañías chilenas exportadoras de vino en el mundo, llevando sus productos a cerca de 130 países y produciendo parte de su cosecha tanto en Chile, Estados Unidos y Argentina.

A través de todos sus años de experiencia en este rubro, Concha y Toro ha sido premiada con diversos galardones a través de su historia, lo que la lleva a convertirse en una de las 10 empresas productoras de vino más grande del mundo.

Luego de un completo análisis de la Compañía, sus competidos y el mercado en general, la valorización se realiza a través de la estimación del precio de la acción de la Compañía utilizando la metodología valorización a través de cálculo de múltiplos.

Finalmente, a través del cálculo de precio estimado a través del método de flujos descontados, es como podemos llegar a un precio de la acción estimado de \$1.966 al 31 de marzo de 2022.

1. METODOLOGÍA

1.1 Principales métodos de valorización

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran

variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.2.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas. Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

Concha y Toro es una empresa perteneciente a la industria vitivinícola, una de las industrias más importantes para la economía local, la que representa un 0,5% del PIB. Cabe destacar, que es la viña más grande del país,

Entre los años 2018 y marzo del 2022, la compañía cuenta con un crecimiento promedio del 5,98%, lo que se traduce en M\$ UF 6.000. Por otro lado, le da empleo a un aproximado de 4% de la población total dedicada a esta industria.

2.1.1 Antecedentes del negocio e historia

Tabla 1. Antecedentes Viña Concha y Toro

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	Conchatoro
Clase de acción	Acción Común
Derechos de cada clase	Acciones comunes
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa	Viña Concha Y Toro S.A. produce vinos en Chile y Argentina. La Compañía posee y opera viñedos, plantas de vinificación, plantas de embotellado y una distribuidora de vinos red. Viña Concha produce vinos premium, varietales y espumosos. La Compañía exporta sus productos a todo el mundo. Viña Concha también cultiva y comercializa fruta, y embotella agua mineral.
Países donde opera	Europa, Chile, Estados Unidos, Asia Y otros.
Rubros	Viñedos, Embotellado, Frutas y Licores.

Fuente: Estados Financieros y Memoria anual de Concha y Toro en CMF, Bloomberg.

Viña Concha y Toro es una empresa vitivinícola que comenzó con la fundación de su viña en 1883 por don Melchor Concha y Toro, un destacado político y empresario de la época.

constituyó como sociedad anónima por Escritura Pública el 31 de diciembre de 1922, comenzando a transar sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, acompañado de su primera exportación, en 1933.

El año 1957 entra al directorio Eduardo Gilisasti Tagle, quien ayuda a sentar las bases de la expansión que tendría la compañía en el futuro.

Durante 1966 se lanzó la nueva línea de vinos llamada Casillero del Diablo, comenzando también una elaboración mucho más compleja del vino de lo que se tenía hasta el momento.

En 1994 Viña Concha y Toro se convierte en la primera empresa chilena en transar sus acciones en la bolsa de New York.

El año 2001 se crea la primera filial de distribución fuera de Chile: Concha y Toro UK.

Durante el 2013 Concha y Toro es elegida por primera vez como la marca de vino más admirada en el mundo, según Drinks International; obteniendo el mismo año, certificación de sustentabilidad de Vinos de Chile.

El año 2021 recién pasado, The Drink Business eligió a Concha y Toro como la mejor empresa de vinos y licores del año a nivel internacional.

Hoy en día, Concha y Toro posee 12.547 hectáreas plantadas entre Chile, Argentina y Estados Unidos, 158 viñedos, 36 bodegas, 10 plantas de envasado y una red de 13 oficinas comerciales y filiales de distribución propia en América del Norte, América del Sur, Asia y Europa contando con más de 3.297 colaboradores.

Según información entregada en su memoria anual el 2021, la marca tiene presencia en más de 130 países, destacando Reino Unido, Estados Unidos, Brasil y países nórdicos.

Concha y Toro es el mayor exportador de vino chileno, con una participación en valor en 2021 de 26% (incluyendo vino general), según cifras Intelevid.

Sus antecedentes financieros a marzo de 2022 según análisis razonado entrado a la CMF reflejan que la venta consolidada creció un 8,9%, llegando a las MUF 5,61 reflejando un alza en los precios/mix promedio, un efecto favorable por tipo de cambio, y menores volúmenes.

Por otro lado, presenta un crecimiento en la ganancia bruta de 14,3% y un margen bruto de con un aumento de 190 pb a 40,2%.

Por su parte, el EBITDA subió a un 9,7%, alcanzando las MUF 1,01, al que lo complementa el margen EBITDA de un 18,0%, es decir, un aumento de 10 pt.

Finalmente, la utilidad neta aumento un 20,0%, y el margen neto creció 90 pb llegando a 9,9%.

Sus índices financieros reflejan una liquidez de 1,96 veces, un aumento de 0,03 veces en comparación a diciembre 2021 con 1,93 veces lo que se traduce en un crecimiento de 1,55%. De forma opuesta, la razón ácida es de 0,97 veces, la que disminuyó 0,19 veces en comparación al trimestre inmediatamente anterior, lo anterior significa una disminución de este índice de 4,90%.

Por el lado del endeudamiento, este arroja 0,99 veces, con una baja de 0,17 veces en comparación a las 1,16 veces reflejadas en diciembre de 2021. Lo anterior es debido a que los pasivos totales de la compañía disminuyeron un 8,20% en relación con el aumento del patrimonio de un 8,21%.

Al analizar la rentabilidad de la compañía, se aprecia un aumento en la rentabilidad del patrimonio (28,25%) respecto al 2021, esto debido a que la ganancia neta anualizada y el patrimonio neto promedio sufrieron un alza de 35,22% y 5,40%, respectivamente.

Por su parte, la rentabilidad de los activos también aumentó un 24,86%, debido al aumento de la ganancia neta anualizada en un 35,22% sobre los activos promedio, los que aumentaron en un 8,27%.

Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Viña Concha y Toro

Países donde opera para el año 2021	Ingresos (en miles de UF)	%	EBITDA (en miles de UF)	%
Europa	10.635	38,29%	2.043	38,29%
Vinos, licores y Bebidas				
Chile	4.808	17,31%	923	17,31%
Vinos, licores y Bebidas				
Estados Unidos	4.791	17,25%	920	17,25%
Vinos, licores y Bebidas				
Asia	2.572	9,26%	494	9,26%
Vinos, licores y Bebidas				
Sudamérica	2.534	9,12%	487	9,12%
Vinos, licores y Bebidas				
América Central	1.706	6,14%	328	6,14%
Vinos, licores y Bebidas				
Canadá	670	2,41%	129	2,41%
Vinos, licores y Bebidas				
África	26	0,09%	5	0,09%
Vinos, licores y Bebidas				
Otras Áreas	34	0,12%	7	0,12%
Vinos, licores y Bebidas				
Totales	27.775	100%	5.335	100%

Fuente: Estados Financieros de Concha y Toro en CMF, Bloomberg.

2.1.2 Principales accionistas

Al 31 de marzo de 2022, según estados financieros entregados a la CMF, sus 12 principales accionistas son:

Tabla 3. Principales Accionistas

Nombre	N° de Acciones	% de Propiedad
Inversiones Totihue S.A.	85.685.431	11,47%
Rentas Santa Bárbara S.A.	80.714.628	10,81%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	76.567.174	10,25%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	34.386.708	4,60%
Banco de Chile por cuenta de State Street	33.010.314	4,42%
Inversiones Quivolgo S.A.	32.638.150	4,37%
Banco Santander por cuenta de Inv. Extranjeros	29.716.335	3,98%
Banco de Chile por cuenta de Terceros No Residentes	28.759.487	3,85%
Agroforestal e Inversiones Maihue Ltda.	23.678.162	3,17%
Rentass Santa Marta Ltda.	22.293.321	2,98%
Inversiones La Gloria Ltda.	17.292.349	2,31%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	17.177.367	2,30%
Totales	481.919.426	64,5%

Fuente: Estado Financiero de Concha y Toro en CMF

2.1.3 Filiales

La Malla Societaria de Concha y Toro S.A. es la siguiente:

Tabla 4. Filiales y Coligadas de Concha y Toro S.A.

Nombre	% de Propiedad Directo	% de Propiedad Indirecto
Inversiones Concha y Toro SpA	100,00%	0,00%
Bodegas y Viñedos Viña del Maipo SpA	54,32%	45,68%
Concha y Toro UK Limited	99,00%	1,00%
Inversiones VCT Internacional SpA	35,99%	64,01%
Inmobiliaria el Llano SpA	100,00%	0,00%
Comercial Peumo Ltda	0,00%	100,00%
Viña Cono Sur S.A.	0,00%	100,00%
Viña Cono Sur Orgánico SpA	0,00%	100,00%
Sociedad Exportadora y Comercial Viña de Maipo SpA	0,00%	100,00%
Viña Don Melchor SpA	0,00%	100,00%
Transportes Viconto Ltda.	0,00%	100,00%
Southern Brewing Company S.A.	77,00%	0,00%
Trivento Bodegas y Viñedos S.A.	0,00%	100,00%
Finca Austral S.A.	0,00%	100,00%
Finca Lunlunta S.A.	0,00%	100,00%
VCT Brasil Importación y Exportación Ltda.	0,00%	100,00%
Cono Sur Europe Limited	0,00%	100,00%
VCT Sweden AB	0,00%	100,00%
Concha y Toro Norway AS	0,00%	100,00%
VCT Finland OY	0,00%	100,00%
VCT Norway AS	0,00%	100,00%
Cono Sur France S.A.R.L.	0,00%	100,00%
Gan Lu Wine Trading (Shanghai) Co. Ltd.	0,00%	100,00%
VCT Group of Wineries Asia Pte. Ltd.	0,00%	100,00%
Fetzer Vineyards	0,00%	100,00%
VCT USA, Inc.	0,00%	100,00%
Eagle Peak Estates LLC.	0,00%	100,00%
VCT Africa & Middle East Proprietary Limited	0,00%	100,00%
VCT México S.R.L. de C.V.	0,00%	100,00%
Concha y Toro Canadá, Ltd.	0,00%	100,00%
VCT Benelux B.V.	0,00%	100,00%
Viña Almaviva S.A.	0,00%	50,00%
Industria Corchera S.A.	0,00%	49,99%
Escalade Wines & Spirits Inc.	0,00%	50,00%
Beer Garden Bellavista SpA.	0,00%	26,95%
Inmobiliaria Reserva Urbana S.A.	0,00%	25,00%

Corchera Gómez Barris S.A.	0,00%	49,98%
VCT Japan Company Ltd.	0,00%	41,00%

Fuente: Memoria Anual 2021 de Concha y Toro desde su web

2.2. Descripción de la industria

2.2.1 Estado Actual

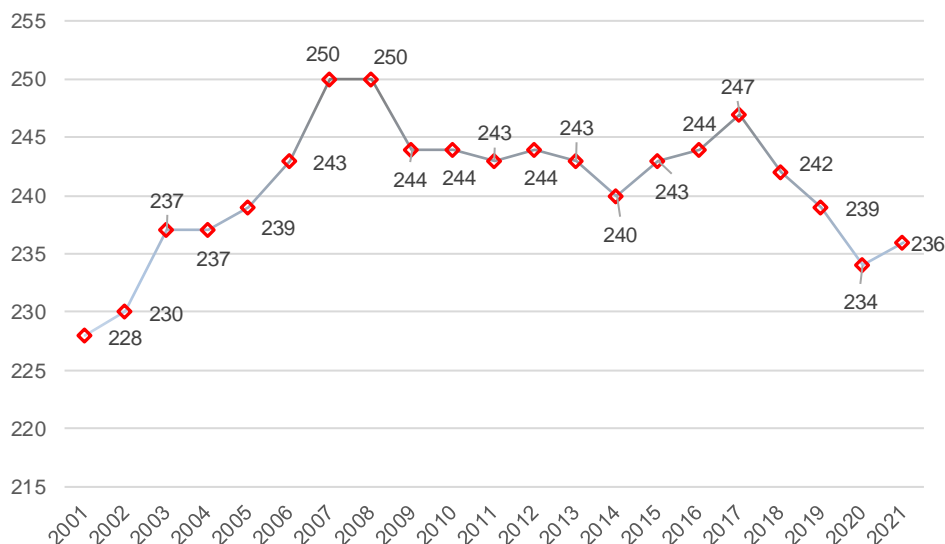
La industria vitivinícola en Chile actualmente produce el 0,5% del PIB anual, proveyendo empleo para más de 100 mil personas de forma directa, aunque solamente un 53% trabaja en viñedos. El resto de los trabajadores se reparte entre, logística, transporte y marketing, bodegas, envasado y producción (www.winesofchile.org).

La información disponible muestra que actualmente hay más de 800 bodegas activas, 11.697 productores y 394 empresas exportadoras de vino, de las cuales casi un 76% son pymes (www.winesofchile.org).

Según las últimas cifras de Vinos de Chile, los envíos de este producto alcanzaban los 48,5 millones de cajas a noviembre de 2021, es decir, un 2,3% menos que en el mismo período de 2020. Aun así, entre enero y noviembre de 2021 las ventas aumentaron un 5%, lo que se traduce en UF 30.039, mientras el precio promedio aumentó un 7,4%, dejándolo en UF 0,8 por caja (Radio Agricultura, tomando como fuente diario El Mercurio).

En el Gráfico 1 a continuación, se puede apreciar la variación en el consumo de vino de la última década desde el año 2001 al 2021. De todas maneras, cabe destacar que esta publicación hecha en abril de 2022 considera un nivel de consumo en curso para el año 2020 y una estimación para el 2021.

Gráfico 1. Consumo anual de vino en todo el mundo de 2001 a 2021 (en millones de hectolitros)



Fuente: <https://es.statista.com/estadisticas/506651/consumo-anual-de-vino-en-el-mundo/>

Según información entregada por Vinos de Chile el vino tiene un rol bastante descentralizador en el país, ya que un 91% de la superficie vitícola, un 92% de las bodegas y el 85% del trabajo asociado a esta industria está fuera de la Región Metropolitana. Es más, las regiones donde se encuentran la mayor cantidad de viñas son la región de O'Higgins y la región del Maule con un 32,7% y un 37,9%, respectivamente.

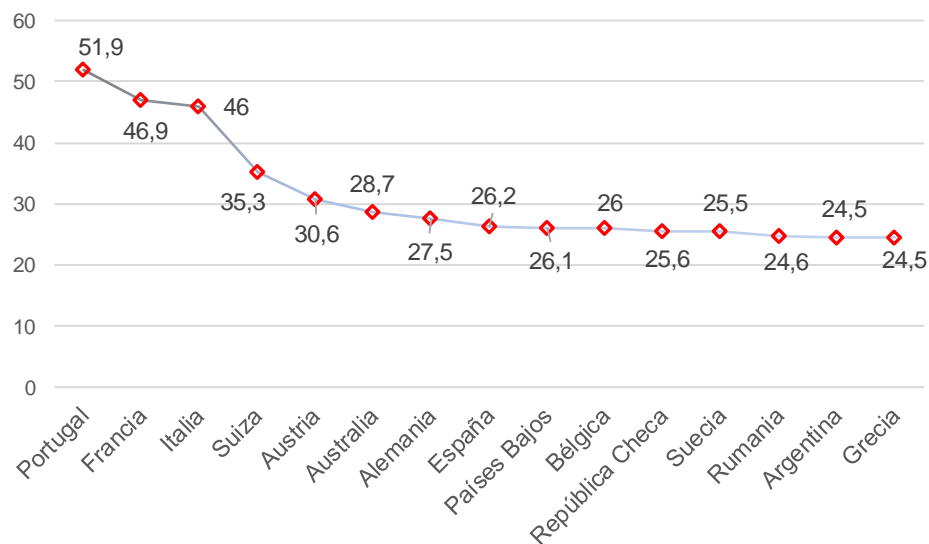
En adición a lo descentralizada que es la industria del vino en Chile, agregamos lo fragmentada que está, ya que, a diciembre de 2021 el registro de exportadores de vino chileno ascendía a 329 sociedades que enviaban sus productos a 141 países. A la misma fecha, los mercados más relevantes para la exportación de este producto son China, Estados Unidos, Reino Unido, Brasil y Japón. Estos destinos concentraron el 57% de las exportaciones totales, según información entregada por Intelvid.

La Organización Internacional del Vino (OIV) sitúa a Chile como el octavo país a nivel mundial en cuanto a superficie de viñedos plantados, con

207.000 hectáreas, las que corresponden al 2,8% del total mundial al año 2020.

En el Gráfico 2 a continuación se aprecian los principales países consumidores en litros por persona de vino en el mundo al 2021 según información entrada por Statista.

Gráfico 2. Ranking de los principales consumidores por persona de vino en todo el mundo en 2021 (en litros por persona)



Fuente: <https://es.statista.com/estadisticas/503589/paises-del-mundo-con-mayor-consumo-de-vino/>

2.2.2 Regulación y Fiscalización

Para la industria del vino hay muchos tipos de regulación, la principal está guiada por la ley 18.455 que fija las normas “sobre producción, elaboración y comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagres”.

El Decreto Supremo de Agricultura N°464, establece todas las normas sobre zonificación vitícola del país y denominaciones de origen.

Por otro lado, Chile mantiene acuerdos de libre comercio y otros en materias arancelarias con diversos países, los cuales favorecen las exportaciones para todas las compañías de este rubro.

Finalmente, las compañías vitivinícolas son constantemente reguladas por el Servicio Agrícola y Ganadero, la Superintendencia de Medio Ambiente, la Seremi de Salud, la Corporación Nacional Forestal, la Comisión para el Mercado Financiero (según el tamaño de la compañía), el Servicio de Impuestos Internos y la Dirección del Trabajo entre otros organismos.

2.2.3. Riesgos

Los distintos riesgos que deben gestionar las empresas pertenecientes a esta industria son:

- **Riesgos Operacionales:** Son los riesgos asociados a la operación y funcionamiento del negocio, tales como riesgos agrícolas debido al calentamiento global, un hecho que ocurre y afecta a todas las compañías en el mundo; hay riesgos asociados a la dependencia creada a los proveedores para el consumo de bienes básicos, tales como el embotellado; otro tipo de riesgo es el asociado al consumo, ya que los gustos de los consumidores son cambiantes y se generan nuevas tendencias.
- **Riesgos por condiciones políticas y económicas:** Esta categoría incluye riesgos tales como los asociados a cambios en las leyes tributarias e interpretaciones, ya que posibles cambios en las leyes que regulan a estas empresas tanto dentro como fuera de Chile pueden afectar su funcionamiento y sus resultados; hay otro riesgo asociado a las regulaciones gubernamentales, esto ya que la venta de vinos tanto en Chile como en el extranjero debe regirse por los requerimientos para tener licencias, prácticas para la fijación de precios, etiquetados, publicidad y otros; finalmente, hay un riesgo asociado a la economía chilena propiamente tal ya que aunque muchas empresas de esta

industria destinen un gran porcentaje de sus ventas en el extranjero, los resultados que obtienen y sus posiciones financieras dependen de las condiciones económicas propias de Chile.

- Riesgos financieros: Respecto de las finanzas de las compañías, hay riesgos asociados a variaciones en los tipos de cambio y tasa de interés, lo anterior puede significar resultados tanto positivos como negativos para las empresas; otro tipo de riesgo financiero es el riesgo crédito, el que tiene relación con cierto nivel de insolvencia que puedan presentar los clientes. Dado lo anterior, muchas compañías se protegen contratando distintos tipos de coberturas con compañías de seguros.
- Riesgo tecnológico: Hay un riesgo tecnológico asociado a la ciberseguridad y seguridad de la información que custodian las compañías. Las empresas de la industria han tenido que resguardar su información ampliando sus equipos de ciberseguridad al interior de la empresa, y contratando compañías que fortalecen su infraestructura mitigando posibles riesgos de ciberataques fuera de Chile.

2.2.4. Empresas comparables

Las empresas comparables a Viña Concha y Toro en la industria vitivinícola son:

Tabla 5. Viña San Pedro de Tarapacá S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	VSPT
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa	Viña San Pedro de Tarapacá fue fundada en 1943. Actualmente posee 5.215 hectáreas plantadas en Chile y Argentina. Sus vinos se exportan a más de 80 países alrededor del globo y representan el 49% del total de ventas de la viña. Su principal accionista CCU Inversiones S.A. con un 84,52% de participación.

Fuente: Estados Financieros y Memoria Anual de Viña Santa Pedro de Atacama en CMF, Bloomberg.

Según información financiera entregada a la Comisión para el Mercado Financiero, los ingresos totales de VSPT alcanzaron los MUF 8.442, cifra

11% mayor respecto al año anterior. El EBITDA fue de MUF 1.474, un 6% mayor que en 2020 y la utilidad del ejercicio alcanzó los MUF 723, esto es en línea con el año anterior.

Tabla 6. Sociedad Anónima Viña Santa Rita S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	Santa Rita
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa	Viña Santa Rita fue fundada en 1880 por don Domingo Fernández Concha. Actualmente tiene más de 3.982 hectáreas plantadas entre Chile y Argentina. Sus vinos se exportan a más de 70 países alrededor del globo y representan el 91% del total de envíos de la viña. Su principal accionista en Cristalerías de Chile S.A. con un 60,56% de participación.

Fuente: Estados Financieros y Memoria Anual de Viña Santa Rita en CMF

Según información financiera entregada a la Comisión para el Mercado Financiero, los ingresos totales de Viña Santa Rita alcanzaron los MUF 5.711, cifra 1,56% menor respecto al año anterior. El EBITDA fue de MUF 645, un 3,03% mayor que en 2020 y la utilidad del ejercicio alcanzó los MUF 273, esto es en línea con el año anterior.

Tabla 7. Viña Los Vascos S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	Los Vascos
Mercado donde transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa	Viña Los Vascos fue fundada en 1982, dedicándose exclusivamente a la producción de vinos finos. Actualmente posee 3.549 hectáreas en Chile Sus vinos se exportan a 38 países alrededor del mundo, y el 98% de sus ventas son directamente a exportación. Su principal accionista es Les Domaines Barons de Rothschild en Francia, con un 57% de participación.

Fuente: Estados Financieros y Memoria Anual de Viña Los Vascos en CMF

Según información financiera entregada a la Comisión para el Mercado Financiero, los ingresos totales de Los Vascos alcanzaron los MUF 690, cifra 26,05% mayor respecto al año anterior. El EBITDA fue de MUF 187, un 37,48% mayor que en 2020 y la utilidad del ejercicio alcanzó los MUF 81, esto es en línea con el año anterior.

Tabla 8. Ingresos de las empresas comparables

Países donde opera para el año 2021 (en miles de UF)	VSPT	%	Viña Santa Rita	%	Los Vascos	%
Chile	9.128	43,84%	7.398	53,63%	14	92,15%
Vinos, licores y Bebidas						
Extranjero	11.693	56,16%	6.396	46,37%	1	7,85%
Vinos, licores y Bebidas						
Total	20.821	100%	13.794	100%	15	100%

Fuente: Estados Financieros de VSPT, de Viña Santa Rita y de Viña Los Vascos en CMF, Bloomberg.

Según la Tabla 8 más arriba, las tres compañías seleccionadas como comparables tienen un nivel de ingresos diferente, no solo por el nivel de venta, sino también por el origen de estas. Se puede apreciar también, que Viña San Pedro de Tarapacá (VSPT) presenta un nivel de ingresos mayor a las otras dos viñas, significando un 50,90% más de ventas que Viña Santa Rita y 1.387,06% más de ventas que Viña Los Vascos.

Tabla 9. EBITDA de las empresas comparables

Países donde opera para el año 2021 (en miles de UF)	VSPT	%	Viña Santa Rita	%	Los Vascos	%
EBITDA doméstico y extranjero	3.670	17,63%	1.511	10,95%	0	25,84%
Ingresos	20.821	100%	13.794	100%	1	100%

Fuente: Estados Financieros de VSPT, de Viña Santa Rita y de Viña Los Vascos en CMF, Bloomberg.

Cabe mencionar que para poder tener un EBITDA equivalente entre las tres empresas que se utilizan como comparables, se mide el EBITDA como la suma entre el resultado operacional más la depreciación y amortización de cada compañía.

Según la Tabla 9 más arriba, las tres compañías seleccionadas como comparables tienen un EBITDA bastante diferente. Se puede apreciar también, que Viña San Pedro de Tarapacá (VSPT) presenta un EBITDA mayor a las otras dos viñas, significando un 142,89% más de EBITDA que Viña Santa Rita y la totalidad del mismo más que Viña Los Vascos.

Tanto VSPT, Viña Santa Rita y Viña Los Vascos se pueden considerar competidores directos y comparables de Viña Concha y Toro, ya que las tres empresas transan en la Bolsa de Valores de Santiago, aunque solo dos de ellas tengan bonos actualmente, las tres compañías exportan un nivel importante de su producción, las tres compañías exportan en muchos casos a los mismos países tanto en América como en Europa y las tres compañías producen una gran variedad de vinos para poder ser competidores.

Finalmente, las regulaciones, fiscalizaciones, certificaciones y métodos de control por los que deben pasar son iguales para las tres compañías seleccionadas, al menos para poder operar correctamente. Otras certificaciones, formas de resguardo de información confidencial, y asociaciones a las que pertenezcan tanto nacional como internacionalmente corresponden a los valores y objetivos que tiene cada Viña en el mercado.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda financiera

La deuda financiera de Viña Concha y Toro es la siguiente:

Tabla 10. Deuda financiera de Viña Concha y Toro

Cifras en miles de UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	mar-22
Total de pasivos corrientes	4.688	5.212	2.428	4.351	4.189
Préstamos de entidades financieras	3.980	4.166	1.994	3.291	3.590
Obligaciones con el público	386	405	68	68	48
Arrendamiento financiero	3	57	48	44	80
Derivados de Cobertura	284	582	246	915	469
Derivados no Cobertura	34	1	72	33	1
Total de pasivos no corrientes	6.943	8.620	9.027	9.828	8.308
Préstamos de entidades financieras	1.028	643	1.442	125	114
Obligaciones con el público	5.333	7.108	7.103	7.098	7.097
Arrendamiento financiero	14	294	256	236	250
Derivados de Cobertura	567	575	226	2.370	847
Derivados no Cobertura	-	-	-	-	-
Total pasivos corrientes y no corrientes	11.631	13.832	11.456	14.179	12.496

Fuente: Estados Financieros de Concha y Toro en CMF.

De la información contenida en la Tabla 10 más arriba, se puede desprender que la deuda financiera promedio entre diciembre del 2018 y diciembre de 2021 fue de MUF 12.719, y a marzo fue de MUF 12.496, manteniéndose en los márgenes de los años anteriores.

Por otro lado, se puede apreciar que la deuda no corriente ha sido mayor a través de los años, siendo en promedio 67,53% de la deuda financiera total entre diciembre de 2018 y diciembre 2021, y alcanzando un 66,48% de la deuda total a marzo de 2022.

Al desglosar las cuentas contenidas en los pasivos corrientes y no corrientes se puede ver que, en el caso de la deuda corriente, a marzo de 2022 la partida que tiene mayor relevancia son los préstamos con entidades financieras, siendo un 3.055,47% mayor que la deuda no corriente, considerando por este concepto una deuda promedio entre los años 2018 y 2021 MUF 4.167, un MUF 3.704 marzo del 2022.

Finalmente, por el lado de la deuda no corriente, la partida que tiene mayor relevancia son las obligaciones con el público, siendo un 206,36% mayor que la deuda corriente considerando por este concepto la deuda promedio

entre los años 2018 y 2021, y un 14.641,45% mayor a marzo del 2022, representando un 85,42% del total de la deuda no corriente al mismo período con MUF 7.097.

Respecto a los bonos emitidos por Viña Concha y Toro, según información entregada por la CMF, a marzo de 2022 la compañía mantiene cuatro líneas de bonos vigentes, las que son N°575, N°841, N°876 y la N°931.

Respecto de la línea N°575, esta fue inscrita el 23 de marzo del 2009 por un monto total de UF 2.000.000 y una duración de 30 años.

Al 31 de marzo de 2022, la línea antes mencionada tiene vigente la Serie K, inscrita el 21 de agosto de 2014 por un monto total de UF 2.000.000 y una duración de 24 años, es decir, vence el año 2038. A lo anterior se le suma un período de 10 años de gracia.

Respecto de la línea N°841, esta fue inscrita el 12 de octubre del 2016 por un monto total de UF 2.000.000 y una duración de 30 años.

Al 31 de marzo de 2022, la línea antes mencionada tiene vigente la Serie N, inscrita el 20 de octubre del mismo año por un monto total de UF 2.000.000 y una duración de 25 años, es decir, vence el año 2041. A lo anterior se le suma un período de 20 años de gracia.

Respecto de la línea N°876, esta fue inscrita el 19 de diciembre de 2017 por un monto total de UF 2.000.000 y una duración de 30 años.

Al 31 de marzo de 2022, la línea antes mencionada tiene vigente la Serie Q, inscrita el 5 de enero del 2018 por un monto total de UF 2.000.000 y una duración de 20 años, es decir, vence el año 2038. A lo anterior se le suma un período de 15 años de gracia.

Respecto de la línea N°931, esta fue inscrita el 20 de marzo del 2019 por un monto total de UF 2.000.000 y una duración de 30 años.

Al 31 de marzo de 2022, la línea antes mencionada tiene vigente la Serie T, inscrita el 26 de julio del mismo año por un monto total de UF 2.000.000

y una duración de 25 años, es decir, vence el año 2044. Esta es la última serie de bonos vigente en vencer según información entregada por la CMF.

Actualmente, todas las líneas de bonos vigentes que mantiene Viña Concha y Toro tienen un tipo de amortización semestral pagado en UF.

Los gastos de emisión netos de amortización, al 31 de marzo de 2022 y al 31 de diciembre de 2021, ascienden a MUF 52,59 y MUF 54,60 respectivamente. Se incluyen como gastos de emisión los desembolsos por informes de Clasificadoras de Riesgo, asesorías legales y financieras, impuestos, imprenta y comisiones de colocaciones. Estos gastos se presentan en el rubro Otros Activos No Financieros, no corrientes.

Línea de bonos	Serie	Código Nemotécnico	Monto UF	Fecha	Duración (años)	Vencimiento
575	K	BCTOR-K	2.000	21-08-2014	24	2038
841	N	BCTOR-N	2.000	20-10-2016	25	2041
876	Q	BCTOR-Q	2.000	05-01-2018	20	2038
931	T	BCTOR-T	2.000	26-07-2019	24,92	2044

Fuente: Bonos vigentes a marzo 2022 en CMF, elaboración propia.

3.2. Patrimonio económico

El patrimonio económico de Viña Concha y Toro es:

Tabla 11. Patrimonio económico de Viña Concha y Toro

Cifras en miles de UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	mar-22
Número de acciones	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982	747.005.982
Precio de la acción	0,0491	0,0500	0,0424	0,0457	0,0400
Total	36.708	37.358	31.702	34.126	29.882

Fuente: Estados Financieros de Concha y Toro en CMF, Bloomberg.

El patrimonio económico de Viña Concha y Toro se ha mantenido a través de los años tal como muestra la Tabla 11 más arriba, alcanzando un precio promedio de UF 0,0468 por cada acción entre los años 2018 y 2021, lo que es un 17,04% más alto que el precio a marzo de 2022. De todas maneras, cabe decir que, al presente año, solamente se cuenta con un trimestre de información.

También, se puede ver que la cantidad de acciones suscritas y pagadas se ha mantenido intacta – al menos para los períodos evaluados –, lo que significa que la compañía no ha adquirido nueva deuda emitiendo más acciones al mercado.

Las acciones de Viña Concha y Toro S.A. tienen la característica de ser ordinarias, de una serie única y sin valor nominal.

Finalmente, el patrimonio económico a diciembre de 2021 es un 7,65% en comparación a diciembre de 2020 y un 14,20% mayor que marzo del 2022, porcentaje que deberá ajustarse a un nivel más real cuando se hay cerrado el año.

3.3. Valor económico

El valor económico de Viña Concha y Toro es el siguiente:

Tabla 12. Valor Económico de Concha y Toro

Cifras en UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	mar-22
Valor deuda financiera (B)	11.631	13.832	11.456	14.179	12.496
Patrimonio económico (P)	36.708	37.358	31.702	34.126	29.882
Valor económico (V)	48.339	51.190	43.158	48.305	42.379

Fuente: Estados Financieros de Concha y Toro en CMF, Bloomberg.

El valor económico de la compañía se obtiene de la razón entre el valor de la deuda financiera y el patrimonio económico; valores antes calculados en las tablas 10 y 11 antes presentadas.

A marzo de 2022, el valor económico de la compañía sigue la misma línea que el año 2020 y un poco por debajo del 2021. Por otro lado, los años de evaluación anteriores presentan un valor económico mayor, llegando a las MUF 51.190 a diciembre de 2019.

La disminución del valor económico de un 15,69% entre diciembre de 2019 y 2020 se debe mayormente a los efectos que tuvo en la economía local la crisis económica causada por la pandemia por Covid-19. Estos efectos se

pueden ver hasta el día de hoy, donde a marzo de 2022 aún no se han podido recuperar los valores previos a la pandemia.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

La estructura de capital histórica de Viña Concha y Toro es:

Tabla 13. Estructura de capital de Viña Concha y Toro

En %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	mar-22	E.C Hist.	E.C Hist.	E.C Hist.	E.C
						Prom. 2018- Mar_20	Prom. 2020- Mar_22	Prom. 2018- Mar_22	Objetivo 2019- Mar_22
B/V	24,06%	27,02%	26,54%	29,35%	29,49%	25,88%	28,46%	27,29%	28,10%
P/V	75,94%	72,98%	73,46%	70,65%	70,51%	74,12%	71,54%	72,71%	71,90%
B/P	31,68%	37,02%	36,14%	41,55%	41,82%	34,95%	39,83%	37,64%	39,13%

Fuente: Estados Financieros de Concha y Toro en CMF, Bloomberg.

De la Tabla 13 recién presentada, se puede apreciar que la deuda financiera sobre el valor económico de la compañía se ha mantenido estable a través de los años, incluso después de los efectos que tuvo en la economía la crisis por Covid-19. A marzo de 2022, se puede apreciar que este mismo indicador es un poco mayor que en años anteriores, pero se debiera esperar a que termine el año para tener la misma cantidad de trimestres y poderlo hacer más comparable.

Por otro lado, el patrimonio económico sobre el valor económico se ha mantenido en los mismos márgenes desde el inicio de los períodos evaluados llegando a un 72,71% promedio, y donde nunca ha superado el 75,94% alcanzado en diciembre de 2018.

Finalmente, la deuda financiera sobre el patrimonio económico de Viña Concha y Toro ha seguido la misma línea que los indicadores anteriores, donde mantiene un promedio de 37,64% entre el total de períodos evaluados. De todas maneras, el indicador anterior se reajustará cuando cambie el 41,82% de marzo de 2022 al término del año.

Respecto a la estructura capital objetivo se decidió tomar el promedio del año 2019 a la fecha, lo cual arroja un valor objetivo de un 39,13%. El fin de seleccionar esta estructura es que en el período que comprende los años 2019 a marzo de 2022, el entorno económico de los países donde opera Viña Concha y Toro se ha visto bajo un gran estrés por diversos motivos, principalmente por el estallido social, el inicio de la pandemia por Covid-19, varios conflictos comerciales entre países, escenario de alza de tasas y un alto nivel de inflación.

Cabe decir que, a pesar de los factores antes mencionados, la compañía ha mostrado resiliencia y constancia en su relación deuda sobre patrimonio, lo que demuestra una buena gestión administrativa y financiera por parte de sus ejecutivos. En adición a lo anterior, en los registros históricos de la empresa la mayor concentración de deuda está en el largo plazo, por lo que al observar este patrón y las líneas de bonos emitidas – que tienen vencimientos entre 10 a 25 años –, se puede concluir que la compañía mantendría un endeudamiento equivalente al que presenta actualmente.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la deuda

Según información obtenida desde Risk America, el costo de la deuda fue obtenido considerando la *Yield to Maturity (YTM)*, o tasa de mercado registrada más próxima con el bono a más largo plazo de la empresa. Este bono a largo plazo tiene el código nemotécnico BCTOR-N, transando el 31 de marzo de 2022 con una tasa del 3,21%.

Bibliografía: <https://apps.riskamerica.com/#Emisores/Ficha%20Emisor>

4.2. Beta de la deuda

Para poder obtener el β de la deuda, se utilizó el modelo *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* y el costo de la deuda obtenido en el punto anterior con el modelo de Rubinstein, arrojando como resultado un β de la deuda de 0,62.

El modelo CAPM antes mencionado se obtuvo utilizando la siguiente fórmula:

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

Donde: K_b es el costo de la deuda, R_f es la tasa libre de riesgo, β_d es el beta de la deuda, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

4.3. Estimación del beta patrimonial

Utilizando la plataforma Bloomberg, se obtuvieron los precios de cierre semanales de la acción CONCHATORO e índice entre el 3 de marzo de 2020 y el 25 de marzo de 2022.

Con estos precios de cierre el siguiente paso fue calcular los retornos semanales para cada serie. Utilizando los retornos semanales calculados de los últimos dos años, se procede a estimar el β mediante el método estadístico de regresión lineal.

Tal como se puede apreciar en la Tabla 14 más abajo, el resultado del β de Viña Concha y Toro fue de 0,62; esto quiere decir que la acción de la compañía es menos volátil que el mercado.

Por último, aplicando el Test F y evaluando que el Valor p sea $p > 5\%$ podemos concluir que al menos una variable explica el modelo.

Tabla 14. Datos de estimación del beta

	mar-22
Beta de la Acción	0,62
p-Value	0,00
Número de observaciones	103
R ²	0,31
Presencia Bursátil	100%

Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

Según lo explicado anteriormente, se utilizó una regresión lineal para obtener el β patrimonial – tal como se puede apreciar en la Tabla 15 –, donde la variable dependiente es el retorno de la acción de Viña Concha y Toro, en tanto la variable independiente es el retorno del índice IPSA. Al tener un β positivo se puede entender que existe una correlación positiva entre estas variables.

Tabla 15. Estimación del beta con regresión lineal.

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,00	0,00	-0,21	0,83	-0,01	0,01	-0,01	0,01
IPSA	0,62	0,09	6,70	0,00	0,43	0,79	0,43	0,79

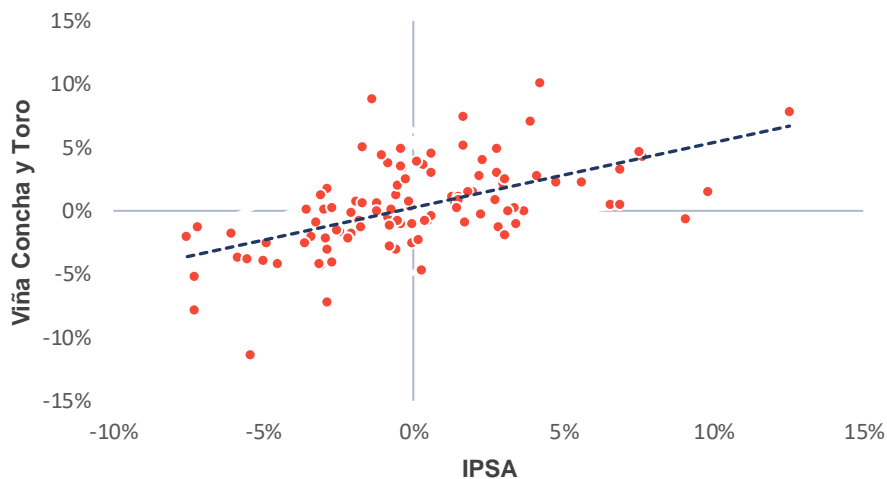
Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

Para ser tener datos estadísticos más precisos se utilizaron diversas herramientas estadísticas sobre los retornos de Viña Concha y Toro y el

índice IPSA con el fin de apreciar si los datos siguen una distribución normal y son estadísticamente significativos.

En el Gráfico 3 a continuación, se puede apreciar la dispersión de los retornos entre Viña Concha y Toro y el IPSA.

Gráfico 3. Dispersión de retornos



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

4.4. Beta patrimonial sin deuda

Considerando la estructura de capital obtenida con el promedio de los períodos utilizados, se procedió a des apalancar el β patrimonial, el cual arroja como resultado un β sin deuda de 0,49.

Para lo anterior, se consideró una tasa de impuesto corporativo de un 27%, en la siguiente fórmula:

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

Donde: $\beta_p^{C/D}$ es el beta patrimonial con deuda, $\beta_p^{S/D}$ es el beta patrimonial sin deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativa histórica, β_d es el beta de la deuda, y $\frac{B}{P}$ es la estructura de capital promedio histórica.

El β patrimonial con la estructura de capital objetivo, se utilizó apalancando el β patrimonial sin deuda. Finalmente, el β obtenido con la estructura de capital asignada es de 0,62.

En la Tabla 16 a continuación, se pueden apreciar todos los datos estimados para llegar al resultado del beta patrimonial tanto con deuda como sin deuda. Cabe recalcar que para calcular el β sin deuda no se necesitan muchos más datos, ya que la mayoría de estos se necesitaron por primera vez para obtener el β con deuda.

Tabla 16. Datos de estimación del beta y costo de capital.

	mar-22
Nemotécnico del bono a largo plazo	BCTOR-N
Beta de la deuda	0,17
Costo de la deuda (Kb)	3,21%
Tasa de libre de riesgo (Rf)	2,30%
Prima de riesgo de mercado (PRM)	5,47%
Riesgo país	0,00%
Beta Patrimonial sin deuda	0,49
Beta	0,62
Impuesto	27%
B/P	35,70%
Beta de la deuda	0,17
Beta patrimonial con deuda	0,62

Fuente: Bloomberg, Riskamerica, CMF, Banco Central de Chile, Damodaran data, elaboración propia.

Bibliografía: <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

El beta patrimonial con la estructura de capital objetivo se obtuvo apalancando el β patrimonial sin deuda.

El β obtenido con la estructura de capital asignada es de 0,62.

Por otro lado, respecto a la estructura de capital objetivo, se decidió tomar el promedio de los años 2019 a la fecha (fundamentado en el punto 3.4 anteriormente), lo cual arroja un valor objetivo de un 35,70%, tal como se puede apreciar en la Tabla 17 más abajo.

Tabla 17. Beta con estructura de capital objetivo

	mar-22
Beta Patrimonial sin deuda con estructura de capital objetivo	0,49
Beta Patrimonial con deuda y estructura de capital objetivo	0,62
B/P Objetivo	35,7%

Fuente: Bloomberg, Riskamerica, CMF, Banco Central de Chile, Damodaran data, elaboración propia.

4.6. Costo patrimonial

Para estimar el costo patrimonial, se utilizó el modelo CAPM, el que representa el mínimo retorno exigido por los accionistas cuando se considera la estructura de capital objetivo que se obtuvo en el punto anterior.

El costo de capital obtenido fue de 6,27% utilizando la siguiente fórmula:

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

Donde: K_p es el costo patrimonial, R_f es la tasa libre de riesgo, $\beta_p^{C/D}$ es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

En la Tabla 18 a continuación, se puede apreciar el valor obtenido para cada uno de los indicadores que arrojan el valor del costo patrimonial.

Tabla 18. Datos para la estimación para el costo patrimonial.

	mar-22
Beta Patrimonial	0,62
Tasa de libre de riesgo (Rf)	2,30%
Prima de riesgo de mercado (PRM)	5,47%
Kp	6,27%

Fuente: Bloomberg, Riskamerica, CMF, Banco Central de Chile, Damodaran data, elaboración propia.

4.7 Costo de capital

Para poder estimar el costo de capital promedio ponderado – conocido en inglés como *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* – se utilizan los datos obtenidos anteriormente junto con la estructura de capital objetivo, resultando en un costo de 5,18%.

Para poder estimar el costo de capital, se utilizó la siguiente fórmula:

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

Donde: K_0 es el costo de capital promedio ponderado, $\frac{P}{V}$ es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo), K_p es el costo patrimonial, K_b es el costo de la deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y $\frac{B}{V}$ es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

En la Tabla 19 a continuación, se puede apreciar el valor obtenido para cada uno de los indicadores que arrojan el valor del costo de capital promedio ponderado.

Tabla 19. Datos de estimación para el costo de capital.

	mar-22
K_p	6,27%
K_b	2,30%
P/V	73,20%
B/V	26,80%
WACC	5,18%

Fuente: Bloomberg, Riskamerica, CMF, Banco Central de Chile, Damodaran data, elaboración propia.

5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

5.1. Análisis de las empresas comparables

Se han seleccionado dos empresas comparables a Viña Concha y Toro de la industria vitivinícola. Más arriba en este informe para hablar sobre la competencia se nombran a tres empresas, entre ellas, Viña Los Vascos. Sobre esta última y para efectos de cálculo de empresas comparables no se considera, ya que Viña Los Vascos no transa en bolsa, dado lo anterior, no se puede hacer una valoración por múltiplos de esta empresa.

Respecto a elegir empresas comparables en el mercado internacional, tales como Treasury Wine o Australian Vintage que tienen un modelo de negocios similar a Viña Concha y Toro, se optó por no considerarlas ya que estas compañías poseen una valorización mucho más alta que Viña Concha y Toro y que el total de la industria local. Por ejemplo, el ratio precio a utilidad de la industria local está en 15,7 veces mientras que Treasury Wine está en 37 veces. Por otro lado, respecto al Enterprise Value to EBITDA, la industria local tiene un promedio 8,89 veces y Treasury Wine está en 15,9 veces.

Dado que las valorizaciones de empresas comparables en el mercado internacional están a un nivel mucho más alto que las vitivinícolas locales, hubo inclinación por trabajar con la industria local para no distorsionar los resultados de la valorización por múltiplo y así obtener un precio estimado razonable.

Respecto a las dos empresas seleccionadas como comparables, estas son Sociedad Anónima Viña Santa Rita (Viña Santa Rita) y Viña San Pedro de Tarapacá (VSPT). En la Tabla 20 a continuación se puede apreciar la nota puesta para la última evaluación de riesgo de cada empresa comparable y Concha y Toro según información entregada por RiskAmerica:

Tabla 20. Clasificación de Riesgo

Viñas	ICR	Humphreys	Feller Rate
Viña CyT		AA	AA
Viña SPT	AA-		A+
Viña Santa Rita	A		A+

Fuente: RiskAmerica

Por otro lado, en la Tabla 21 más abajo se entrega información con estimaciones de crecimiento de distintas índoles de empresas comparables y de Concha y Toro:

Tabla 21. Indicadores de la industria

Indicador	Compañía	2018	2019	2020	2021	31.03.2022	Promedio
% Crecimiento de ventas	Viña CyT	-7,26%	4,17%	14,00%	2,05%	5,49%	3,69%
	Viña SPT	1,01%	2,81%	10,78%	11,23%	5,22%	6,21%
	Viña Santa Rita	4,24%	-5,69%	4,77%	4,95%	1,93%	2,04%
% Utilidad sobre los ingresos	Viña CyT	8,16%	8,13%	10,28%	58,41%	11,34%	19,26%
	Viña SPT	7,18%	10,46%	9,55%	8,56%	8,57%	8,86%
	Viña Santa Rita	6,90%	4,17%	4,45%	4,78%	4,51%	4,96%
Política de dividendos	Viña CyT	40%	40%	40%	40%	40%	40,00%
	Viña SPT	50%	50%	50%	50%	50%	50,00%
	Viña Santa Rita	50%	50%	30%	30%	30%	38,00%

Fuente: Elaboración propia con base en Estados Financieros

Sobre la tabla anterior, es importante destacar que la información al 31.03.2022 está anualizada para tener un porcentaje comparable con la información histórica en la muestra.

Sobre el crecimiento de las ventas, se puede apreciar como durante el año 2020 Viña Concha y Toro tuvo un crecimiento mayor a la competencia con un 14,0% de crecimiento versus un 10,8% de VSPT y un 4,8% de VSR.

Siguiendo el análisis, se puede apreciar que, en comparación a la competencia, Viña Concha y Toro tiene un nivel de utilidad sobre los ingresos mayor en la mayoría de los años dentro de la muestra. Sobre todo, a partir del año 2020, es por ello que su promedio se mantiene por niveles muy por sobre las demás empresas.

Finalmente, haciendo un análisis más profundo, se puede ver como Viña Concha y Toro tiene una política de dividendos menor a la competencia, lo

que le permite asignar un nivel mayor a *capex* y planes de desarrollo. Sobre esto mismo, se puede asumir que Viña Santa Rita bajó su política de dividendos de un 50% a un 30% dado su bajo crecimiento de ventas, lo que genera, por consiguiente, un bajo nivel de utilidad neta sobre ingresos. Cabe recalcar que en ocasiones excepcionales como la generada por la pandemia, el reparto de dividendos se disminuye o se “pausa” en concordancia con mantener en funcionamiento del negocio.

5.2. Múltiplos de la industria

En la Tabla 22 a continuación se puede ver la comparación entre los múltiplos de la industria:

Tabla 22. Múltiplos de la Industria

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	San Pedro	Santa Rita	Promedio	Mediana
De Ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	12,36	19,05	15,71	15,71
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,93	10,85	8,89	8,89
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	9,43	14,13	11,78	11,78
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	1,07	0,82	0,95	0,95
	Value to Book Ratio (VBR)	0,71	0,76	0,73	0,73
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,12	0,88	1,00	1,00
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,24	1,41	1,32	1,32

Fuente: Elaboración propia con base en Estados Financieros, Bolsa de Santiago

5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

El valor de Viña Concha y Toro en base a los múltiplos de la industria se presenta en la Tabla 23 a continuación:

Tabla 23. Múltiplos de Viña Concha y Toro

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	mar-21	mar-22	Promedio
De Ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	10,70	10,15	10,43
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,47	8,41	7,44
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	7,92	10,45	9,18
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	1,25	1,32	1,28
	Value to Book Ratio (VBR)	0,82	0,86	0,84
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,18	1,37	1,28
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,29	2,03	1,66

Fuente: Bolsa de Santiago, Estados Financieros

A continuación, en la Tabla 24 más abajo se puede apreciar el precio de la acción de Viña Concha y Toro en base a cálculo por múltiplos.

Tabla 24. Valor de Viña Concha y Toro

Múltiplos	Industria	Patrimonio CyT	Precio
Price-Earnings Ratio (PER)	15,71	125,14	1.965,72
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	8,89	1.484.575.420	1.987,37
Price to Book Equity (PBV)	0,95	680.129.204	910,47

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

5.4. Análisis de los resultados

Sobre la Tabla 63 ilustrada anteriormente, respecto a la industria se puede destacar lo siguiente:

- **Price to Book Equity (PBV):** Este ratio mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable (activos menos deudas). Su resultado se mide de la siguiente manera:
 - ✓ **Inferior a 1 vez:** El precio al que está cotizando la Compañía es inferior a su valor contable. En este caso podríamos estar ante una oportunidad de compra, aunque en muchos casos se debe a un

deterioro en el valor real de sus activos no reflejado en la contabilidad.

- ✓ **Igual o en torno a 1 vez:** La Compañía cotiza a un precio aproximado a su valor contable.
- ✓ **Superior a 1 vez:** La Compañía cotiza a un precio superior a su valor contable. Esto suele ocurrir en la inmensa mayoría de los casos por razones que os explicaré más adelante.

Sobre la explicación anterior se puede ver que Viña San Pedro de Tarapacá se está cotizando a un precio mayor a su valor contable, y que, por el otro lado, Viña Santa Rita se está cotizando a un precio menor a su valor contable. Finalmente, en promedio, la industria vitivinícola comparable a Concha y Toro se está cotizando por debajo de su valor contable.

- **Price- Earning Ratio (PER):** Este ratio nos indica cuánto estamos pagando por cada dólar de ganancia neta de la empresa, por lo cual es un indicador bastante simple e intuitivo sobre la valuación de sus acciones.

Siguiendo la explicación anterior, se puede ver que se paga más por ganancia neta de Viña Santa Rita que por Viña San Pedro de Tarapacá, generando entre ambas como industria un promedio de 15,71 veces por cada dólar de ganancia neta en el mercado.

- **Price to sales ratio (PS):** Un ratio bajo (por ejemplo menor a 1 vez), podría ser una buena señal, ya que significa que el inversor está pagando poco por cada venta.

Sin embargo, el problema de este ratio es que no aporta toda la información, ya que relaciona el precio de la acción con las ventas (ingresos) y no con sus beneficios. Por este motivo, tan solo es recomendable aplicarlo en empresas no rentables.

Siguiendo la explicación anterior, se puede ver que VSR se encuentra en una peor situación que VSPT, ya que quien invierte en VSR está pagando poco por cada compra.

- **Enterprise value to EBITDA (EV / EBITDA):** Este ratio relaciona el valor de la empresa (su capitalización bursátil) con su EBITDA.
De esta forma, el EV / EBITDA nos dice cuántos años tardará la empresa en aportar vía beneficios toda su capitalización bursátil (lo que vale la empresa), descontando los gastos de su estructura financiera, impuestos y amortizaciones. Sobre este ratio, se considera que:
 - ✓ Un ratio 0 – 3 veces: la empresa está a **muy bajo precio** y podría ser una inversión altamente rentable.
 - ✓ Un ratio entre 3 y 7 veces: la empresa está a un **bajo precio**.
 - ✓ Un ratio entre 7 y 12 veces: la empresa está en un **valor de mercado**.
 - ✓ Un ratio por encima de 12 veces: la empresa **está sobrevalorada**.

Siguiendo la explicación anterior y según los resultados en la Tabla 63 anterior, se puede ver que Viña Santa Rita tiene un ratio de 10,85 veces, lo que significa que presenta un valor de mercado real. Por otro lado, Viña San Pedro de Tarapacá presenta un ratio de 6,93 veces, es decir, es una empresa de la cual es barato transar en el mercado.

Por otro lado, y respecto a la información presentada en la Tabla 64 con información de Viña Concha y Toro anteriormente, se puede apreciar que respecto al indicador Price-Earning Ratio Viña Concha y Toro se encuentra una situación donde se paga menos por cada dólar de ganancia neta respecto a la situación de la industria que se ubica en las 15,71 veces versus las 10,43 veces de Concha y Toro.

Siguiendo el análisis, el ratio EV / EBITDA nos muestra que Concha y Toro se está transando por un valor muy superior a su valor de mercado, por lo que podría estar siendo un poco sobrevalorada. De todas formas, es necesario entender que un promedio de 7,44 veces con un marzo de 2022 y 2021 anualizados que son afectados por efecto de arrastre por los valores del año 2020 que fueron bastante alejados del comportamiento usual de la Compañía.

Respecto al ratio PBV se puede asumir que Concha y Toro se está transando a valores mayores que su valor contable. Si comparamos esta situación con la industria, se puede ver que el promedio de mercado se ubica en las 0,95 veces versus las 1,28 veces de Concha y Toro, es decir, la empresa en análisis se encuentra en una mejor situación bursátil que el mercado.

Por último, respecto al PS y un promedio de 1,28 veces de Concha y Toro se entiende que el inversor que esté comprando acciones de esta empresa está pagando un valor alto en cada venta, esto en contraposición a cómo está la industria, la que presenta un promedio de 1,0 vez.

Finalmente, respecto a la justificación del precio de la acción estimado de la Compañía al 31 de marzo del 2022, éste fue de \$1.970 según la metodología de valorización por múltiplo. Este precio está un 54,6% por los sobre \$1.274 que corresponde al valor de cierre al que se transaron las acciones de Concha y Toro el 31 de marzo.

Las principales razones detrás de esta diferencia se justifican en el apartado 8.4 anterior. Además, al analizar los ratios de las empresas comparables, éstas están trazando con un mayor premio en respecto a Concha y Toro generando una distorsión al calcular el promedio de la industria, con un mayor *up side* al precio de la acción de Concha y Toro calculado bajo esta metodología.

CONCLUSIONES

A través del análisis realizado se esclarece la connotación internacional que posee Viña Concha y Toro, lo que la transforma en una de las empresas vitivinícolas más grandes del mundo hace varios años, dejando atrás su reconocimiento y estándares de calidad solamente en el espacio local.

Lo anterior se justifica con la cantidad de hectáreas de producción que se encuentran en operación fuera de Chile y los diferentes galardones que se le han otorgado a través de los años y en diferentes categorías.

De todas formas, esta Compañía está afecta a una cantidad no menor de factores que pueden crear una volatilidad mayor en sus flujos. Al ser Concha y Toro una empresa que no solo exporta, sino que también produce una cantidad importante de sus productos en otros países también, sus costos de producción se pueden ver afectados tanto si hay **sequía** – y en Chile los últimos 5 años han sido de sequía extrema de los últimos 14 años – por lo que deben negociar el **precio del agua** para sus terrenos con los canalistas. Otro factor relacionado con el cambio climático tiene que ver con las **heladas extremas** en las zonas de cultivo, por lo que se pueden perder varias hectáreas de cultivo y para evitarlo invertir en *capex* para desarrollar sistemas que permitan mantener temperaturas apropiadas. Relacionado a esto último, cuando se **adquiere materia prima (uvas) desde terceros** y las condiciones de producción no han sido las mejores, también está más fuera de su alcance una negociación exitosa en precios para adquirir estos bienes.

En un contexto mucho más económico mundial, al Concha y Toro exportar a diferentes países en monedas distintas (dólares estadounidenses y canadienses, euros, libra esterlina, reales, pesos argentinos y mexicanos, coronas suecas y noruegas) sus estados financieros se ven afectados a riesgos de mercado, tales como **diferencia de cambio**, gastos financieros por diversas **tasas de interés** y los **diferentes índices de precios al consumidor**; pero, también por la crisis económica que se ha desatado por

pandemia de COVID-19, ya que el nivel inflacionario ha aumentado en todo el mundo en mayor o menor medida. Dado tal motivo, la fluctuación en los tipos de cambio puede causar que muchas veces las negociaciones con proveedores no sean exitosas para la Compañía, sino solamente signifiquen un mayor costo de producción.

Finalmente, y considerando que, gracias a un escenario conservador respecto del nivel de ventas sumado a una volatilidad del tipo de cambio mitigada por una activa administración financiera, la empresa evidencia oportunidad de inversión para inversionistas enfocados a retornos de mediano y largo plazo.

Bajo la premisa de los antecedentes dados y los justificativos para la variación entre del precio que se ha registrado históricamente es que un precio estimado de la acción de la empresa de \$1.966 parece una estimación correcta al futuro de la Compañía.

BIBLIOGRAFÍA

- Aswath D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons. Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117. Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. *Gestión 2000*. Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu. Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. Cengage learning. Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Viña Concha y Toro (2017-2022). Estados financieros, Análisis Razonado, Hechos esenciales. Disponibles en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90227000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABzFAAG&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- Viña Concha y Toro (2017-2022). Memoria Anual. Disponible en: <https://vinacyt.com/inversionistas/informacion-financiera/>
- Viña San Pedro Tarapacá (2017-2022). Estados financieros, Análisis Razonado, Hechos esenciales. Disponibles en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91041000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABz2AAC&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- Viña San Pedro Tarapacá (2017-2022). Memoria Anual. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91041000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABz2AAC&vig=VI&control=svs&pestanía=49>
- Sociedad Anónima Viña Santa Rita (2017-2022). Estados financieros, Análisis Razonado, Hechos esenciales. Disponibles en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=86547900&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABzDAAC&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- Sociedad Anónima Viña Santa Rita (2017-2022). Memoria Anual. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=86547900&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABzDAAC&vig=VI&control=svs&pestanía=49>
- Wines of Chile. Información sobre la industria del vino en Chile. Disponible en: www.winesofchile.org

Intelvid. Información sobre países relevantes para la exportación del vino.

Disponible en: Intelvid Chile.cl

Organización Internacional del Vino. Información sobre superficies de viñedos plantados. Disponible en: [Inicio | OIV](#)

Bolsa de Comercio de Santiago. Información sobre el precio de la acción de diferentes entidades. Disponible en: [SANTIAGOX \(bolsadesantiago.com\)](http://SANTIAGOX(bolsadesantiago.com))

Banco Central de Chile. Información sobre tasas libres de riesgo. Disponible en: [Inicio - Banco Central de Chile \(bcentral.cl\)](http://Inicio - Banco Central de Chile (bcentral.cl))

Bloomberg. Información financiera relevante de la industria del vino. Disponible contratando una licencia en: Bloomberg.com