



UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
ESCUELA DE INGENIERÍA COMERCIAL

**UNA APROXIMACIÓN A LA
VALORACIÓN FINANCIERA DE
EMPRESA. CASO “VIÑA CONCHA Y
TORO S.A.”**

Memoria para obtener el Título de Ingeniero Comercial

Profesor Guía: Luis Améstica Rivas

Alumno: Pablo Andrés Oliva Gatica

Chillán, Enero 2016



UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
ESCUELA INGENIERÍA COMERCIAL

Chilán, 21 de marzo de 2016.

Informe: Memoria de Título

En relación a la evaluación de la Memoria para optar al Título de Ingeniero Comercial, denominada UNA APROXIMACIÓN A LA VALORACIÓN FINANCIERA DE EMPRESA, CASO "VIÑA CONCHA Y TORO S.A.", del alumno Pablo Andrés Oliva Gatica.

Teniendo en cuenta las exigencias de la Carrera de Ingeniería Comercial y en especial las referidos a la actividad de titulación, la comisión de examinación califica el presente informe con 6,4 puntos (escala de 1 a 7).

Atentamente,


Luis Améstica Rivas
Profesor Guía


Benito Umaña Hermosilla
Profesor Informante


Alvaro Umaña Hermosilla
Jefe de Carrera



CC. - Director de Escuela Ingeniería Comercial
- Alumnos(as)
- Archivo

Agradecimientos

Primeramente agradecer a Dios por darme vida, salud y bendecir mi vida en tan variadas formas.

Agradezco también a mi pequeña pero gran familia por todo el apoyo entregado en estos años de estudio, principalmente a mi madre, quien a pesar de toda adversidad siempre me entregó lo mejor de sí y me preparó para enfrentar la vida con las mejores herramientas.

Además, le doy las gracias a mi profesor guía Luis Améstica por el apoyo brindado en este trabajo y por estar siempre presente ante cualquier inquietud que haya tenido en el camino.

Muchas gracias a mis seres queridos y a ti Victoria, por ser mi soporte en estos últimos y cruciales años de carrera. Es un privilegio compartir mis logros con ustedes.

Resumen

Las finanzas constituyen una de las áreas pilares que permite y facilita la toma de decisión en la administración, siendo la valoración de empresas una herramienta de vital importancia en cualquier estrategia empresarial, desarrollándose a lo largo de la historia diferentes métodos con el objetivo de encontrar una correcta valoración, lo cual requiere de precisión y cuidado y permite principalmente entre otras aplicaciones, tener una mayor claridad del valor financiero de la organización para los inversionistas y demás actores económicos. Es así, como se revisaron los principales métodos de valoración y se estimó el valor financiero de la empresa Viña Concha y Toro S.A al cierre de 2014, una de las vitivinícolas más importantes y destacadas de Chile y el mundo.

Para cumplir con el objetivo antes propuesto, se utilizó el modelo de flujo de caja descontado, el cual permite determinar el valor actual de los flujos futuros de caja descontados a la tasa de costo de capital considerando el comportamiento histórico entre el 2010 y 2014 y las proyecciones de la industria para los siguientes cinco años, pudiendo comparar el valor obtenido con el precio de mercado de la acción. Además, se efectuó una simulación Montecarlo, la que permitió obtener un rango de valores para la empresa con base probabilística.

Como resultado de esta valoración, al 30 de Diciembre de 2014 se obtuvo un valor financiero en peso chileno de **\$ 1.203.418.218.830** y un precio de la acción de **\$1.283,58**, apreciándose una sobrevaloración de un **8,16%** respecto al valor de cotización al 30 de diciembre de 2014 (\$ 1.186,70). En cuanto a la simulación Montecarlo, se obtuvo un rango de precios de acción entre **\$1.107,71** y **\$1.467,93**. Se destaca la importancia de la tasa de costo capital (Kwacc), ya que incide muy fuerte en la valoración dado su volatilidad.

Palabras claves: Valoración de empresas, flujo de caja descontado, industria vitivinícola, finanzas, simulación Montecarlo.

Índice general

Resumen	3
Abreviaturas y Acrónimos.....	8
1. Introducción	10
1.1. Justificación del estudio	12
1.2. Formulación de los objetivos.....	13
1.3. Metodología de estudio	14
2. Estado del arte.....	16
2.1. Valoración de Empresas	16
2.2. Objetivos de una valoración	18
2.3. Métodos de valoración	20
2.3.1. Métodos de Flujo de caja descontados	23
2.3.2. Método de descuento de dividendos	27
2.3.3. Método de los Múltiplos	29
3. Descripción de la Empresa.....	35
3.1. Objeto Social.....	35
3.2. Viña Concha y Toro S.A.....	36
3.3. Mayores Accionistas	37
3.4. Directorio:.....	39
3.5. Hechos relevantes últimos años	41
3.6. Comité de Ética	42
3.7. Factores de Riesgo	42
3.8. Modelo de negocios	43
3.9. Filiales y marcas de la empresa.....	45
3.10. Análisis Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA)	48
4. Análisis de la industria vitivinícola.....	54
4.1. Industria Mundial del Vino	54
4.2. Industria chilena del vino.....	67
5. Análisis del entorno	72
5.1. Análisis del Macro Entorno.....	72

5.2. Análisis del Micro entorno	85
6. Análisis Financiero.....	93
6.1. Cuadro síntesis Estados Financieros	93
6.2. Diversidad de ingresos y flexibilidad de gastos	97
6.3. Análisis de Ratios.....	99
7. Valoración Viña Concha y Toro S.A.	105
7.1. Estimación del costo de capital de la empresa (Kwacc).....	105
7.2. Proyección Flujo de caja libre	111
7.3. Estimación valor de la empresa	113
7.4. Simulación Montecarlo aplicada a la valoración.....	114
Conclusiones	117
Bibliografía.....	120
Anexos	124

Índice de cuadros

Cuadro N°1: Principales métodos de valoración de empresas.	22
Cuadro N°2: Tasas de descuentos apropiadas para cada flujo.	24
Cuadro N°3: Componentes básicos de un FCF	26
Cuadro N°4: Ajuste componentes básicos de un FCF.	26
Cuadro N°5: Múltiplos según sector	30
Cuadro N°6: Interpretación del valor del PER.	33
Cuadro N°7: Directorio Viña Concha y Toro S.A.	40
Cuadro N°8. Matriz FODA.....	48
Cuadro N°9. Amenaza de nuevos entrantes	86
Cuadro N°10. Rivalidad entre Competidores.	87
Cuadro N°11. Poder negociador de los Compradores.	88
Cuadro N°12. Poder negociador de los Proveedores.....	90
Cuadro N°13. Amenaza de los productos sustitutos.	91
Cuadro N°14. Resumen análisis de las cinco fuerzas competitivas.	92
Cuadro N°15. Ratios de Liquidez.	99

Cuadro N°16. Ratios de eficiencia.....	100
Cuadro N°17. Ratios de endeudamiento.....	102
Cuadro N°18. Ratios de rentabilidad.....	104
Cuadro N°19. Resumen valoración.....	114

Índice de tablas

Tabla N°1: 12 mayores accionistas.....	38
Tabla N°2: Principales consumidores mundiales de vino.....	61
Tabla N°3: Balance del mercado chileno.....	67
Tabla N°4: Precio nacional del vino.....	70
Tabla N°5. Estado de Situación Financiera Clasificado Consolidado.....	94
Tabla N°6. Deuda financiera, patrimonio económico y acciones.....	106
Tabla N°7. Estructura de capital por año.....	106
Tabla N°8. Estructura de capital.....	107
Tabla N°9. Tasa de costo de la deuda (Kb).....	108
Tabla N°10. Cuentas de resultados para estimación del EBITDA.....	111
Tabla N°11. Variables críticas.....	112
Tabla N°12. Tasas de crecimiento de variables críticas.....	112
Tabla N°13. Proyección de flujos de caja y valor de continuidad (VC).....	113
Tabla N°14. Resumen valores simulación Montecarlo.....	116

Índice de gráficos

Gráfico N° 1: Producción mundial de vino.....	57
Gráfico N°2: Consumo mundial de vino.....	60
Gráfico N°3: Comercio mundial del vino.....	62
Gráfico N°4: Precio mundial del vino.....	63
Gráfico N°5: Participación de exportaciones por producto en volumen 2014.....	63
Gráfico N°6: Principales exportadores mundiales de vino en Mhl.....	64
Gráfico N°7: Principales exportadores mundiales de vino en Millones de Euros.....	64
Gráfico N°8: Principales importadores mundiales de vino en Mhl.....	65

Gráfico N°9: Principales Importadores mundiales de vino en millones de Euros. .	66
Gráfico N°10: Evolución superficie Nacional.	68
Gráfico N°11: Producción de vino con denominación de origen.....	69
Gráfico N°12. Valor empresa simulación Montecarlo.....	115
Gráfico N°13. Variables críticas simulación Montecarlo.	115

Abreviaturas y Acrónimos

EBITDA= Resultado antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)

BAT= Beneficio antes de impuestos

APV= Valor Actual Ajustado

Kd o **Kb**= Rentabilidad exigida a la deuda o costo de la deuda)

E= Valor de Mercado de las acciones

DPA = Dividendo por Acción

CCF= Flujo de caja del capital (Capital Cash Flow)

FCF= Flujo de caja libre (Free Cash Flow)

g= Tasa de crecimiento

PER= Ratio precio/ ganancias (Price to Earnings Ratio)

EV/ EBITDA= Ratio valor empresa/EBITDA (Enterprise Value to EBITDA)

EV/S= Ratio valor empresa/ventas (Enterprise value to sales)

P/S= Ratio precio/ventas (price to sales)

ROI= Return On investment

ROE= Return on equity

Rm= Retorno de mercado

B/V = Relación deuda/valor empresa

BAIT (EBIT)= Beneficio antes de intereses e impuestos (Earnings before interest and taxes)

BDT= Beneficio neto

Ke o **Kp**= (Rentabilidad exigida a las acciones o costo patrimonial)

D= Valor de Mercado de la deuda

V α = Valor de la acción

BPA = Beneficio por Acción

WACC= Costo promedio ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital)

FCD = Flujos de caja descontados

NOF= Necesidades Operativas de Fondos

P/CF= Ratio precio/flujo de caja (Price to Cash Flow)

EV/FCF= Ratio valor empresa/flujo de caja libre (Enterprise Value to Free Cash Flow)

ROCE= Retorno del capital empleado (Return on Capital Employed)

CxC= Cuentas por Cobrar

CxP= Cuentas por Pagar

Rf= Tasa libre de riesgo

t= Tasa impositiva

P/V = Relación patrimonio/valor empresa

B/P = Relación deuda/patrimonio	CAPM = Capital Asset Pricing Model
β_b = Beta de la deuda	$\beta_{pC/D}$ = Beta Patrimonial con deuda
$\beta_{pS/D}$ = Beta patrimonial sin deuda	P/B = Ratio precio/valor contable (Price to book)
mha = Miles de hectáreas	Mha = Millones de hectáreas
mhl = Miles de hectolitros	Mhl = Millones de hectolitros
€/L = Euro por litro	EUR = Euro
US\$/L = Dólar por litro	USD = Dólar
I+D = Investigación + Desarrollo	IPoM = Informe de Política Monetaria
FODA = Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas.	PESTEL = Entornos: Político, Económico, Social, Tecnológico, Ecológico, Legal.
D.O. = Denominación de Origen	PIB = Producto Interno Bruto
IPC = Índice de Precios al Consumidor	INE = Instituto Nacional de Estadística
OIV = Organización Internacional del Vino	ODEPA = Oficina de Estudios y Políticas Agrarias
MERCOSUR = Mercado Común del Sur	SVS = Superintendencia de Valores y Seguros.
C&T = Viña Concha y Toro S.A.	CONCHATORO = Nemotécnico Viña Concha y Toro S.A.
ALADI = Asociación Latinoamericana de Integración	IGPA = Índice General de Precios de Acciones
CTVV = Centro Tecnológico de la Vid y el Vino	CII = Centro de Investigación e Innovación
CPL = Consejo nacional de producción limpia	APL = Acuerdo de producción limpia
CORFO = Corporación de Fomento	SAG = Servicio Agrícola Ganadero
Bcentral = Banco Central de Chile	NIIF = Normas Internacionales de Información Financiera
IASB = International Accounting Standards Board	SBIF = Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

1. Introducción

La valoración de empresas, es una actividad que se apoya más en la racionalidad de interpretación de los resultados que se obtienen, que en la obtención de un único valor definitivo. Aunque esto no quiere decir que la valoración de empresas sea una actividad subjetiva, pero si requiere de esta. Por tanto, influirán en los resultados los juicios y cálculos realizados por un determinado evaluador.

La valoración de empresas implica considerar distintos aspectos preguntándonos que es lo que queremos valorar, en qué momento estamos valorando, cuales son los objetivos que se persiguen con la valoración, que disponibilidad de información tenemos de la empresa y cuáles son los posibles métodos a utilizar. La valoración debe contemplar el hecho de a quién se dirige y para qué se realiza. Por ejemplo conocer el valor de nuestra empresa es fundamental a la hora de buscar financiamiento para nuestros proyectos, además es importante en el mercado competitivo actual saber cómo nos encontramos, cuánto nos falta para llegar donde queremos estar y como estamos en comparación a la competencia.

Cualquiera que sea el motivo de la valoración, en definitiva lo que se busca valorar es la capacidad de la dirección para incrementar la riqueza de la empresa. Este hecho hace difícil establecer el valor ideal de la empresa y más complejo aun es escoger el método adecuado para estimar dicho valor (Pisón, 2001). En este orden, puede decirse que el método más apropiado de valoración ante un problema concreto dependerá esencialmente de la finalidad que se persiga con la valoración.

En este trabajo se pretende demostrar la importancia de la valoración de empresas y como distintas variables afectan en su valor. Se presentarán distintos métodos de valoración de empresas, de los cuales, será el método de Flujos de

caja descontados el que será aplicado para la empresa “Viña Concha y Toro S.A”, para así determinar su valor al día 30 de Diciembre de 2014, a partir de la información contenida en sus Estados Financieros correspondientes a los años 2010-2014, que se encuentran publicados en su memoria y en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). De esta manera, se podrá determinar la variabilidad entre el valor calculado a través este método y el valor real de la acción que tuvo la empresa al cierre del año 2014.

1.1. Justificación del estudio

La valoración de empresas es un proceso que en la actualidad se realiza en forma constante y con mayor incidencia en las grandes empresas, las que pueden ser sometidas a procesos de compra o venta o fusiones.

Los motivos para valorar una empresa son diversos, entre los más importantes están: el determinar un precio por el cual la empresa podría ser vendida y en otro caso entregar a los propietarios una aproximación acerca del valor de su empresa y de su patrimonio, y conocer cuál es su posición hoy en el mercado.

Actualmente en la economía, las fuentes de valor de las empresas han cambiado, no se pueden limitar sólo a sus activos físicos, sino que también deben considerar sus activos intangibles. Para esto, existen diversos métodos para determinar el valor de una empresa, considerando todas las variables necesarias, haciendo que el análisis sea más eficiente.

En el presente estudio se pretende analizar el método de flujos de caja descontados, con la finalidad determinar el valor de la Empresa Viña Concha y Toro S.A., al cierre del año 2014. Al conocer su valor actual se pueden determinar distintas decisiones a tomar, tanto del punto de vista de los inversionistas que estén interesados en la empresa, como para la empresa en sí, para tener claro conocimiento de su posición en el mercado. Por consiguiente se justifica la realización de este estudio en base a la importancia que implica tener conocimiento del valor actual de una empresa, para la toma de decisiones.

1.2. Formulación de los objetivos

Objetivo General:

Determinar la valoración financiera de la empresa chilena “Viña Concha y Toro S.A”, evaluando sus activos tangibles, intangibles y su capacidad de flujo futuro, mediante el método de Flujos de caja descontado (FCD).

Objetivos Específicos:

- Generar el marco teórico de las distintas metodologías de valoración de empresa.
- Identificar las principales variables que afectan el valor de la empresa, mediante el análisis del comportamiento histórico y de las perspectivas e influencia de mercado.
- Aplicar la metodología de valoración de empresa de Flujos de caja descontados y simulación de riesgo a la empresa “Viña Concha y Toro S.A.”
- Contrastar precio de la acción “CONCHATORO” al 30 de Diciembre de 2014 con el valor calculado en este trabajo mediante el método de Flujos de caja descontados.

1.3. Metodología de estudio

Este trabajo ha sido realizado utilizando una metodología de tipo cualitativa y cuantitativa, ya que por una parte se necesitó del estudio de un marco conceptual en el que se basa la investigación, analizar la empresa y la industria donde esta se desenvuelve y determinar cómo influyen los distintos agentes que interactúan con la empresa. Por otra parte, fue necesario el análisis de los estados financieros, cálculo y proyección de flujos con tasas porcentuales específicas, esto mediante el uso de planillas de cálculo (Excel) y un software de análisis de riesgo que permite la simulación de múltiples resultados (@Risk), para finalmente estimar el valor de la empresa. Además, la información necesaria para poder llevar a cabo este estudio fue extraída de fuentes primarias y secundarias.

En primer lugar se realizó un estado del arte, donde se recopiló y analizó información sobre la valoración de empresas y los diversos métodos existentes. Luego, se reunieron antecedentes correspondientes a la empresa Viña Concha y Toro S.A., extraídos desde su página web y de sus memorias anuales respectivas al periodo entre los años 2010 y 2014, a fin de conocer su historia, funcionamiento y procesos operativos. En tercer lugar, se recopilaron antecedentes de la industria desde distintas fuentes de internet, para analizar los entornos donde actúa la empresa y determinar su posición estratégica. Posteriormente se realizó un análisis de la situación financiera de la empresa mediante el cálculo de ratios, con la información presente en sus estados financieros entre los años 2010 y 2014. En quinto lugar, se procedió a valorizar la empresa, donde el método de valoración que se utilizó fue el de Flujo de caja descontado, el cual consiste en determinar un valor para la empresa proyectando sus flujos a futuro y luego traerlos a valor presente, considerando un determinado número de periodos y una tasa de descuento (Kwacc). Para lo anterior se consideró un horizonte de proyección a 5 años (2015-2019) más un periodo correspondiente al valor de continuidad. Finalmente, se realizó una simulación Montecarlo mediante la herramienta informática de análisis de riesgo @Risk, la que se instala y es usada como un

complemento en Microsoft Office Excel, permitiendo realizar la simulación con los datos insertos en la planilla de cálculo.

El método de simulación Montecarlo consiste principalmente en un muestreo artificial o simulación de situaciones reales, definido por una ley de probabilidad de distintas variables críticas, mediante una sucesión de números aleatorios, para luego generar observaciones de las variables del modelo. El problema de estas observaciones es que no pueden obtenerse de la realidad ya que resultaría excesivamente costoso o físicamente imposible, por lo que la simulación se convierte en una herramienta muy valiosa.

2. Estado del arte

2.1. Valoración de Empresas

Para entender de mejor manera la valoración de empresas como concepto, primero debemos tener clara la diferencia entre dos conceptos, que en ocasiones, se pueden confundir, estos son valor y precio, los que son muy distintos, pero están altamente correlacionados, ambos resultan fundamentales en todo proceso transacción.

El valor es un concepto económico, subjetivo y abstracto, no es único y depende de la situación personal y particular de los individuos. Hace referencia a la apreciación por parte de las personas de las cualidades de los objetos o cosas. El valor puede ser apreciado en función de la utilidad que pueda producir dicho objeto o cosa a futuro, como también del costo de la obtención de estos.

Se puede decir que el valor está asociado, o es una función de dos elementos fundamentales, estos son: -utilidad: grado de utilidad de los objetos (futuro). Qué beneficios se espera obtener en un futuro de los mismos, y por otro lado -el coste: costo de obtención de los mismos (pasado). Cuál ha sido el coste o precio pagado en el pasado por su obtención. (Rojo Ramírez, 1995).

Desde una perspectiva económica, podemos definir el valor como el “grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades” (Rojo Ramírez, A. y García Pérez de Lema, D. 2003), por tanto, tiene una proyección futura muy importante que obliga a realizar una correcta planificación de las expectativas. Cuanto más acertada sea esta planificación futura de expectativas, más representativo será el valor asociado a la misma.

Por otro lado, el precio puede definirse como el importe que el consumidor debe pagar al vendedor para poder poseer un producto. Según Philip Kotler (2003), es la suma de los valores que los consumidores dan a cambio de los beneficios de tener o usar un producto o servicio. El precio está generalmente medido en unidades monetarias.

El precio es el importe monetario de la transacción, depende únicamente de las condiciones de mercado y es un valor de equilibrio en función de la oferta y demanda del bien en cuestión. Depende de la escasez del bien en el mercado, y puede ser distinto en el tiempo en función del acuerdo al que se llegue en cada momento en la negociación, por lo que es un hecho y no una opinión.

La valoración es el proceso mediante el cual se determina el grado de utilidad que reportan los bienes a sus propietarios, según las circunstancias especiales en las que estos se encuentren. La valoración de una empresa es un ejercicio de sensatez que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. (Fernández, 2014).

Según Vega (2000), cualquier valoración comporta grandes dosis de subjetividad. Es necesario asumir un considerable número de hipótesis sobre el comportamiento del mercado y de la empresa y esto implica correr un riesgo al dar una opinión sobre el valor.

La valoración de empresas conlleva un minucioso análisis de la empresa, donde es necesario construir escenarios que describan el posible comportamiento de la empresa y de su entorno, en relación a la industria en la que participa, situación financiera, estado operacional del negocio y sus proyecciones, ingresos basados en las perspectivas económicas para sus mercados principales.

Para realizar el análisis y determinar el valor de una empresa, existen diversos métodos que pueden ser utilizados, donde se deben considerar todas las

variables necesarias para que el análisis sea más eficiente. La aplicación del método más apropiado de valoración dependerá esencialmente de la finalidad que se persiga con la misma y del grado de conocimiento que tengamos sobre la empresa en cuestión, por lo tanto, habrá que tener en cuenta cuestiones tales como: la información disponible sobre la empresa, la calidad de la misma, conocimiento del sector, del mercado, la competencia, tamaño, situación económico financiera de la empresa y finalidad de la valoración (Labatut, 2005).

En este sentido la valoración de empresas se podría explicar como el desarrollo de unos determinados métodos con el fin de cuantificar los activos que la constituyen: sus ventas, su futuro comportamiento o cualquier otra característica relevante capaz de ser valorada y generar valor.

Las conclusiones que puedan resultar de la valoración de una determinada empresa no son aplicables a otras empresas, aun estando estas dentro del mismo sector, ya que cada una es diferente (Pérez-Cotapos y Silva, 2009).

2.2. Objetivos de una valoración

Una valoración de empresas se puede realizar por distintos motivos, por lo que sus objetivos estarán alineados con el fin por el que esta se realice. Se identifican dos tipos de causas, internas y externas.

Causas internas: Tienen como principal objetivo ampliar el conocimiento que se tiene de la misma empresa, incidiendo así en la toma de decisiones, cambios en las políticas y estrategias de la empresa. En este sentido los métodos de valoración de empresas se presentan como una vía para determinar el grado de consecución de un objetivo primordial consistente en la maximización del valor de la empresa desde el punto de vista de sus propietarios (Arnold y Davies, 2000).

1. **Herencias y testamentos:** la valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.

2. **Sistemas de remuneración basados en creación de valor:** la valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.

3. **Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:** la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.

4. **Planificación estratégica:**

- decidir qué productos, líneas de negocio, países, clientes; mantener, potenciar o abandonar.
- permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.

5. **Procesos de arbitraje y pleitos:**

- requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios
- la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje o del juez

Causas externas: Tienen como objetivo principal el demostrar el valor de una empresa ante terceras personas u otras compañías.

1. **Operaciones de compra-venta:**

- para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar.

- para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.

2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:

- para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado
- para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquéllos que le parecen más infravalorados por el mercado.
- la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.

3. **Salidas a bolsa:** la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.

2.3. Métodos de valoración

Los métodos de valoración pueden ser agrupados en estáticos y dinámicos¹:

Estáticos

Estos están basados en información histórica de la empresa y utilizan valores contables, se utilizan para conocer el valor actual de la empresa mediante la medición del patrimonio de las empresas. Su principal desventaja es que no toman en cuenta el futuro de la empresa. Según Martin & Petty (2001), aquellos métodos de valorización que utilizan la información contable para valorar la empresa, se ven enfrentados al problema de que los datos contables hacen referencia al pasado y no reflejan el riesgo.

¹ Existen también los métodos Mixtos. Sin embargo, son considerados de carácter más bien teórico y de deficiente aplicabilidad, por lo que no serán desarrollados en este estudio.

Dinámicos

Estos están basados en función de las operaciones de la empresa a futuro, mediante la actualización de los recursos que potencialmente generaría. Varios analistas consideran en general que estos métodos son mejores que los métodos estáticos, ya que toman en cuenta el desempeño futuro de la empresa, sin embargo, tienen el inconveniente de tener un cierto grado de incertidumbre, porque las predicciones del futuro de la empresa se realizan en base a hipótesis de comportamiento de las principales variables que la afectan.

El valor de las empresas es calculado en base a dos conceptos: el valor de sus activos a precio de mercado y la estimación de los flujos futuros de la empresa. Es importante mencionar que los métodos de valoración dinámicos consideran a las empresas como un proyecto de inversión, por lo que la actualización de los flujos futuros de la empresa, deben estar sujetos a una rentabilidad que determinan los accionistas o propietarios de la empresa.

Existen distintos flujos que una empresa puede generar a futuro, como son los beneficios, dividendos y los flujos de caja; en base a esto, los distintos métodos de valoración se distinguen en la utilización de un flujo en particular; la elección de algún método está en base al criterio del evaluador y a las características de la empresa.

Las variables que se utilizan en la valoración por métodos dinámicos son:

- **Flujos de fondos:** que es el flujo de fondos que dispone la empresa, luego que se han realizado las inversiones necesarias para el desarrollo de las actividades de la empresa
- **Tasa de actualización:** es la tasa con la cual los flujos debe ser descontados y su valor se determina en base a la estructura financiera de la empresa y el riesgo al que está expuesto.

- **Horizonte de evaluación:** que consiste en definir el tiempo en el cuál se proyectarán los flujos.
- **Valor residual:** es el valor de la empresa en el último período de evaluación, el cuál debe actualizarse.

Autores como Grinblatt, Titman & Wermers (1995), señalan que “las nuevas oportunidades que se le presentan a la empresa son a menudo fruto de la información y de relaciones desarrolladas en el curso de los proyectos de inversión adoptados en el pasado. Por ello, las empresas deberían evaluar un proyecto de inversión teniendo en cuenta no sólo los flujos de caja directos que él mismo produce, sino también su potencial para generar información relevante y para desarrollar relaciones valiosas”.

A continuación se muestra una tabla con los principales métodos de valoración de empresas.

Cuadro N° 1: Principales métodos de valoración de empresas.

ESTÁTICOS		MIXTOS	DINÁMICOS
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	-Clásico	Basados en el descuento de flujos:
-Valor nominal	-Descuento de dividendos	-Unión de Expertos	-Free cash flow
-Valor contable y contable ajustado	Múltiplos de:	Contables europeos	-Cash flow (accionistas)
-Valor liquidación	-PER	-Renta abreviada	-Capital Cash flow
-Valor sustancial	-Ventas	- Otros	-APV (valor actual ajustado)
	-EBITDA		
	- Otros		

Fuente: elaboración propia en base a Fernández (2014).

De los métodos de valoración anteriormente mostrados se describirán los de flujos de caja descontados, descuento de dividendos y de los múltiplos.

2.3.1. Métodos de Flujo de caja descontados

En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Esta se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados (compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.). El valor de las acciones de una empresa (suponiendo su continuidad futura) proviene de la capacidad de esta para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones.

Los métodos de flujo de caja descontados se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de caja correspondientes a las operaciones de la empresa, como: el cobro de ventas, los pagos de mano de obra, de materias primas, administrativos, de ventas, etc., y la devolución de créditos, entre otros.

Para desarrollar los diferentes métodos de valoración basados en los flujos de caja descontados, antes deben definirse las distintas tasas de descuento apropiadas para cada flujo, de las que se muestran algunas en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 2: Tasas de descuentos apropiadas para cada flujo.

Flujo	Tasa de descuento apropiada
CFac (Flujo de caja para los accionistas)	Ke (Rentabilidad exigida a las acciones)
CFd (Flujo de caja para la deuda)	Kd (Rentabilidad exigida a la deuda)
FCF (Flujo de caja libre o Free Cash Flow, por sus siglas en inglés)	WACC (Rentabilidad exigida ponderada a la deuda y acciones o Costo promedio ponderado de Capital o Weighted Average Cost of Capital, por sus siglas en inglés)
CCF (Flujo de caja del capital o Capital Cash Flow, por sus siglas en inglés)	WACC antes de impuestos

Fuente: elaboración propia en base a Fernández (2014).

Existen diferentes métodos de flujos de caja descontados, pero por lo general en la valoración de empresas, se recomienda utilizar el método de flujos de caja descontado libre; que se definen como los recursos que una empresa genera menos los fondos necesarios para el capital circulante y menos la inversión necesaria en activos fijos; el flujo de caja libre es el potencial de creación de riqueza de una empresa.

Flujo de caja descontado libre (FCF)

El flujo de caja libre o FCF (Free Cash Flow, por sus siglas en inglés), es el flujo de fondos generado por las operaciones, o sea, el rendimiento económico de los activos de la empresa, no considerando el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que podría ser repartido a los accionistas de la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF (necesidades operativas de fondos), suponiendo que no existe deuda y que, por lo tanto, no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que se recibirá y pagará en cada uno de los periodos. Sin embargo, para valoración de empresas esta tarea exige prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo que la que habitualmente se realiza en cualquier presupuesto de tesorería.

La contabilidad no puede proveernos directamente dichos datos porque por una parte utiliza el enfoque de lo devengado y, por otra, asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios que no dejan de ser arbitrarios. Al calcular flujos de caja libre se pierde el enfoque relevante, que es el dinero efectivamente recibido o entregado (cobros y pagos). Por esto es que la contabilidad debe ser ajustada según este enfoque y calcular el flujo de fondos que nos interese.

El FCF se debe obtener a partir del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT). Por lo que los impuestos deben ser calculados directamente sobre el BAIT. De esta manera se obtendrá el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al que se le deben sumar las amortizaciones del periodo. Los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a aumentos de NOF, deben ser restados para calcular el FCF.

En el siguiente cuadro se identifican algunos componentes básicos de un FCF (Esta información debe ser ajustada para obtener el FCF de cada periodo):

Cuadro N° 3: Componentes básicos de un FCF.

	Año 1	Año 2	Año 3
Ventas:	XX	XX	XX
-Costo mercaderías vendidas	-XX	-XX	-XX
-Gastos generales	-XX	-XX	-XX
-Amortización	-XX	-XX	-XX
Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)	XX	XX	XX
-Pagos de intereses	-XX	-XX	-XX
Beneficio antes de impuestos (BAT)	XX	XX	XX
-Impuesto (%)	-XX	-XX	-XX
Beneficio neto (BDT)	XX	XX	XX
-Dividendos	-XX	-XX	-XX
Beneficios retenidos	XX	XX	XX

Fuente: elaboración propia en base a Fernández (2014).

En el siguiente cuadro se muestra la información ajustada para la obtención de los FCF:

Cuadro N° 4: Ajuste componentes básicos de un FCF.

	Año 1	Año 2	Año 3
Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)	XX	XX	XX
- Impuesto sobre el BAIT (%)	-XX	-XX	-XX
Beneficio neto de la empresa sin deuda	XX	XX	XX
+ Amortización	XX	XX	XX
- Incremento de activos fijos	-XX	-XX	-XX
- Incrementos de NOF	-XX	-XX	-XX
FCF	XX	XX	XX

Fuente: elaboración propia en base a Fernández (2014).

Cálculo del valor de la empresa mediante el FCF:

Para calcular el valor de la empresa, se realiza el descuento de los flujos de caja libre, utilizando la rentabilidad exigida promedio (ponderado) de deuda y acciones (WACC). Donde:

$$WACC = \frac{EKe + DKd(1 - T)}{E + D}$$

D= Valor de Mercado de la deuda

E= Valor de Mercado de las acciones

Kd= Rentabilidad exigida a la deuda (refleja el riesgo de estas)

Ke = rentabilidad exigida a las acciones (refleja el riesgo de estas)

T= Tasa impositiva.

El WACC se calcula ponderando las rentabilidades exigidas a la deuda (Kd) y a las acciones (Ke), en función de la estructura financiera de la empresa, es decir, en la proporción que esta se financia.

2.3.2. Método de descuento de dividendos

Este método es usado para valorar participaciones accionarias minoritarias, donde los accionistas con baja participación tienen un único beneficio derivado de su inversión, que son los dividendos que obtienen por los rendimientos de la acción. Este método consiste en actualizar los dividendos que el inversionista pueda percibir a futuro. Los primeros estudios en cuestión se le atribuyen a Modigliani y Miller (1958).

Esta valoración de las acciones se presenta en dos situaciones:

En una primera situación, donde se proyecta que la empresa no experimentará crecimiento, entonces se espera que los dividendos tampoco sufran variación, por lo que el valor de la acción sería:

$$V\alpha = \frac{DPA}{Ke}$$

Donde:

$V\alpha$ = Valor de la acción

DPA = dividendo por acción

Ke = Costo de capital propio

En la otra situación, donde si la empresa está en una etapa de crecimiento se reflejará también en un crecimiento de los dividendos que son repartidos a los accionistas, donde el valor de la acción sería calculado en base a la siguiente relación:

$$V\alpha = \frac{DPA}{Ke - g}$$

Esta ecuación es similar a la anterior, sin embargo, Gordon y Shapiro (1962), introducen el término “g” que representa la tasa de crecimiento de la empresa, esto implica que mientras más se acerca “g” al costo de capital, el valor de la acción para el accionista será mayor.

La tasa de crecimiento de los dividendos se puede calcular, o bien como el crecimiento medio anual acumulativo del dividendo de los últimos años.

2.3.3. Método de los Múltiplos

Según Santandreu & Torres (2012), la valoración por múltiplos consiste en multiplicar algún parámetro de la empresa, como bien pueden ser el beneficio, las ventas o el número de clientes, por un determinado valor (n). Este valor (n) suele determinarse a partir de comparar los resultados de valoraciones de empresas similares (mismo sector, tamaño, etc.) y el parámetro sobre el cual se aplicara el múltiplo.

Este método trabaja bajo el supuesto de que los mercados son eficientes y que toda la información disponible ya está descontada en los precios. La ventaja de la valoración por múltiplos radica en su simplicidad y rapidez al momento de realizar un análisis (Maquieira, 2013).

El Método de valoración por múltiplos, especialmente en los últimos años, se ha consolidado como el método de valoración de empresas más utilizado en la práctica (Damodaran, 2002), ya que necesita del establecimiento de bastantes menos hipótesis que el de descuento de flujos tradicional, y porque es más probable que las estimaciones obtenidas por estos métodos, reflejen la tendencia actual del mercado, ya que el objetivo perseguido es la obtención de una medida relativa del activo valorado, y no la obtención del valor intrínseco del mismo.

Autores como Baker y Ruback (1999), y Kaplan y Ruback (1995,1996) señalan que la combinación del método de descuento de flujos junto con el de valoración por múltiplos permite obtener resultados más satisfactorios en la valoración de empresas que la aplicación aislada del modelo de descuento de flujos.

Ya que no existen dos empresas que sean exactamente iguales, para poder aplicar estos métodos con mayor eficiencia hay que identificar y seleccionar empresas que puedan ser comparables. Para ello, se toman empresas que

pertenezcan al mismo sector y cuota de mercado similar, tamaño, estructura financiera, diversificación de productos, expectativas de venta, márgenes, rentabilidades, etc.

Debido a las diferencias que tienen las empresas comparadas, el valor que se obtenga debe ser interpretado con cuidado, este no se considera un valor absoluto. Debería de necesitarse usar otro método en conjunto, teniendo así un rango referencial más confiable.

Existen diversos múltiplos utilizados en la valoración de empresas, por lo que es necesario determinar la conveniencia de unos por sobre otros en la estimación del rango de valoración. La evidencia empírica ha permitido agrupar los múltiplos más comunes utilizados en el análisis de empresas basado en las características de estas.

En el cuadro siguiente se muestran los múltiplos más utilizados para valorar empresas según distintos sectores:

Cuadro N° 5: Múltiplos según sector.

Sector	Subsector	Múltiplos más utilizados
Automóvil	Fabricantes Componentes	P/S P/CF y P/S
Bancos		P/BV
Materiales	Papel Químicos Materiales y Minería	P/BV EV/ EBITDA, EV/S, P/CF P/CFac y EV/ EBITDA
Construcción	-	P/CFac, EV/FCF, PER y EV/ EBITDA

Servicios	-	EV/ EBITDA , ROCE, P/LFCF, PER y PER to growth
Bienes de equipo	Ingeniería Defensa	PER, EV/ EBITDA , y EV/S PER, EV/ EBITDA , y EV/S
Alimentación y tabaco	Productores de alimentos Pubs y cervecerías Bebidas alcohólicas Tabaco	EV/ EBITDA , y EV/S ROCE, PER y PER to growth EV/ EBITDA ROCE
Sanidad	-	PER, PER relativo al S&P y EV / EBITDA
Seguros	-	P/AV
Ocio	-	EV / EBITDA
Media	-	PER relativo, EV/ EBITDA ,
Gas y Petróleo	Integrado	PER y EV/CF
Inmobiliarias	-	EV/ EBITDA y P/B
Minoristas y bienes de consumo	Ropa Comida Bienes de Lujo	PER relativo al mercado y al sector y EV/EBITDA PER relativo PER, PER to growth, EV/S y EV/Et o EBITDA growth
Tecnología	Software, equipos, Semiconductores	PER y PER relativo
Telecomunicaciones	-	EV/Et o EBITDA growth, EV/S y P/cliente

Transporte	Aéreo Viajeros por carretera	EV/ EBITDA P/S
Utilities	-	PER y P/CE

Fuente: Fernández (2014).

Este método se concreta en dos tipos de valoración: valoración a través de compañías cotizadas comparables y valoración a través de transacciones comparables. Estas serán revisadas a continuación:

Método de valoración por compañías cotizadas comparables

Este método pretende encontrar el valor de la empresa mediante la comparación con otras empresas de similares características que cotizan en bolsa. Para realizar dicha comparación se calculan una serie de ratios, que se deben aplicar tanto a la empresa a valorar como a las demás empresas similares, para así realizar una comparación de los resultados.

Dentro de esta metodología, y en general en la valoración por múltiplos, el múltiplo PER (Price Earnings Ratio) es uno de los más utilizados. El PER mide cuántas veces el mercado está dispuesto a pagar por los ingresos netos de la compañía.

PER - Precio/Beneficio (Price earning)

El PER generalmente se interpreta como la cantidad de veces que la ganancia o beneficio por acción (BPA) cabe en el precio (P) de la misma.

$$PER = \frac{P}{BPA}$$

En el siguiente cuadro se muestra la interpretación del valor obtenido del PER:

Cuadro N° 6: Interpretación del valor del PER.

<0	Empresa sin ingresos
0-10	La acción puede estar infravalorada o puede que los ingresos de la empresa estén en declive
10-17	Este rango puede ser considerado como el valor razonable
17-25	La acción está sobrevalorada o los ingresos de la empresa están en crecimiento o se espera un crecimiento futuro de ellos.
>25	Un valor de ratio tan alto puede indicar un crecimiento importante de los ingresos a futuro, o ser motivo de especulaciones.

Fuente: elaboración propia en base a Delgado (2000).

De esta manera el modelo presenta algunos inconvenientes, que son:

- Carece de significado cuando los resultados son negativos.
- Según la volatilidad de los beneficios esta puede hacer que el PER cambie drásticamente. Para las empresas cuyos resultados son cíclicos, es posible que el PER alcance un máximo en el fin de una recesión y un piso en un boom económico (Badenes, C., y Santos, J. 1999).

Ahora si la combinamos con la fórmula de dividendos de Gorgon y Shapiro (1956) $V\alpha = \frac{DPA}{Ke-g}$ con el PER, dividiendo ambos términos de la ecuación por BPA tendríamos:

$$\frac{P}{BPA} = \frac{Div}{BPA} \times \frac{1}{Ke - g}$$

Por lo que con las nuevas variables que aparecen en la ecuación podemos indicar que:

- Los inversores esperan un alto crecimiento de los dividendos.

- La acción tiene un riesgo muy bajo, y por lo tanto la tasa de rentabilidad exigida a las acciones (K_e) es más baja.
- Se espera que la empresa observe una alta tasa de reparto (DPA/BPA).
- Una tasa de reparto alta significar menor crecimiento.

Método de valoración por transacciones comparables

Este método trata de estimar el valor de la empresa a través del precio pagado por otras compañías similares en el pasado. Para la selección de las compañías comparables se procede de manera similar que en el método anterior. Para empezar la valoración, en primer lugar se calcula el valor de las compañías comparables (VE), tomando el precio pagado por el capital de cada compañía y sumándole el valor de su deuda neta, en caso de tener esa información. Calculado el valor de cada empresa, éste se utiliza para la aplicación de los múltiplos empleados en cada transacción. Los ratios más empleados por esta metodología son precio/ ventas, precio/ beneficios, precio/ valor en libros, VE/ ventas, VE/ EBITDA, VE/ EBIT y precio/ beneficio futuro. (Fernández, 2014).

EV/EBITDA

El EV/EBITDA o valor del negocio sobre el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones (Valor de negocio/Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones). Es uno de los indicadores más utilizados en la valoración de empresas, ya que elimina las distorsiones provocadas por la política de amortizaciones de la empresa, las distintas estructuras financieras y políticas fiscales.

3. Descripción de la Empresa

A continuación se presentan los principales antecedentes de la empresa, los que son necesarios para llevar a cabo este estudio.

3.1. Objeto Social²

La Razón Social de la Compañía es Viña Concha y Toro S.A. con R.U.T. 90.227.000 – 0, inscrita como Sociedad Anónima Abierta, domiciliada en Avda. Nueva Tajamar 481, Torre Norte, Piso N° 15, Las Condes, Santiago, Chile, teléfono (56-2) 476-5000, fax (56-2)203-6740, casilla 213, Correo Central, Santiago, correo electrónico webmaster@conchaytoro.cl, página Web www.conchaytoro.com, con nemotécnico en Bolsas Chilenas: Conchatoro y nemotécnico en Bolsa de Nueva York: VCO.

Viña Concha y Toro S.A. se constituyó en sociedad anónima por Escritura Pública de fecha 31 de diciembre de 1921, ante el Notario de Santiago don Pedro N. Cruz. El extracto se inscribió a fojas 1.051 números 875 y 987 ambas del Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago correspondiente al año 1922 y se publicó en el Diario Oficial N° 13.420, de fecha 6 de noviembre de 1922. El Decreto de Autorización de existencia tiene el N° 1.556, de fecha 18 de octubre de 1922. La Sociedad se encuentra actualmente inscrita a fojas 15.664 N°12.447 del Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago, correspondiente al año 1999; y en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, bajo el N° 0043.

² Fuente: Concha y Toro (2014).

3.2. Viña Concha y Toro S.A.

Viña Concha y Toro fue fundada en el año 1883, y desde entonces, se ha visto impulsada por diversos procesos de modernización, donde sus inversiones han estado orientadas al desarrollo de viñedos propios y la incorporación de tecnología de punta en sus procesos de vinificación, y una fuerte expansión hacia los mercados externos. Se ha convertido en el principal productor de vinos de Latinoamérica con una destacada posición entre las compañías de vino más importantes del mundo y una presencia en 145 países. La compañía posee alrededor de 10.704 hectáreas de viñedos en Chile, Argentina y Estados Unidos. Su portfolio de vinos incluye los íconos Don Melchor y Almaviva y su marca emblemática Casillero del Diablo, además los vinos Trivento de Argentina y Fetzer de California, entre otros. Cada filial de la empresa, posee su propia estrategia de marca y desarrolla una serie de vinos de un carácter único, donde reflejan su lugar de origen, historia y los valores que representan.

En la actualidad, la Compañía cuenta con un capital humano de aproximadamente unos 3.596 empleados y sus oficinas principales se encuentran en Santiago, Chile.

Visión:

Concha y Toro aspira ser una marca global que lidere la industria vitivinícola mundial.

Misión:

Para que Concha y Toro alcance su visión, la viña se compromete con acciones concretas (según su memoria anual al año 2014):

- Producir vinos cuyos estándares de calidad sean los más altos de la industria internacional.

- Entregar productos seguros a nuestros consumidores, manteniendo y vigilando los sistemas de inocuidad de los productos que se elaboran y cumpliendo con los requisitos legales en Chile y en los mercados hacia los cuales exportamos.
- Entender las necesidades actuales y futuras de nuestros clientes, esforzándonos permanentemente por cumplir y superar lealmente sus expectativas.
- Conducir y mejorar continuamente las relaciones comerciales con nuestros clientes, productores y proveedores, así como sus operaciones y sistemas en todas las etapas de elaboración, distribución y venta.
- Trabajar con un especial cuidado y respeto al medio ambiente, con un manejo sustentable de sus recursos y de manera socialmente equitativa con nuestros trabajadores y la comunidad a la cual pertenecemos.
- Brindar oportunidades laborales a nuestros trabajadores actuales y potenciales, sin discriminación y en igualdad de condiciones.
- Promover el compromiso de los trabajadores en un ambiente constructivo y aportar a su desarrollo profesional a través de la capacitación, incentivando el aprendizaje de conocimientos y habilidades orientadas a maximizar su desempeño.
- Fomentar y mantener un lugar de trabajo inspirador, enriquecedor y gratificante para cada trabajador de Concha y Toro, potenciando el desarrollo profesional y protegiendo la salud e integridad física, en un ambiente seguro.

3.3. Mayores Accionistas

La Empresa Viña Concha y Toro S.A. posee 747.005.982 acciones suscritas serie única, las que se encuentran repartidas entre un total de 1329 accionistas, los cuales difieren considerablemente en su relación porcentual de participación.

En la tabla N°1 se muestran los 12 mayores accionistas de Viña Concha y Toro S.A. identificando la participación porcentual y número de acciones que cada uno de estos posee.

Tabla N° 1: 12 mayores accionistas.

Accionistas	Número de Acciones	% de Participación
Inversiones Totihue S.A.	87.615.431	11,73%
Rentas Santa Bárbara S.A.	85.274.628	11,42%
Banco de Chile cta. de terceros	62.150.708	8,32%
Banco Itau cta. de inversionistas	59.801.955	8,01%
Inversiones Quivolgo S.A.	31.348.071	4,20%
Fundación Cultura Nacional	26.964.775	3,61%
Banco Santander cta. de terceros	25.877.437	3,46%
Inversiones Gdf Ltda.	24.492.173	3,28%
Constructora Santa Marta Ltda.	22.293.321	2,98%
Agroforestal e Inversiones Maihue Ltda.	22.159.144	2,97%
The Bank of New York según circ. 1375 sv	18.491.040	2,48%
Inversiones La Gloria Ltda.	16.200.000	2,17%
TOTAL MAYORES ACCIONISTAS	482.668.683	64,63%
TOTAL ACCIONES SUSCRITAS SERIE ÚNICA	747.005.982	
TOTAL ACCIONISTAS	1.329	

Fuente: elaboración propia en base a Concha y Toro (2014).

El grupo controlador, posee directa e indirectamente el 41,3% de la propiedad de la compañía, teniendo entre ellos un acuerdo de actuación conjunta no formalizado. Cada una de las personas naturales que representan a cada

miembro del controlador y sus respectivos porcentajes de propiedad. No existen otras personas jurídicas o naturales distintas del Grupo Controlador que posean acciones o derechos que representen el 10% o más del capital de la Sociedad, como tampoco personas naturales que posean menos del 10% y que en conjunto con su cónyuge y/o parientes alcancen dicho porcentaje, ya sea directamente o a través de personas jurídicas.

En la propiedad de la Compañía participan además, AFP's con un 7,9%, Corredoras de Bolsa, Fondos Mutuos y Compañías de seguros con 17,8% ADR's con 2,6%, otros grandes accionistas 18,7% y otros 11,8%.

La visión de largo plazo y focalización en el negocio vitivinícola ha sido la clave para llevar a cabo los planes de crecimiento e inversión de Viña Concha y Toro. Esto ha otorgado estabilidad y una visión de largo plazo a la compañía, permitiéndole posicionarse como una empresa líder a nivel nacional e internacional.

3.4. Directorio:

El Gobierno Corporativo de la empresa está sujeto a sus Estatutos y se rige por la Ley General de Sociedades Anónimas.

Concha y Toro es una compañía administrada por un Directorio compuesto por siete miembros nominados por la Junta General de Accionistas. Este directorio dura un periodo de tres años, luego de finalizado este periodo, el directorio debe renovarse por completo, no obstante sus miembros pueden ser reelegidos indefinidamente.

Actualmente el Directorio fue elegido en la Junta General de Accionistas celebrada en Santiago, comuna de Las Condes el 28 de abril de 2014, por un plazo de tres años, los que terminan el año 2017.

Según lo resultado de la junta, de esta manera quedó conformado el Directorio de Viña Concha y Toro S.A:

Cuadro N° 7: Directorio Viña Concha y Toro S.A.

 <p>Alfonso Larraín Santa María Empresario, Presidente</p>	 <p>Rafael Guilisasti Gana Licenciado en Historia de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Vicepresidente</p>
 <p>Francisco Marín Estévez Ingeniero agrónomo, Director.</p>	 <p>Mariano Fontecilla de Santiago Concha Diplomático de carrera y egresado de Derecho, Director.</p>
 <p>Pablo Guilisasti Gana Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile, Director.</p>	 <p>Sergio de la Cuadra Fabres Ingeniero Comercial de la Universidad Católica de Chile, máster y PhD de la Universidad de Chicago, Director.</p>
 <p>Jorge Desormeaux Jiménez Ingeniero Comercial de la Universidad Católica de Chile, Director independiente.</p>	

Fuente: elaboración propia en base a web Concha y Toro (2014).

3.5. Hechos relevantes últimos años³

2010

Año de la consolidación global de Viña Concha y Toro, sellando una alianza estratégica con el poderoso club de fútbol inglés Manchester United.

2011

Adquisición de la viña californiana Fetzer Vineyards y establecimiento de las filiales de distribución Excelsior Wine Company en EE.UU y VCT&DG México.

2012

Creación de dos nuevas oficinas comerciales en el extranjero: VCT África & Middle East y Concha y Toro Canadá Ltd. Con esto Concha y Toro se convierte en la primera viña chilena en instalarse en África y concreta nuevos pasos en su estrategia de fortalecer su presencia internacional.

2013

Este año, y ya por tercer año consecutivo, Concha y Toro es elegida la “Marca de Vinos Más Admirada Del Mundo” por la revista Drinks International. Obteniendo además, la Certificación Nacional de Sustentabilidad otorgada por Vinos de Chile y establece una nueva oficina para impulsar sus operaciones en China (Gan Lu Wine Trading).

2014

Concha y Toro es elegida la “Marca de Vinos Más Poderosa del Mundo” por la consultora inglesa Intangible Business. Como líder en la industria vitivinícola, la viña inaugura en el Valle del Maule el Centro de Investigación e Innovación (CII), un proyecto único en Latinoamérica. Además se crean Escalade Wine & Spirits en Canadá y VCT Japan.

³Hechos más destacados por la compañía en página web <http://www.conchaytoro.com>

3.6. Comité de Ética

En acuerdo de fecha 31 de Mayo de 2012, el Directorio aprobó la constitución de un Comité de Ética, que tiene como principal misión el promover y regular un comportamiento de excelencia profesional y personal de parte de todos los trabajadores de Viña Concha y Toro, en todos sus niveles, en forma consistente con los principios y valores de la empresa.

Para que lo anterior sea llevado a cabo, el Comité de Ética tiene las atribuciones de: conocer y absolver consultas relativas al alcance y aplicabilidad del Código de Ética y Conducta; conocer las denuncias anónimas recibidas por la Sociedad a través del canal especialmente destinado al efecto y dar cuenta de ellas al Comité de Directores; analizar aquellas denuncias que se reciban y que estén bajo el alcance del Modelo de Prevención de Delitos o se encuentren asociadas a los delitos previstos en la Ley N°20.393 y coordinar las investigaciones derivadas de dichas denuncias; apoyar al Encargado de Prevención de Delitos en las diferentes actividades de control que éste efectúa y solicitar reportes al Encargado de Prevención de Delitos cuando las circunstancias lo ameriten. Actualmente, los miembros del Comité de Ética son Sergio de la Cuadra Fabres, director; Osvaldo Solar Venegas, gerente corporativo de Administración y Finanzas, y Enrique Ortúzar Vergara, fiscal de la compañía.

3.7. Factores de Riesgo

Al igual que toda empresa, los negocios de la Viña Concha y Toro están expuestos a una serie de riesgos que constantemente amenazan la producción, elaboración y comercialización de sus vinos, estos riesgos están asociados a distintos fenómenos siendo el que más destaca los factores climáticos como las sequías, heladas, infecciones pestes, hongos, etc., los cuales afectan directamente la producción y por tanto el rendimiento de la producción, lo antes señalado arrastra problemas de disponibilidad, cumplimientos y precios del

producto. El punto anterior hace alusión a un factor de riesgo de todas las empresas que participan en este sector industrial.

Para el proceso de embotellamiento que ocupa Concha y Toro solo existe un gran proveedor de botellas el cual posee la capacidad suficiente para darle cabida a la producción total de la Viña, satisfaciendo las necesidades y expectativas de los distintos grupos de interés de la organización.

Como es bien sabido, la empresa se caracteriza por ser una compañía que posee una alta participación en el mercado exterior, con las distintas modalidades de exportaciones de vinos que hace al extranjero, lo anterior le ocasiona a la empresa un riesgo eminente y difícil de controlar como lo es, el tipo de cambio, el riesgo de la tasa de interés o los índices de precios al consumidor, todas variables de gran impacto para la empresa, pero difíciles de manejar ante cambios eventuales en el mercado.

A consecuencia de lo anterior resulta muy difícil, reflejar en los estados financieros las transacciones realizadas, puesto que las posibles variaciones en el tipo de cambio afectarán algunas partidas determinantes de los distintos estados financieros que emite la organización.

3.8. Modelo de negocios

Viña Concha y Toro S.A. ha logrado generar un modelo de negocios integrado verticalmente, donde las áreas integradas son: la agrícola, la técnica, la de supply chain y ventas. Uno de los desafíos de la Sociedad, es transformarse en la empresa más integrada verticalmente en el mundo del vino.

En Cuanto al área agrícola, la Empresa mantiene en Chile 9.086 hectáreas con 53 viñedos repartidos en 9 valles, los que van desde el Limarí hasta el Valle del Maule. En Argentina la Empresa mantiene, por medio de su filial Trivento,

1.154 hectáreas en 8 viñedos repartidos en 3 valles. Por último se encuentra la Viña de la filial Fetzer, la que mantiene en EEUU 464 hectáreas repartidas en 19 viñedos y 3 valles.

La Viña Concha y Toro, es la segunda a nivel mundial en cuanto a número de hectáreas plantadas, con 10.704 hectáreas. Solo es superada por Treasery Wine State con 11.031 hectáreas.

En Chile las áreas técnicas, que implican toda la red de bodegas de vinificación, se conforman por 11 bodegas repartidas entre la IV a la VII Región con una capacidad instalada de 352.043.296 litros. En Argentina, existen 3 bodegas, las que tienen una capacidad de vinificación que alcanza los 28.769.130 litros. En EEUU existen 2 de estas bodegas, con una capacidad máxima de 24.226.636 litros.

En cuanto al área de cadena de suministro (supply chain), relacionada con actividades de embotellado y embalaje, sujetas a los más altos estándares de calidad internacionales, existen en Chile una capacidad de embotellado de 80.000 botellas/hora repartidas en 4 plantas. En Argentina se cuenta con 1 planta, con una capacidad de embotellado de 18.000 botellas/hora. En EEUU también se cuenta con 1 planta, con una capacidad de 25.000 botellas/hora.

Concha y Toro ha implementado una gran red de distribución a nivel mundial, la que permite que el 65% de las ventas finales de sus productos se realicen a través de su propia fuerza de venta, permitiéndole prescindir de distribuidores locales. Esto, mediante filiales internacionales destacadas en 9 países y destinadas exclusivamente a la distribución de sus productos (Chile, Argentina, Brasil, México, USA, UK, Noruega, Suecia y Finlandia).

Además de lo anterior, el área de ventas está apoyada por oficinas comerciales que promocionan la distribución sus productos en otros 4 países

(Canadá, Sudáfrica, China y Singapur). Estas oficinas colaboran en la promoción de los productos alrededor del mundo.

3.9. Filiales y marcas de la empresa

Para mostrar el crecimiento alcanzado por Concha y Toro S.A a través del tiempo y su alta diversificación en vinos, se presentan las distintas filiales que posee la empresa en Chile, Argentina y Estados Unidos.



Viña Cono Sur: Fue creada en 1993 en respuesta a una creciente demanda internacional por vinos de calidad (Premium). Está ubicada en Chimbarongo, Valle de Colchagua. La base filosófica de Cono Sur es la innovación, caracterizándose por el uso creativo de la tecnología, la orientación hacia la calidad y el respeto y compromiso con el medio ambiente. Actualmente la bodega de Cono Sur cuenta con una capacidad total de 12 millones de litros en tanques acero inoxidable con temperatura controlada.



Viña Maycas del Limarí: Maycas del Limarí es un proyecto de vinos de alta gama, creado el año 2005, que encuentra su origen en el Valle del Limarí, aprovechando las características únicas de esta zona para producir las cepas clásicas del borgoña, Chardonnay y Pinot Noir. La bodega debuta con su línea Reserva Especial: vinos innovadores en un estilo que apunta a lo mineral, el frescor y la elegancia. Se compone de tres líneas de productos: Sumaq (categoría reserva), Reserva Especial y dos vinos superiores: Quebrada Seca y San Julián. Cuenta con más de 600 hectáreas repartidas entre sus viñedos.



Viña Almariva: Es el nombre de la viña y del vino producido por el joint venture entre Baron Philippe de

Rothschild S.A. y Viña Concha y Toro S.A. Son 85 exclusivas hectáreas las que se han dedicado para la producción de Almaviva, en el sector más alto del Valle de Maipo, zona central del país, reconocido por cumplir con las condiciones ideales para la producción del Cabernet Sauvignon en Chile, inaugurando así la categoría denominada "Primer Orden". Este término corresponde al concepto francés "Grand Cru" y al inglés "First Growth". Para calificar como "Primer Orden", el vino debe provenir de las uvas de un viñedo exclusivo y ser vinificados y embotellarse en una bodega exclusiva.



Viña Maipo: Esta viña, ubicada en el Valle del Maipo, fue fundada en 1948, y se ha consolidado a lo largo de los años con un amplio portfolio de vinos. En la actualidad está presente en más de 70 países y sus esfuerzos se concentran en fortalecer y desarrollar el portafolio de productos premium. Desde el 2007 se han lanzado exitosamente vinos de alta gama como: Limited Edition Syrah, la línea Gran Devoción, Protegido Cabernet Sauvignon, los que obtuvieron importante reconocimientos a nivel mundial.



Viña Palo Alto: Nace en el año 2006, se encuentra ubicada en el Valle del Maule (séptima región), que es la región vitivinícola más grande de Chile. Palo Alto tiene hoy en día un sólido posicionamiento especialmente con los ensamblajes de sus variedades tintas. Ocupa las mejores uvas provenientes de cuatro viñedos específicos del Valle del Maule: Lourdes, Villa Alegre, Mariposas y El Boldo.

Palo Alto ha desarrollado un proyecto basado en el cuidado del medio ambiente, bajo el concepto de agradecer a la tierra por el vino que entrega, donde se han llevado actividades como: etiquetado con papel reciclado, cajas de cartón reciclado, bosque nativo de 282 hectáreas y plantación de 10.000 árboles en la Patagonia.



Trivento Bodegas y Viñedos: Fue fundada en el año 1996, en Mendoza, la principal región vitivinícola de Argentina y mundialmente reconocida por la excelente calidad de sus vinos. Trivento se convirtió en la marca argentina de vinos de mayor cobertura posicionándose en más de 100 mercados alrededor del mundo. Cuenta con ocho fincas, equipadas con sistemas de riego por goteo, localizadas en importantes áreas productivas de Mendoza que ofrecen una amplia variedad de topografías, suelos y microclimas.



Viña Canepa: Viña Canepa fue fundada en 1930 por José Canepa Vacarezza, originario de Chiavari, Italia, encontró en Chile el “terroir” para traspasar toda la tradición y experiencia heredada desde Italia, dándole así un carácter único, elegante e innovador a sus vinos. Viña Canepa es una empresa de renombrada tradición y elegancia, la bodega está ubicada en la comuna de Peralillo, Valle de Colchagua. Dentro de su oferta de productos se encuentra “Finísimo”, lanzado al mercado en 1960 y reconocido como uno de los primeros vinos Premium de Chile.

En 2007 Viña Canepa firma con Viña Concha y Toro un acuerdo de comercialización, el que incluye la venta de productos de las marcas Canepa y Mapocho en el mercado internacional y nacional. Viña Canepa está orientada a la producción de vinos finos, satisfaciendo a un mayor número de consumidores a través de la red de venta nacional e internacional de Viña Concha y Toro.



Fetzer Vineyards: En abril de 2011, Viña Concha y Toro adquirió Fetzer Vineyards, una compañía fundada en 1968 en Mendocino County, California. Con esto, Concha y Toro suma la actividad productiva y comercial de esta viña ubicada en Estados Unidos.

Fetzer Vineyards es pionera en el desarrollo de prácticas medioambientales sustentables, un compromiso que ha marcado su desempeño durante los últimos 30 años. Su marca Bonterra es el líder indiscutido en la categoría de vinos orgánicos Premium y pionera en el desarrollo de viñedos de estas características desde 1987.

3.10. Análisis Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA)

Derivado del análisis de la empresa y del entorno se identifican las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas, que sitúan la posición estratégica de Viña Concha y toro S.A, las que se resumen en el cuadro N°8:

Cuadro N°8. Matriz FODA.

<p>Fortalezas</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Gran variedad de productos lo que permite ingresar a muchos segmentos de mercados. ➤ Presencia internacional en más de 145 países. ➤ Ubicación estratégica de las bodegas y viñas, ubicadas en los principales valles vitivinícolas del país. ➤ Buena posición de mercado tanto nacional como internacional ➤ Alto desarrollo de I+D en la empresa ➤ Conocimiento y larga trayectoria en la industria vitivinícola. ➤ Integración Vertical hacia delante y atrás. ➤ Gran posicionamiento de marca. 	<p>Debilidades</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Menor participación de mercado nacional respecto a sus dos principales competidores. ➤ Dificultad en manejo de exposición cambiaria.
<p>Oportunidades</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 22 Tratados comerciales que posee Chile con otros países. 	<p>Amenazas</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Aumento del IPC a nivel nacional.

<ul style="list-style-type: none"> ➤ Elevado precio del dólar provoca que la exportación de vinos recaude mayores ingresos ➤ Estabilidad política de Chile. ➤ Previsión de una mayor inversión en el sector agrícola. ➤ Aumento de los ingresos de la fuerza laboral. ➤ Envejecimiento de la población. ➤ Apoyo de organizaciones públicas al sector vitivinícola. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Cambios climáticos en el país, pueden llegar a dañar las cosechas. ➤ Aumento en precios de las uvas. ➤ Aumento de impuestos a las bebidas alcohólicas. ➤ Aumento de impuestos por la reforma tributaria. ➤ Gran variedad de productos sustitutos. ➤ Bajo consumo de vino en el mercado nacional. ➤ Baja disponibilidad de proveedores de envases y corcho.
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Fuente: elaboración propia.

Fortalezas y Oportunidades

Concha y Toro posee una amplia cartera de vinos que le permite responder y adaptarse a las variaciones del mercado. El desarrollo de vinos Premium se ha convertido en un nuevo espacio de crecimiento para el sector, el que ha sido bien aprovechado por la empresa, apuntando principalmente a los mercados exteriores, donde apunta a llegar con vinos de mayor precio y calidad.

La empresa se ha caracterizado además por sus constantes avances en investigación y desarrollo, como respuesta a los cambios en las preferencias de los consumidores, mayores estándares de calidad exigidos por la industria, un compromiso con el medio ambiente (reducción en emisiones de CO2 en toda la cadena productiva) y mayor productividad que las nuevas herramientas tecnológicas pueden brindar.

Viña Concha y Toro cuenta con una importante cadena de distribución a lo largo del mundo, la cual le ha permitido obtener una amplia cobertura para sus productos tanto en el mercado doméstico como en el extranjero, siendo el 65% de

las ventas finales de sus productos realizadas a través de su propia fuerza de venta, permitiéndole prescindir de distribuidores locales.

Integración Vertical hacia delante y hacia atrás, ya que posee y administra viñas, plantas de vinificación, plantas embotelladoras, tiene una amplia red de distribución en Chile y en otros países, aprovechando así las economías de escala y reducción de costos. Uno de sus desafíos, es transformarse en la empresa más integrada verticalmente en el mundo del vino.

Ubicación estratégica de las bodegas y viñas, ubicadas en los principales valles vitivinícolas del país. Cada bodega cuenta con la tecnología adecuada para el manejo de cada tipo de uva, desde su recepción hasta su guarda. Cuenta con una capacidad de vinificación de más de 350 millones de litros en Chile, 28 millones en Argentina y 24 millones en Estados Unidos.

Derivado de su gran conocimiento y sostenida trayectoria de crecimiento en la industria vitivinícola, Viña Concha y Toro está presente en más de 145 países, logrando posicionar sus distintas marcas en todo el mundo.

Chile cuenta con 22 Tratados comerciales con otros países, lo que le permite mayor fluidez del comercio y un mayor alcance de cuota de mercado, alcanzando más de 4.200 millones de personas distribuidas en los cinco continentes.

La estabilidad política que brinda Chile, lo convierte en un país con un ambiente de negocios seguro, destacando en este sentido en un primer lugar a nivel latinoamericano.

Chile ha sido un país que se ha caracterizado por su dependencia económica de la actividad minera, principalmente del cobre. De esta manera, es que en un esfuerzo por lograr mayor independencia económica es que se prevé una mayor inversión en el sector agrícola y la industria

Por otra parte, el aumento en el precio del dólar es una oportunidad e incentiva a las empresas a querer exportar más, pudiendo así recaudar una mayor cantidad de ingresos.

En general la industria nacional del vino, derivado de actuales estudios, ha estimado un bajo consumo por parte de la población joven (bajo 25 años), por lo que la estrategia apunta dirigirse a un segmento de consumidores entre 25 y 40 años. Por lo anterior, se considera una oportunidad para el sector el envejecimiento de la población que está experimentando la población chilena. Se estima que para el año 2020 la mayor parte de la población tendrá sobre los 35 años de edad.

Sumado al punto anterior, se destaca un aumento en el ingreso promedio mensual de la fuerza laboral, pudiendo así a futuro aumentar la cuota de mercado con productos Premium o Superiores en nuestro país.

Organizaciones como Consorcio I+D Vinos de Chile, CORFO, Pro Chile, INDAP, entre otras, se presentan como una oportunidad para las empresas de la industria vitivinícola, entregando apoyo financiero, técnico y en investigación y desarrollo.

Debilidades y Amenazas

Debido a los diversos países donde la empresa comercializa sus productos, esta realiza transacciones en distintas monedas, viéndose expuesta a sus tipos de cambio, lo que para la empresa es de difícil control y la puede llevar a generar pérdidas.

Cuenta con menor participación de mercado nacional que sus principales competidores (Viña San Pedro y Viña Santa Rita). Sin embargo, es la primera en términos absolutos de producción y ventas gracias a los mercados externos donde comercializa sus productos.

Derivado de la reforma tributaria, por ser Concha y Toro una empresa donde sus accionistas corresponden a otras empresas deberá pagar un 27% de impuestos sobre las utilidades para el año 2018. Por otra parte, el aumento en la tasa impositiva a los alcoholes (20,5% para vinos y cervezas) que ya ha entrado en vigencia, puede ser una amenaza para la empresa ya que desincentiva el consumo por los mayores precios del vino respecto a cuando la tasa era menor (15%). Adicionalmente, existe un riesgo de un aumento en las tasas a los alcoholes en los mercados internacionales.

La empresa se encuentra sujeta a los ciclos propios de la actividad agrícola debido a que su principal materia prima es la uva. Viéndose expuesta a enfermedades, pestes, sequías, heladas y algunas otras condiciones climáticas que puedan afectar adversamente la calidad, cantidad y costo de las uvas disponibles para la compañía.

La gran variedad de productos sustitutos es una amenaza constante para la empresa, ya que cualquier cambio en las preferencias de los consumidores vería afectada la demanda de Concha y Toro.

Más de un 70% de la uva usada en la elaboración del vino para Concha y Toro es comprada a agricultores independientes. Un aumento en los precios de las uvas implicaría también un aumento en el precio final del vino a los consumidores, pudiendo verse afectada su demanda.

La baja disponibilidad de proveedores de envases y corcho hace que la empresa se vea amenazada ante cualquier aumento en el precio de estos productos, dejando a Concha y Toro con un bajo poder negociador sobre sus proveedores.

Actualmente se vive incertidumbre en cuanto al control de la inflación en nuestro país, la que se ha visto afectada principalmente por la devaluación del peso chileno, llegando a un 4,4%. Esto incide principalmente en la pérdida de

poder adquisitivo del dinero y por ende se traduce en una posible menor demanda. Se espera que para finales de 2016 esta llegue a 3,5%.

Se observan más fortalezas y oportunidades que debilidades y amenazas, por lo que se puede decir que Viña Concha y Toro S.A. se encuentra en una posición de ventaja competitiva. Se destaca principalmente el gran posicionamiento de marca a nivel mundial y la calidad de sus productos, junto a la integración vertical que ha logrado desarrollar, además del fuerte énfasis que le da la empresa a la I+D.

4. Análisis de la industria vitivinícola

A continuación serán presentados los principales antecedentes correspondientes a la industria vitivinícola mundial y nacional, además de variables macro y microeconómicas que permiten contextualizar la industria a la que pertenece la empresa caso de estudio.

4.1. Industria Mundial del Vino

Superficie Vitivinícola

El viñedo mundial parece estar estabilizándose después de un largo período de ajuste iniciado hace más de diez años y que significó el arranque neto de más de 400.000 hectáreas desde el año 2000, lo que se materializó principalmente en el viñedo europeo. Ésta parece ser una de las principales conclusiones que podrían extraerse al analizar las estadísticas y cifras más recientes entregadas por la OIV⁴ en relación a la evolución de las áreas cultivadas con vides en las diferentes zonas de producción.

El período de 3 años (2008-2011) en el que la UE ofrecía primas por el abandono definitivo de superficies vitícolas ya ha llegado a su fin. El año 2012 fue el primero, en cuatro campañas, que no se vio afectado por tales primas: a pesar de ello, las superficies vitícolas han continuado descendiendo entre 2011 y 2012, lo que podría ser atribuido a complicaciones climáticas que se han presentado en la zona.

La cifra entregada para el año 2013 por la OIV arrojó un total de 7.436.000 hectáreas cubiertas por plantaciones de vides en el mundo, lo que es similar a lo

⁴ Organización Internacional del Vino.

informado para el año 2012⁵. Las cifras de 2013 de la OIV indican una disminución total de 19.000 hectáreas en el viñedo europeo en relación con la cobertura que tenía en 2012, aunque se aprecian algunas diferencias importantes entre las variaciones de los distintos países. Por ejemplo, mientras en Francia, Italia y Portugal se produjeron reducciones de entre 6.000 y 7.000 hectáreas en cada uno de ellos, en España se registró un incremento de 5.000 hectáreas. Los restantes países mostraron variaciones menos significativas o se mantuvieron estables.

En los países no pertenecientes a la Unión Europea, en el último año hubo un incremento de plantaciones de 19.000 hectáreas, lo que anuló la variación negativa de la UE. En este grupo, el país más destacado en cuanto a crecimiento de sus plantaciones fue China, cuya superficie dedicada a vides se incrementó en 20.000 hectáreas en el último año (3,4%), con una variación similar a la que tuvo en el año anterior, estimándose que su superficie actual alcanza a 600.000 hectáreas. Sin embargo, algunos han objetado la confiabilidad de estas cifras, y han estimado como posible que estas variaciones pudieran estar distorsionando, a lo menos parcialmente, la percepción sobre el cambio absoluto registrado en el viñedo fuera de Europa. Igualmente, existen dudas respecto a la evolución futura del viñedo de China y, además, se debe considerar que una parte importante de la producción de las plantaciones de vides en China tiene un destino diferente al de la elaboración de vinos o presenta muy baja productividad.

Otro país que ha mostrado avances en el último año es Turquía, que tiene una parte importante de su viñedo dedicado a la producción de pasas y que en el último año mostró un incremento de 7.000 hectáreas, revirtiendo la caída que había experimentado en años anteriores.

A este país se unen Argentina y Chile, con incrementos de 3.000 y 2.000 hectáreas, respectivamente, en tanto que Australia exhibe nuevamente una

⁵ Fuente: OIV (2014).

disminución de su superficie plantada con vides, presentando esta vez una baja de 4.000 hectáreas. En el año anterior había experimentado una disminución de 8.000 hectáreas, por lo que en estos últimos dos años su superficie total habría disminuido cerca de 10%⁶.

El resto de los países fuera de Europa que son productores importantes de vino muestran variaciones poco significativas de sus áreas dedicadas a este rubro, lo que da cuenta de cierta estabilidad. El resultado final de todas estas variaciones es que a nivel agregado el viñedo mundial permanece similar al que había en el año anterior y los cambios dentro de cada zona productora son bastante menos significativos que en períodos anteriores.

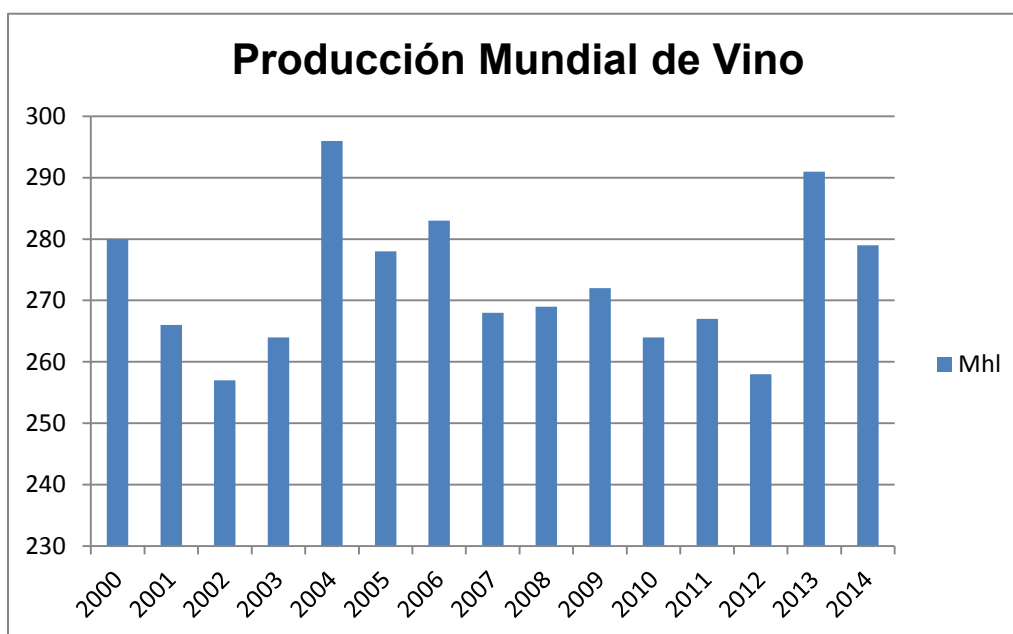
En el año 2014, la superficie mundial vitivinícola corresponde a 7554 mha, donde 5 países representan aproximadamente el 50% de la viña mundial, estos corresponden a: España (1021 mha), China (799 mha), Francia (792 mha), Italia (690 mha) y Turquía (501 mha).

Producción de vino

En el siguiente gráfico se presentan los valores de la producción mundial de vino, medidos en millones de hectolitros (Mhl), correspondientes al periodo entre los años 2000-2014.

⁶ Fuente: ODEPA (2014).

Gráfico N° 1: Producción mundial de vino.



Fuente: Elaboración propia en base a OIV (2014).

La producción mundial de vino (sin incluir zumos y mostos) alcanzó, en el 2012, los 251,7 Mhl. Se trata de un nivel bajo, especialmente para Europa, que viene dado por la reducción de los viñedos y las condiciones meteorológicas adversas: descenso del 6 % con respecto a la producción del año 2011.

Las principales bajas se registraron en Francia, con 8,5 millones de hectolitros menos que en el año anterior; en España, que retrocedió 3,7 millones de hectolitros, e Italia, cuya baja fue de 2,7 millones de hectolitros. Otros países europeos que registraron bajas importantes fueron Hungría y Austria, cuyas producciones disminuyeron 0,9 y 0,7 millones de hectolitros, respectivamente.

La cifra media de producción que ha estimado la OIV para el año 2013 fue de 278,6 millones de hectolitros, cifra superior en 27 millones de hectolitros respecto a la del año anterior, lo que representa un incremento de 9,4% en relación con ese mismo año. La de 2012 fue la producción mundial más baja registrada desde el año 2000, lo que se debió al fuerte impacto de una mala

cosecha en la Unión Europea, que disminuyó 19 millones de hectolitros respecto al año anterior, con una baja de más de 10% en relación con el promedio de los cinco años anteriores.

La producción mencionada para 2013 es la más alta de los últimos siete años, revirtiendo la situación de bajos suministros de este período, en que el mercado se caracterizó por un bajo volumen de la oferta total de vinos. La OIV ha calificado el nivel de producción de 2013 como “medio a fuerte”, lo que probablemente facilitará la recuperación de inventarios que darán mayor estabilidad al mercado. Finalmente la producción mundial de vinos para el año 2013 alcanzó los 291 millones de hectolitros.⁷

El crecimiento de la producción total durante 2013 se basó, en gran parte, en el avance logrado por la cosecha de la Unión Europea, la que alcanzó a 164,2 millones de hectolitros, con un aumento de 12,5% con respecto a 2012. Principal responsable de dicho crecimiento fue el incremento registrado en la producción de vinos de España, que subió 11,6 millones de hectolitros, lo que significó una variación de 37% respecto a la cosecha de 2012. Con esto la producción española de vinos llegó a 42,7 millones de hectolitros, ubicándose en el segundo lugar en el ranking de productores, a continuación de Italia y superando a Francia. En estos dos últimos casos sus producciones fueron 44,9 y 42,0 millones de hectolitros, respectivamente, con aumentos de producción cercanos a 1 millón de hectolitros y alrededor de 2% de variación. Adicionalmente, la OIV destaca que las producciones de Hungría y Rumania se incrementaron considerablemente en relación con las cosechas extremadamente escasas de 2012, logrando progresos de 47% y 29%, respectivamente.

Fuera de la Unión Europea hubo un incremento total de producción estimado en 5,8 millones de hectolitros, correspondiente a una variación de 5,3%

⁷ Fuente: OIV (2014).

respecto al año anterior, pero presentándose algunas disimilitudes importantes entre los distintos países.

Argentina exhibió el mayor incremento (3,2 millones de hectolitros y 27% de variación), con lo que alcanzó una producción de casi 15 millones de hectolitros. Nueva Zelanda también tuvo una variación porcentual similar (28%), pero dada su menor importancia relativa, sólo significó 544 mil hectolitros adicionales.

Estados Unidos, por su parte, mostró un incremento de 7%, alcanzando a 22 millones de hectolitros de producción, a lo que se sumó un nuevo récord en la producción de Chile, que llegó a 12,8 millones de hectolitros, pero con un incremento de sólo 2% con relación al volumen producido en el año anterior (12,6 millones de hectolitros), que también había sido récord. Australia tuvo un aumento de 1%, llegando a 12,5 millones de hectolitros, continuando con su recuperación luego de un período de sequía que lo afectó hace algunos años. Sudáfrica también incrementó su producción, esta vez un 4%, alcanzando casi 11 millones de hectolitros. Por otro lado, en China hubo una baja de 15% en la producción, totalizando solamente 11,7 millones de hectolitros (baja de 2,1 millones de hectolitros).⁸

Para el año 2014, la producción mundial de vino (excluyendo zumos y mostos) se estimaba en 279 millones de hectolitros, con una disminución de la producción de un 4% en comparación con la producción del año 2013.

Se destaca un aumento en la producción por parte de Alemania (11%), Francia (11%), Sudáfrica (3%) y Nueva Zelanda (29%). Mientras en contraste a lo anterior, destacan con una baja en la producción España (-9%), Italia (-17%), Chile (-18%) y China (-5%).⁹

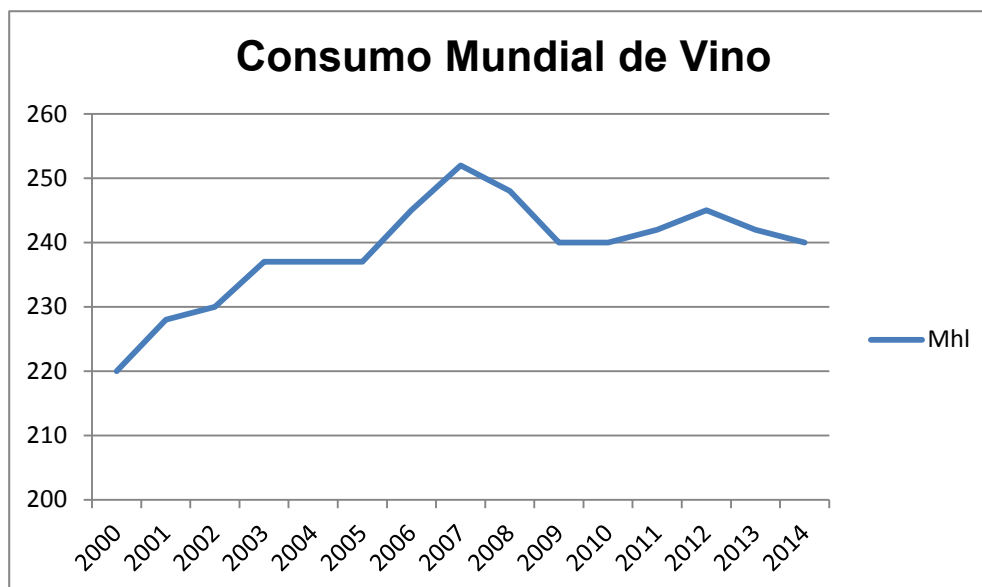
⁸ Fuente: OIV (2013).

⁹ Fuente: OIV (2014).

Consumo de Vino

Respecto al consumo mundial de vino, en el gráfico N°2 se muestra su evolución desde el año 2000 al 2014. Este es el panorama que se presenta:

Gráfico N°2: Consumo mundial de vino.



Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

La OIV ha señalado que en términos agregados se estima que en 2012 hubo un ligero incremento de 0,6% respecto al consumo en 2011, alcanzando en esta oportunidad una media de 245,2 millones de hectolitros, observándose cierta recuperación en el mercado francés y un ligero incremento en Alemania, mientras que en Grecia y Portugal se observa una tendencia hacia la estabilización, y en España e Italia los consumos seguirán retrocediendo.

Fuera de Europa, se apreciaba que en Estados Unidos, país que se prevé que pronto se convertirá en el mayor consumidor de vinos en términos de volumen, se presentó un incremento de 0,6 millones de hectolitros, equivalentes a una variación de 2%.

Para el año 2013, se esperaba un consumo mundial de vino entre 238,4 y 252,1 Mhl, el que finalmente se situó en los 242 Mhl, una disminución de 3 Mhl respecto al año anterior (2012), apreciando de esta manera que aún no se habían manifestado completamente los efectos de la recuperación de la crisis financiera y económica que se inició en 2008.

La OIV informó que el consumo de vino a nivel mundial en 2014 presentó una disminución de 2,4 Mhl con respecto a 2013, sumando 240 Mhl en un contexto global de estabilización desde 2009.

Los países tradicionalmente consumidores prosiguen su retroceso (o estancamiento), en beneficio de nuevos países consumidores en Europa y en otras regiones.

Tabla N° 2: Principales consumidores mundiales de vino.

País	Mhl	Variación (%) 2013/2014
Estados Unidos	30,7	1
Francia	27,9	-3
Italia	20,4	-6
Alemania	20,2	1
China	15,8	-7
Reino Unido	12,6	-1
Rusia	9,6	-7
Argentina	9,9	-4
España	10	2
Australia	5,5	-0,3

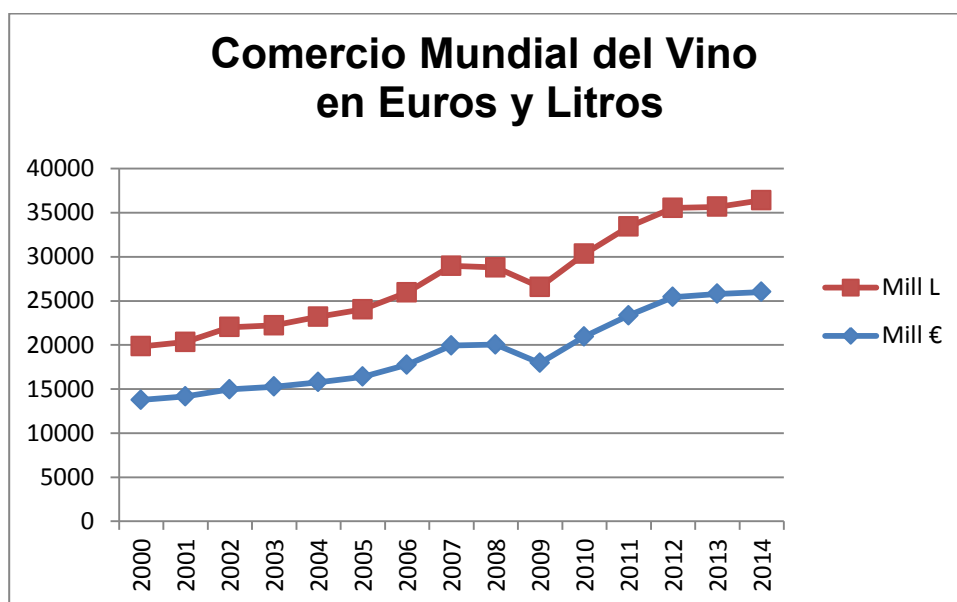
Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

EE.UU., con 30,7 Mhl, confirma su posición de primer consumidor mundial. Francia (27,9 Mhl) e Italia (20,4 Mhl), de conformidad con las tendencias de años anteriores, prosiguen su retroceso entre 2013 y 2014, respectivamente, de 0,9 Mhl y 1,4 Mhl, reportó la OIV. El nivel de consumo de vinos en China se ha evaluado en 15,8 Mhl, lo que implica una disminución de 1,2 Mhl con respecto a 2013, agregó la Organización. Por su parte Alemania y España han presentado un ligero aumento en el consumo de 1% y 2% respectivamente.

Comercio Mundial del Vino

En 2014 los intercambios mundiales de vino aumentaron 2,6% a 104 Mlh en términos de volumen con respecto a 2013, pero en términos de valor se mantuvieron relativamente estables respecto al año 2013 (€26 millones). Esta relación es presentada en el gráfico n°3:

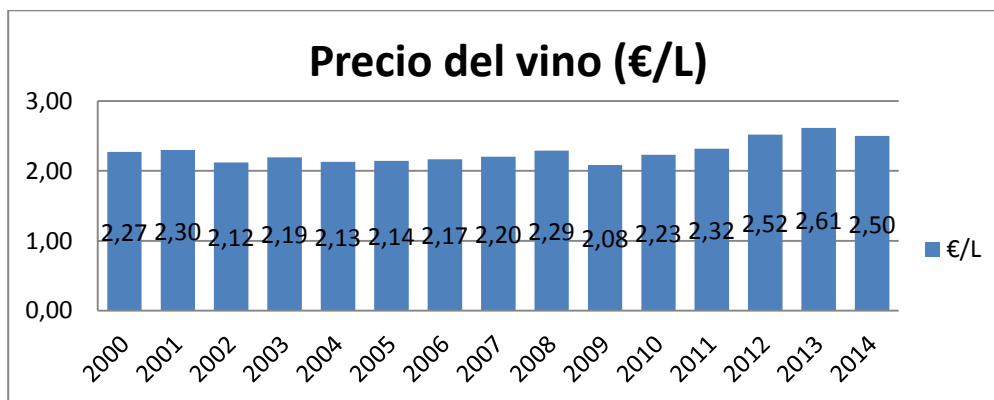
Gráfico N°3: Comercio mundial del vino.



Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

En relación a lo anterior se muestra en el gráfico N°4 la evolución del precio del vino mundial medido en €/L:

Gráfico N° 4: Precio mundial del vino.

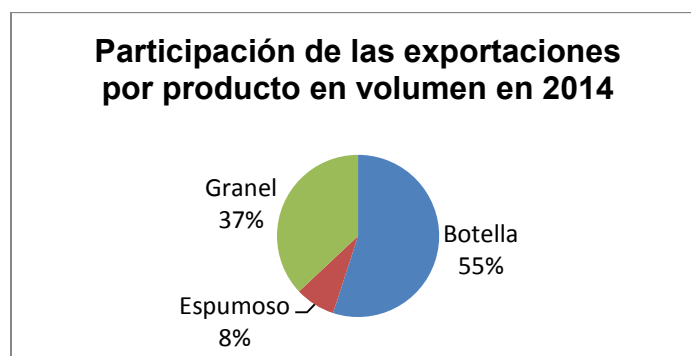


Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

Se puede apreciar una baja en el precio del vino respecto al año 2013, sin embargo, se observa un aumento considerando la evolución que ha tenido desde el año 2000, ubicándose en uno de los valores más altos (2,5 €/L).

En los gráficos N°5, N°6 y N°7, se mostrará información relativa a la exportación de vino por producto y los mayores exportadores por volumen y ventas (€).

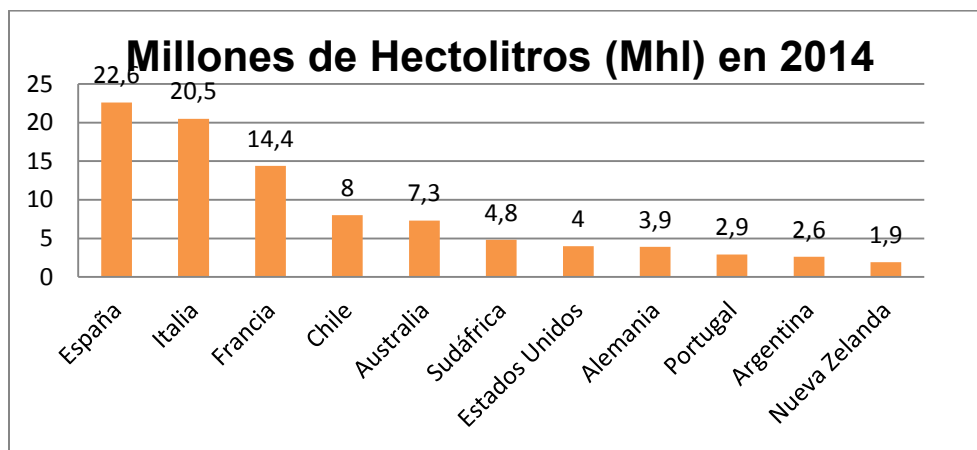
Gráfico N°5: Participación de exportaciones por producto en volumen 2014.



Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

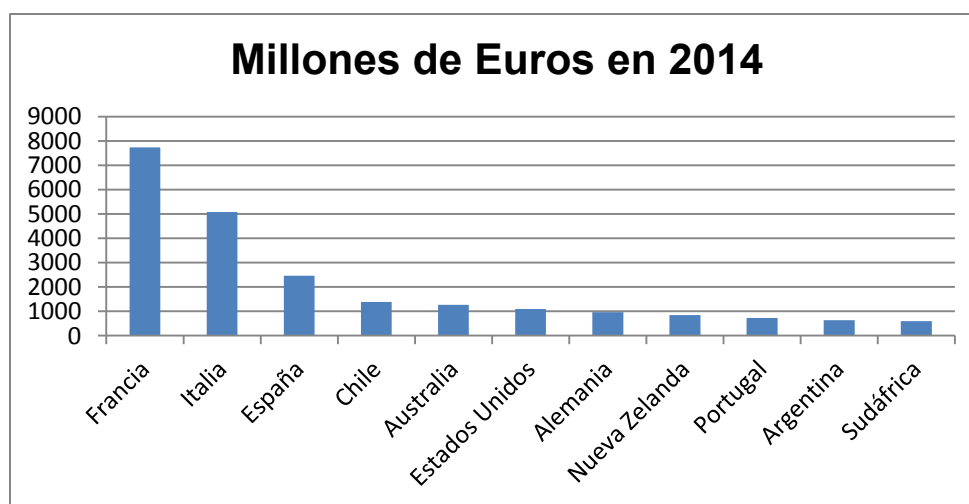
La proporción de las exportaciones en botella sigue siendo significativa, con una ligera alza del porcentaje correspondiente a los vinos espumosos (+1%) entre 2013 y 2014, y la continuación del aumento de las exportaciones de vinos a granel.

Gráfico N°6: Principales exportadores mundiales de vino en Mhl.



Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

Gráfico N°7: Principales exportadores mundiales de vino en Millones de Euros.

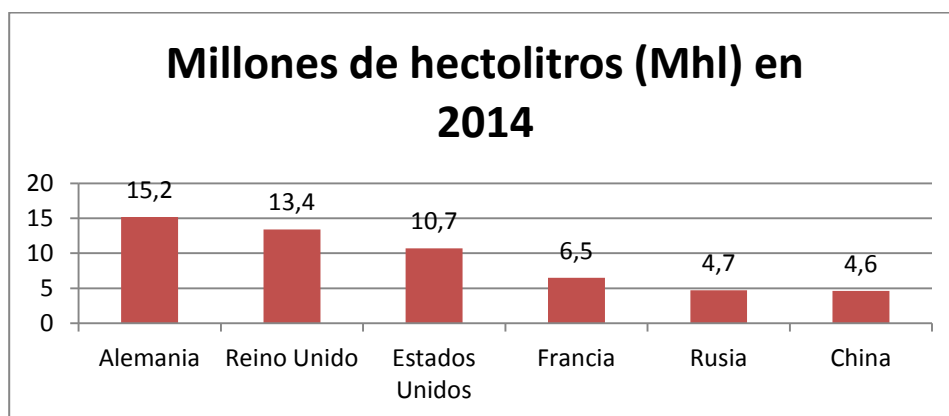


Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

Entre los principales exportadores, los cinco primeros países representan el 70% de los volúmenes y valores. Sin embargo, no todos estos países caen en el mismo orden de volúmenes y precios, ya que, a pesar de que Francia exporta un menor volumen respecto a España e Italia, este encabeza la lista respecto a precios, por lo que puede deducirse que el vino Francés está mejor valorado.

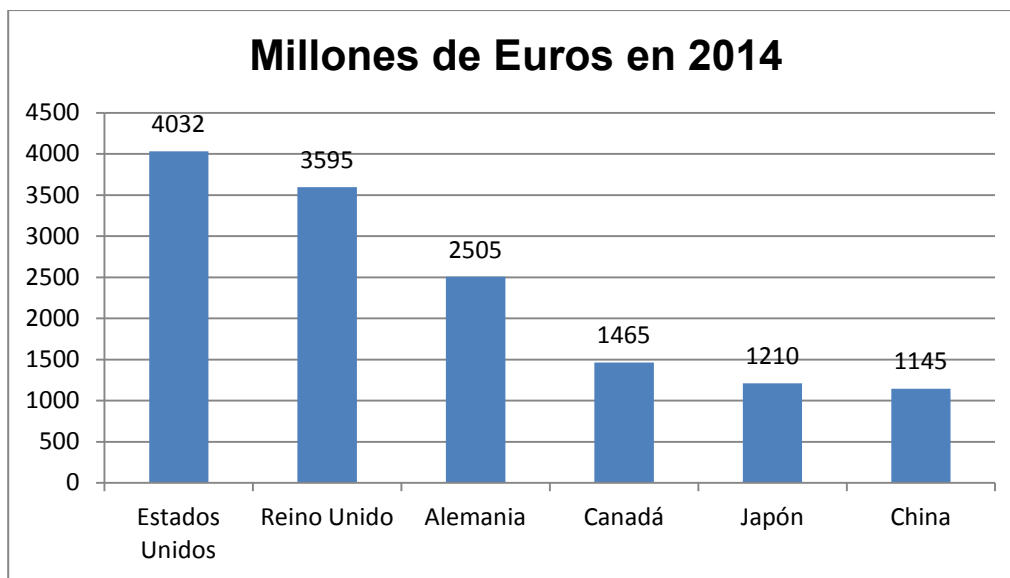
A continuación en los gráficos N°8 y N°9 se presentan los principales importadores mundiales de vino, medidos en millones de hectolitros y millones de Euros respectivamente:

Gráfico N°8: Principales importadores mundiales de vino en Mhl.



Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

Gráfico N°9: Principales Importadores mundiales de vino en millones de Euros.



Fuente: elaboración propia en base a OIV (2014).

Los cinco primeros países importadores representan más de la mitad de las importaciones totales en Euros. Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Canadá y China, alcanzaron un total de 12,8 mil millones de Euros en el año 2014. Este año las importaciones de vino se elevaron a 100 millones de hectolitros en volumen.

4.2. Industria chilena del vino

A continuación se muestran antecedentes de consumo, exportación, importación y producción respecto a la industria nacional del vino¹⁰. Esta información se resume en la tabla N°3:

Tabla N°3: Balance del mercado chileno.

Ítem	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stock inicial **	650	802	748	809	842	701	817	1.043	1.182
Consumo aparente	232	299	233	310	358	303	314	285	346
Exportaciones	476	609	590	696	730	662	747	880	801
Vino embotellado y envasado	308	365	373	398	434	446	449	461	463
Vino y mosto a granel	168	245	216	298	296	216	298	419	338
Total ventas	708	908	822	1.005	1.088	965	1.061	1.165	1.147
Importación	6,24	6,2	3,88	3,03	0,55	1,05	1,24	2,18	2
Producción	845	828	868	1.009	915	1.046	1.255	1.282	1.003
Vinos con D.O.	716	704	693	867	745	829	1.016	1.078	841
Vinos sin D.O.	86	88	132	115	127	118	172	136	123
Vinos de uva de mesa	42	36	44	28	44	100	68	70	39
Vino de pisco traspasado a vino	9	20	11	26	31	33	31	20	20
Stock final ¹¹	802	748	809	842	701	817	1.043	1.182	1.060
% stock sobre ventas	113,30%	82,40%	98,30%	83,70%	64,50%	84,60%	98,20%	101,50%	92,40%
% stock sobre producción	94,90%	90,40%	93,10%	83,40%	76,60%	78,00%	83,10%	92,20%	105,70%

Fuente: Vinos de Chile (2014).

¹⁰ Medido en millones de litros.

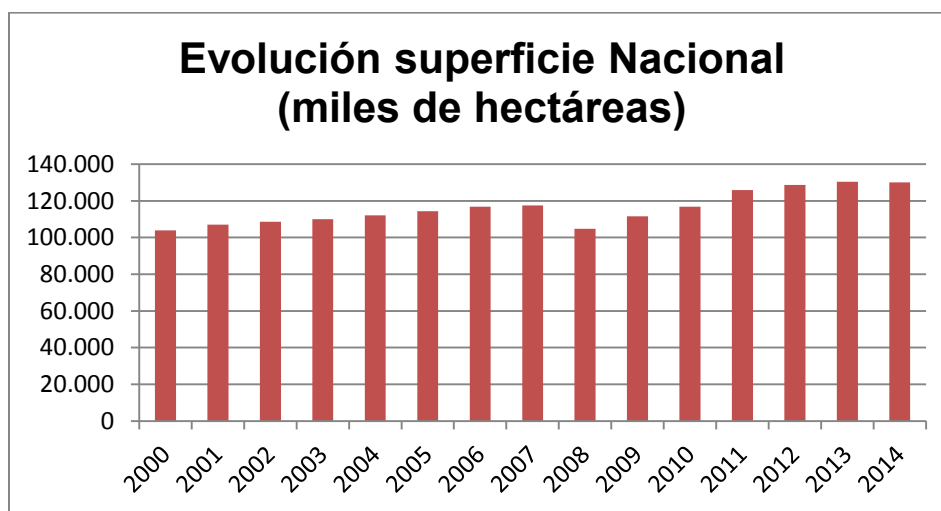
¹¹ Las cifras de stock inicial y stock final no incluyen las existencias de vino para producción de pisco.

Superficie y Producción

El año 2014 la producción nacional de vino fue de 1003 millones de litros, de una superficie de 130 mil hectáreas (esta presenta solo una pequeña disminución respecto al año 2013). La producción total de vino 2014 bajó un 20%, esto debido principalmente a heladas registradas en septiembre de 2013. En diversas magnitudes, las heladas afectaron casi por igual a todas las variedades y hubo efectos en prácticamente todas las zonas productoras del país.

Para el 2015 se espera una cierta recuperación de producción, pero debido a sequías y altas temperaturas, no sería al mismo nivel de 2013.

Gráfico N°10: Evolución superficie Nacional.



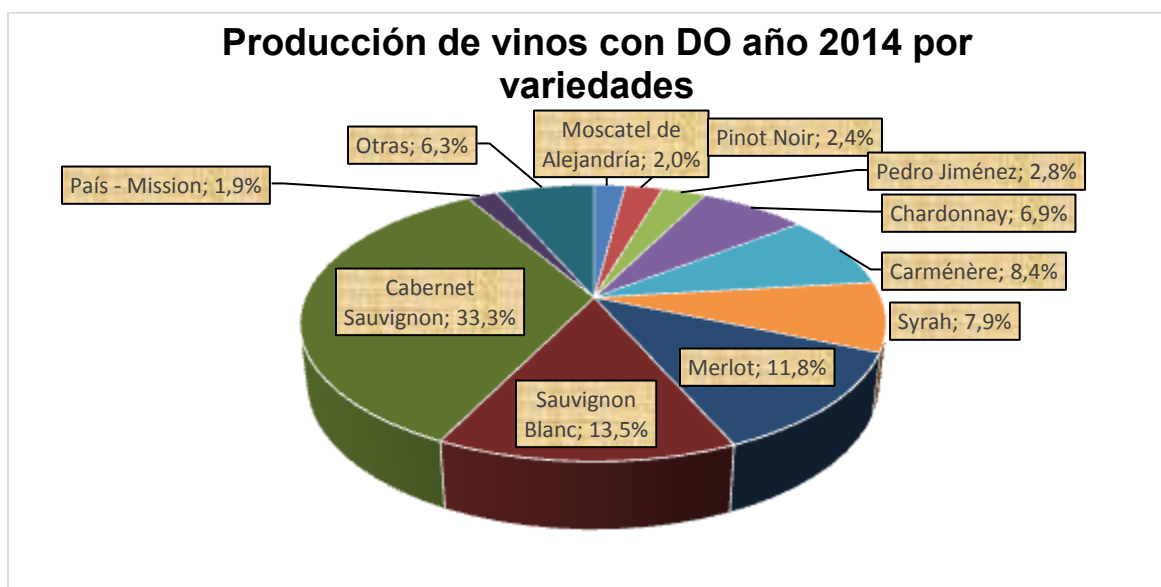
Fuente: elaboración propia en base a Vinos de Chile (2014).

Exportaciones y consumo interno año 2014

Las exportaciones se ubicaron en 801 millones de litros, cifra menor al año anterior cayendo alrededor de un 9%. El valor de las exportaciones se situó en USD 1.846 millones cayendo también respecto al 2013. Por su parte, el consumo interno llegó a los 346 millones de litros.

En el gráfico N°11 se presenta la producción de vino con denominación de origen según su variedad para el año 2014:

Gráfico N°11: Producción de vino con denominación de origen.



Fuente: elaboración propia en base a Vinos de Chile (2014).

Destacan principalmente las variedades Cabernet Sauvignon, Sauvignon Blanc y Merlot, las que en conjunto representan casi el 60% de la producción de vinos con denominación de origen el año 2014.

Precios del vino

A continuación se muestran en la tabla N°4 los precios de exportación y su variación entre los años 2013 y 2014:

Tabla N° 4: Precio nacional del vino.

Producto	2013		2014		Variación %	
	Valor	Precio Medio	Valor	Precio Medio	Valor	Precio Medio
	(US\$)	(US\$/litro)	(US\$)	(US\$/litro)	(US\$)	(US\$/litro)
Embotellado	1.447.033.530	3,32	1.515.583.446	3,35	4,74	1,01
Envasado y Similares	52.872.472	1,99	50.411.816	1,89	-4,65	-5,19
Granel	359.151.370	0,87	256.601.465	0,81	-	-7,25
Espumoso	14.577.530	4,18	17.259.490	4,22	18,4	0,88
Vino Pulpa Fruta	6.314.250	4,74	6.594.339	4,79	4,44	1,02
TOTAL	1.879.949.153	2,14	1.846.450.556	2,3	-1,78	7,74

Fuente: Vinos de Chile (2014).

En general, cuando la relación stocks/ ventas aumenta, los precios en la vendimia siguiente tienden a disminuir y viceversa. Cabe mencionar que a fines de 2014 las existencias bajaron casi 10% respecto al año anterior. (Véase Tabla N°3).

Se destaca el hecho de que en la mayoría de las categorías se observa un incremento del precio promedio de exportación, esto se podría relacionar con un mejoramiento de la calidad del producto exportado. A esto debería agregarse el buen comportamiento que ha exhibido el valor del dólar, que en diciembre del año

2014 alcanzó valores 615 pesos por dólar, lo que también contribuiría a que una buena parte de las empresas vitivinícolas exportadoras logren resultados positivos durante el presente ejercicio.

El año 2014 tuvo un balance positivo para la exportación de vino embotellado llegando a una cifra de MM US\$ 1.515, lo que implica un aumento del 4,7% respecto al año 2013, obteniendo así un cifra record tanto valores como en litros (463 Millones de litros).

Los buenos resultados del 2014 consolidan a Chile como el cuarto país exportador de vinos más importante del mundo.

Para Concha y Toro esto se vio reflejado en ventas que el 2014 alcanzaron M\$ 583.313.064, implicando un incremento de 22,64% respecto del año anterior. Este aumento se explica principalmente por una expansión de las exportaciones de la empresa, un aumento en las ventas en el mercado doméstico chileno, mayores precios promedio de las exportaciones y un tipo de cambio más favorable.

Si bien Concha y Toro, pasó de tener la mayor participación de mercado doméstico hasta el año 2011 con un 30,9% a contar con el tercer lugar en 2014 con un 27,2% (superada por Viña San Pedro y Viña Santa Rita con 28,9% y 30,7% respectivamente), esto no le quita el título de líder de mercado si se consideran sus exportaciones, con un 33,9% de participación de mercado por volumen y 30,5% en ventas.

En contraste al precio medio de exportación por litro del vino embotellado (US\$ 3,35/Lt), que refleja los mayores ingresos a nivel nacional (82,08% del total), Concha y Toro supera esta marca con precios mínimos de US\$5-7/Lt, valores correspondientes a sus denominados vinos varietales, los que representan el 62,3% de sus ventas.

5. Análisis del entorno

5.1. Análisis del Macro Entorno

Para llevar a cabo este análisis se utilizará la herramienta de estudio PESTEL, de la que fueron precursores los autores Liam Fahey y V.K. Narayanan (1986). Ésta herramienta plantea la reflexión de seis entornos, los que serán descritos a continuación:

Entorno Político

Chile se ha convertido en un líder regional, debido a su estabilidad democrática que garantiza un ambiente seguro para hacer negocios, lo que ese sentido es atractivo para la inversión extranjera.

Posee un sistema político republicano, democrático y representativo, con un gobierno de carácter presidencial. El Estado está dividido en tres poderes independientes, estos son:

-Poder Ejecutivo: A su cabeza se encuentra el Presidente, el cual es elegido por sufragio popular y directo por todos los ciudadanos chilenos mayores de 18 años, por períodos de 4 años, sin derecho a reelección.

-El Poder Legislativo: Este reside en el Congreso Nacional, y su sede está en el puerto de Valparaíso (V Región). Tiene atribuciones fiscalizadoras y colegisladoras, y es bicameral: Senado (38 miembros) y Cámara de Diputados (120).

-El Poder Judicial: Es un órgano independiente y autónomo que tiene la responsabilidad de la administración de justicia. El tribunal superior de este poder,

es la Corte Suprema, integrada por 21 miembros, uno de los cuales es elegido presidente cada tres años¹².

En un contexto de fuerte ralentización económica, las restricciones presupuestarias aumentaron en 2014, pero el país conserva fundamentos sólidos. La inflación se dice está controlada (según Banco Central de Chile), las finanzas públicas son sanas, la situación macroeconómica es estable. Gracias a los ingresos del cobre, Chile dispone de un fondo soberano de 15 mil millones de EUR. La contabilidad pública casi no es deficitaria y la deuda solo representa 34% del PIB.

Michelle Bachelet fue reelecta para un segundo mandato en diciembre de 2013. Las prioridades de su gobierno han sido establecer una política anticíclica en su presupuesto para 2015 y la reducción de las desigualdades sociales, ante todo en el sistema educativo. El presupuesto para 2015 anticipó un aumento importante del gasto público (+9,8%), elevándolo a 63 mil millones de USD, lo que incluye sobre todo un alza de 27,5% de los créditos atribuidos a la inversión pública. El objetivo de equilibrio estructural fue pospuesto a 2018, y el déficit público fue fijado en 1,9% del PIB en 2015. El presupuesto para 2015 se enfoca igualmente en una reforma fiscal, que busca generar 8,3 mil millones de USD de ingresos adicionales de aquí a 2018. Se desea además invertir en energías renovables.

Algunos de los principales desafíos para la economía chilena es dejar atrás la dependencia tradicional de la economía con respecto al precio del cobre (la producción de cobre representa 50% de las exportaciones del país, y la caída del precio del cobre durante la crisis afectó profundamente a la economía), y el desarrollo de una producción autosuficiente de alimentos.

¹² Fuente: Gobierno de Chile (2015)

Por otra parte, la reforma tributaria aprobada en septiembre de 2014 tiene como objetivo aumentar los ingresos fiscales en 3 puntos porcentuales del PIB para financiar el gasto adicional en educación y reducir la brecha fiscal. El elemento principal de la reforma es la eliminación del Fondo de Utilidades Tributarias (FUT), que es utilizado por las empresas para aplazar el pago de impuestos sobre los beneficios que se retienen para las inversiones. Sin embargo, esta reforma ha tenido algunas modificaciones en varios de sus puntos, las que no han sido bien recibidas por las empresas principalmente, donde estas debían pagar más impuestos (25% o 27% dependiendo del tipo de empresa) al Estado, sin importar si las utilidades de una empresa eran retiradas o reinvertidas, disminuyendo así el incentivo a la reinversión.

De acuerdo a lo anterior, Concha y Toro cabe dentro de una categoría donde uno o más accionistas de la empresa corresponden a otras empresas, por lo que debe acogerse obligatoriamente al régimen de renta percibida, es decir pagará 27% de impuesto sobre las utilidades (para el año 2018). Sólo las empresas donde todos los accionistas sean personas naturales podrán optar por el régimen de renta atribuida, pagando así un 25% de impuestos.

En la reforma tributaria se estableció además un aumento en los impuestos a las bebidas alcohólicas, desincentivando el consumo por los mayores precios. La reforma establece una tasa común de impuesto a vinos y cervezas de un 20,5%, la que antes era de un 15%. Para destilados (pisco, ron, whisky y vodka) un 31,5%, anteriormente de un 27%.

Entorno Económico

Nuestro país en la última década ha sido una de las economías con un crecimiento más rápido en Latinoamérica. Sin embargo, después del auge observado entre 2010 y 2012, la economía registró una desaceleración en el 2014 con un crecimiento (PIB) de 1,9%, siendo esta de un 4,2% en el 2013, afectada

por un retroceso en el sector minero debido al fin del ciclo de inversión, la caída de los precios del cobre y el declive en el consumo privado. En paralelo el desempleo ha aumentado, desde un 6% a Diciembre de 2013 a un 6,3% en la misma fecha de 2014.

Según la encuesta de expectativas económicas realizada por el Banco Central de Chile, al tercer trimestre del año 2015 se esperaba una recuperación gradual del crecimiento a un 2,2% en 2016 y 3,1% en 2017. Sin embargo, actualmente esa proyección se redujo a un 2,1% en 2016 y 2,8% en 2017.

Sobre la tasa de política monetaria, se espera que el Consejo del Banco Central la mantenga en 3,5% dentro de los próximos cinco meses, cuando realizará una nueva alza hasta 3,75%. A diciembre de 2016, los economistas esperan que se ubique en 4,0% y se mantendría así hasta dentro de 23 meses.

En cuanto a la inflación, según el IPoM (Informe de Política Monetaria), el indicador (IPC) se ubicaría en 3,5% a fines de 2016 y en 3,0% a finales del 2017. La fuerte depreciación del peso chileno ha sido la principal causa del aumento del IPC y se espera que siga afectando la dinámica inflacionaria. El indicador seguirá ubicándose por sobre el rango de tolerancia al menos durante toda la primera parte del 2016 (4,4% actualmente), completando dos años por encima del 4%, siendo de un 4,64% al cierre del año 2014 y de 4,378% en 2015.

En el tercer trimestre del año 2015, las exportaciones chilenas totalizaron US\$14.853 millones, disminuyendo 17,8% respecto del nivel alcanzado en el mismo período del año anterior. Minería fue el sector que más se contrajo, con una caída de 23,0%, seguida de industria, con una disminución de 12,8%, en tanto que agricultura, fruticultura, ganadería, silvicultura y pesca, aumentó 5,9%. Por su parte, las importaciones totales llegaron a US\$16.411 millones en el tercer trimestre del 2015, mostrando una disminución de 9,2% en relación con el mismo

período del año anterior. Si bien todos los sectores se contraen, destacó la caída de minería, de 53,9%.

En cuanto al destino de las exportaciones en el segundo trimestre del 2015, casi la mitad se dirigió al Asia, que recibió 48% de los envíos, seguida por América con 33%. Todas las zonas registraron disminuciones destacando, a nivel de país, las caídas de Japón (-32,8%) y China (-11,5). Respecto de las importaciones, disminuyen los embarques desde América y suben los provenientes de Asia y Europa, destacando las disminuciones de Estados Unidos (-18,6%) y Brasil (-28%)¹³.

Actualmente a través de los tratados de comercio firmados, Chile posee libre acceso a los principales mercados en el mundo, alcanzando más de 4.200 millones de personas distribuidas en los cinco continentes. Hasta la fecha se han suscrito 22 acuerdos comerciales con 60 países, destacando los acuerdos con la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), Mercado Común del Sur (MERCOSUR), P4 (Chile, Nueva Zelandia, Singapur y Brunei Darussalam) y la Unión Europea.

Entorno social

Según un estudio realizado por Vinos de Chile y Adimark, nuestro país, en comparación con otros países productores de vino, tiene un consumo per cápita muy bajo. El estudio arrojó que los chilenos consumen apenas 13 litros en promedio por persona. En cambio, otros países productores duplican esta cifra como es el caso de Argentina (26), España (20) o Australia (23).

¹³ Fuente: Banco Central de Chile (2015)

"Un 33% de los jóvenes no consume vino y menos de un 10% lo hace una vez a la semana, por lo que nuestro objetivo que es llegar al consumidor de 25 a 40 años", comentó Elizabeth Díaz, gerente de mercado interno Vinos de Chile.

Frente a esta situación, las principales industrias vitivinícolas se encuentran realizando estrategias orientadas en refrescar la mirada del consumidor y acercar el consumo de vino a los nuevos consumidores, entre 25 y 40 años.

Nuestro país cuenta con una población estimada de 18.006.407 habitantes, según el INE (Instituto Nacional de Estadística) y se proyecta que para el año 2020 esta cifra alcance los 18.896.684 de habitantes, de la cual la mayor parte de esta tendrá sobre los 35 años de edad, por lo que se observa un proceso de envejecimiento de la población.

Debido a las mejoras en las condiciones de vida de la población, la esperanza de vida de los chilenos se ha aumentado, llevándola a la más alta de América del Sur, aumentando a los 83 años en mujeres y 76 en hombres.

Por otra parte, en 2014, a nivel nacional, el ingreso medio mensual de los ocupados se estimó en \$473.251, lo que implicó un aumento anual de 4,2% respecto al año 2013, de acuerdo a la Nueva Encuesta Suplementaria de Ingresos (NESI). En 2013 las mujeres ganaban \$354.681 en promedio, aumentando a \$382.253 en 2014, al mismo tiempo que los hombres pasaron de ganar \$531.034 en promedio el 2013 a \$543.996 el 2014.

Según categoría ocupacional, el 69,6% de la población ocupada es Asalariada y su ingreso medio alcanzó los \$525.020. La categoría que explica mayormente el alza de los ingresos en doce meses fue Asalariados cuyo ingreso aumentó 4,5%, quienes también presentaron un crecimiento de 1,4% en el número de ocupados. Por otra parte, el mayor incremento anual del ingreso medio se

registró en la categoría Cuenta Propia (11,4%), acompañado además por un incremento de ocupados en esta categoría.

Respecto de los ingresos de los hogares, el ingreso medio de éstos se estimó en \$933.701, lo que implicó una variación de 5,9% respecto de 2013. La variación anual del ingreso per cápita del hogar fue de 5,7% respecto de 2013, alcanzando \$289.925¹⁴.

Chile ha logrado reducciones importantes en los niveles de pobreza y en el aumento de la prosperidad compartida en los últimos años. La proporción de la población considerada extremadamente pobre (US\$ 3.1 por día) se redujo del 7.7% en 2003 al 2.0% en 2013 y la pobreza moderada (US\$ 5.5 por día) se redujo del 25% al 8.8% durante el mismo periodo. Además, entre 2003 y 2011, el ingreso promedio del 40% más pobre se expandió en un 4,9%, considerablemente más alto que el crecimiento promedio de la población total (3,3%).

Lo anterior se considera una oportunidad para la industria vitivinícola, ya que los principales consumidores son personas de 29 años de edad en adelante mayormente, sumado al aumento de ingresos de los trabajadores, pudiendo así aumentar las empresas del sector su cuota de mercado a la que desean dirigirse específicamente.

Entorno Tecnológico

En cuanto al entorno tecnológico se destaca el Consorcio I+D Vinos de Chile, el que tiene sus inicios en los Consorcios del vino, VINNOVA y TECNOVID, que se establecieron a través del primer “Concurso de Consorcios Tecnológicos” el año 2005 con un financiamiento inicial para cinco años. En este periodo, lograron establecer en forma exitosa un trabajo colaborativo entre empresas y

¹⁴ Fuente: INE (2015)

entidades tecnológicas nacionales; que se refleja en la inducción de un mayor gasto de las empresas del sector, además, de aportar conocimiento y experiencia de mercado, en los proyectos de I+D.

Es importante indicar que los Consorcios del Vino cumplieron a cabalidad todos los objetivos comprometidos por bases del año 2005, incluso, VINNOVA, recibió en enero de 2010 el Premio al Mejor Consorcio Nacional por parte de INNOVA-CORFO.

En octubre de 2012 se postuló a la Línea de financiamiento para “Consorcios Tecnológicos para la Innovación” y en diciembre el proyecto fue aprobado por INNOVA CORFO sin ninguna modificación. El costo total del proyecto aprobado fue de \$10.350 millones, donde \$5.350 millones son aportados por la industria (\$2.350 millones son pecuniarios y \$3.000 millones son aportes valorados de las viñas), todo lo anterior en un periodo de 10 años.

El Consorcio I+D Vinos de Chile posibilitará economías de escala en la administración de recursos, una mayor velocidad de difusión de los conocimientos generados en la industria y una mayor velocidad de adopción por parte de las empresas. Un elemento de extraordinaria importancia para el país es la posibilidad real de que las Pymes adopten tecnologías de vanguardia en sus operaciones, lo que no sucedería si la I+D la realizan sólo las grandes empresas¹⁵.

Actualmente el Consorcio cuenta con 23 viñas participantes (Entre las que se encuentra Viña Concha y Toro). Sin embargo, aspira a incorporar como accionistas a más de 100 viñas, todas con fines de lucro y que representarán a más del 90% de la producción y comercialización del vino en Chile y en sus exportaciones.

¹⁵ Fuente: web Consorcio vinos de Chile (2015)

Cabe mencionar que en Chile destaca la carrera de Enología la cual es impartida por prestigiosas universidades del país, fomentando la especialización en el rubro vitivinícola, sumando conocimientos técnicos y aplicación de las tecnologías. En este sentido, el Centro Tecnológico de la Vid y el Vino (CTVV), dependiente de la Facultad de Ciencias Agrarias de la Universidad de Talca, cuenta con profesionales calificados, infraestructura y equipamiento idóneo para desarrollar su labor de investigación, transferencia tecnológica y servicios, en las áreas de Enología y Viticultura.

Viña Concha y Toro cuenta con un Centro de Investigación e Innovación (CII), el que tiene como objetivo potenciar el área de producción de plantas; integrar, adaptar y desarrollar nuevas herramientas tecnológicas y dar un mayor sustento analítico a las áreas productivas, agrícolas y enológicas, lo que tendrá importantes implicancias en mejorar la productividad de la industria y enfrentar con elevados estándares de excelencia el nuevo escenario competitivo.

El año 2013, Viña Concha y Toro se asocia con UC Davis (EEUU) para hacer investigación conjunta en el proyecto “UC Davis LINC- Life Sciences and Innovation Center”, presentado al programa “Atracción de Centros de Excelencia Internacionales de I+D para la Competitividad 2.0”, del Comité Innova Chile dependiente de CORFO¹⁶.

Entorno Ecológico

El Consejo nacional de producción limpia (CPL), suscribió el 15 de septiembre de 2003, un Acuerdo de producción limpia (APL) vitivinícola. Este APL fue dirigido a todas las empresas que participan en la cadena productiva de la industria del vino. La iniciativa apuntó a fortalecer la posición de la industria y del

¹⁶ Fuente: web Concha y Toro (2014)

país como productor de vinos finos que privilegia la calidad y variedad de sus exportaciones.

Siendo el primer APL diseñado en conformidad con las normas chilenas de Acuerdos de Producción Limpia. Asimismo, incorporó la normativa ambiental y de higiene y seguridad laboral aplicable al sector, la normativa aplicable a las descargas de riles y las normativas orientadas al manejo seguro de residuos industriales sólidos¹⁷. A este acuerdo Viña Concha y Toro se suscribió el año 2006, de lo cual, ya en el 2007 logró una disminución en el impacto medioambiental en packaging mediante el desarrollo de nuevos productos en conjunto con los proveedores.

Para lograr una diferenciación, en la estrategia delineada para 2020 figura el interés del sector por convertirse en los mayores productores de vinos del Nuevo Mundo, que sobresale con una oferta de vinos premium, sustentables y diversos.

Actualmente son 52 las viñas que se encuentran certificadas con el Código Nacional de Sustentabilidad, programa voluntario impulsado por la Asociación Gremial Vinos de Chile que reconoce a las empresas que cumplen con requisitos de sustentabilidad ambiental y social a lo largo de la cadena de valor del vino¹⁸.

Siguiendo este orden, Concha y Toro se destaca entre las empresas vitivinícolas líderes en neutralizar la huella de carbono, a través de reducciones internas de CO2 generadas en los procesos de la cadena de producción, y no solamente en la del vino en sí, sino no que también en la referente a los insumos y la logística.

¹⁷ Fuente: web Consejo Nacional de Producción Limpia (2014)

¹⁸ Fuente: web Código Nacional de la Industria Vitivinícola Chilena (2015)

Respecto al impacto del cambio climático en Chile, se prevé que para el año 2050 Chile será un país más caluroso, menos lluvioso, propenso a tormentas y días más nubosos, trayendo consigo cambios en los paisajes y cultivos característicos de las zonas de nuestro país, lo que podría ser perjudicial en el largo plazo para la industria del vino y la agricultura en general en nuestro país.

Entorno Legal

En Chile el Estado actúa en la industria del vino a través de diferentes actores públicos. Por una parte se encuentran las instituciones que prestan apoyo a las empresas en materias de fomento y promoción, como son CORFO y Prochile. Por otro lado, se encuentran los organismos fiscalizadores, quienes son los encargados de garantizar el cumplimiento de la legislación y la protección de los derechos de los trabajadores de la industria, entre los que se encuentran el Servicio Agrícola Ganadero (SAG), la Dirección del Trabajo y el Ministerio de Salud, organismos que serán descritos a continuación:

CORFO (Corporación de Fomento), esta depende del Ministerio de Economía, y se encarga de dar apoyo financiero, I+D y colaboración conjunta en proyectos, enfocándose en el sector privado, con el fin de mejorar la competitividad entre las empresas. Además apoya las “Rutas del vino”, que son proyectos asociativos regionales de viñas que promueven turismo en su territorio, permitiendo la visita de turistas y de otros proyectos de corte técnico operados por medio de la Corporación Chilena del Vino.

Prochile es la agencia de gobierno dependiente del Ministerio de Relaciones Exteriores, está destinada al fomento de las exportaciones chilenas, entregando información sobre empresas, importadores y minoristas. Además, entrega apoyo en cuanto a la I+D (investigación y desarrollo), en conjunto a Wines of Chile, a través del Fondo de Promoción de Exportaciones Agropecuarias.

El SAG, dependiente del Ministerio de Agricultura, es el encargado de aplicar y fiscalizar el cumplimiento de las normativas legales y reglamentación sobre producción, comercio, exportación e importación de los vinos. Es el responsable de la certificación oficial de las denominaciones de origen, de mantener actualizado el catastro de viñas y de mantener el vínculo con la OIV, para lo cual existe un sub departamento de viñas y vinos que realiza esta tarea.

La Dirección del Trabajo se encarga de fiscalizar el cumplimiento de la ley laboral y de seguridad social (previsión, higiene y seguridad), realizando inspecciones periódicas en el marco del programa de fiscalización al sector agrícola, o en atención a denuncias presentadas por trabajadores o sindicatos.

El Ministerio de Salud, a través de los departamentos de Salud de las Personas y Salud del Ambiente y de la Unidad de Salud Ocupacional, se encarga de fiscalizar empresas en funcionamiento y autoriza la instalación de nuevas empresas, con el fin de poder asegurar que éstas realicen sus actividades cumpliendo adecuadamente la normativa referente a la seguridad e higiene industrial, aportando a la seguridad de los trabajadores que operan en las instalaciones de las empresas, así como el cuidado del medio ambiente.

El Marco Regulatorio fundamental y específico de las actividades vitivinícolas, está constituido por cuatro normas principales:

-La **Ley 18.455**, que fija normas “sobre producción, elaboración y comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagres”. Como su nombre lo indica, constituye el estatuto básico de producción, potabilidad y elaboración del vino, entre otras bebidas alcohólicas.

-El **Decreto Supremo de Agricultura N° 78**, que reglamenta la Ley 18.455, detallando y regulando sus disposiciones.

-El **Decreto Supremo de Agricultura N° 464**, que establece todas las normas sobre zonificación vitícola del país y denominaciones de origen. Constituye un estatuto específico de comercialización, de enorme trascendencia.

-La **Ley 19.925**, sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas, que, como su nombre lo indica, regula todo lo relacionado con patentes, locales, expendio y materias similares.

5.2. Análisis del Micro entorno

Se realizará el análisis de las cinco fuerzas propuesto por Michael E. Porter (1980). Porter expone que existen cinco fuerzas que determinan el nivel de competencia dentro de una industria, estas serán analizadas a continuación:

Barreras de entrada (Amenaza nuevos entrantes)

Según este análisis, las barreras de entrada en la industria se consideran como una oportunidad media alta, donde se destacan principalmente la necesidad de capital que se requiere para llevar a cabo una empresa que se dedique a la producción, comercialización y distribución del vino, como también la experiencia y trayectoria que se tiene en esta industria. En este sentido, los más de 130 años de la empresa le entregan a Concha y Toro una ventaja inigualable para un nuevo entrante a la industria.

Gran parte del éxito de Concha y Toro, ya sea en el mercado nacional como en el extranjero, se debe a su buena estrategia de marketing, la que alcanzó su cima al firmar el acuerdo de auspiciar al club de fútbol de la Premier League Manchester United. Además, Concha y Toro ha trabajado arduamente para hacer que sus vinos estén presentes en aviones y buenos restaurantes a fin de elevar su perfil. Mediante Fetzer, ha logrado posicionarse fuertemente en un mercado competitivo como el de Estados Unidos, haciendo que sus marcas sean íconos de un buen vino.

Por otro lado, para la industria vitivinícola las economías de escala son muy importantes, ya que en sus distintos procesos se manejan grandes volúmenes de productos, pudiendo así abaratar costos.

Cuadro N°9. Amenaza de nuevos entrantes

		Amenazas			Oportunidades		
		Alta	Media	Neutro	Media	Alta	
Economías de escala	Pequeñas					x	Grandes
Diferenciación de productos	Pocas				x		Muchas
Identificación de marca	Bajas					x	Alta
Acceso canal de distribución	Amplio				x		Limitado
Necesidades de capital	Bajas					x	Altas
Acceso de nueva tecnología	Amplio		x				Restringido
Acceso a materias primas	Amplio		x				Restringido
Protección gubernamental	No existen			x			Alta
Efecto de experiencia	No existen					x	Muy Importantes
Costo de cambio para clientes	Bajos			x			Altos
Conclusión barreras de entrada	Bajas				x		Alta

Fuente: elaboración propia.

Rivalidad entre Competidores

En el mercado vitivinícola a nivel nacional encontramos a tres empresas que representan aproximadamente el 87% de participación, las que se encuentran en niveles similares unas respecto a la otra, estas son: Concha y Toro (27,2%), Viña San Pedro (28,9%) y Viña Santa Rita (30,7%). En el ámbito nacional, Concha y Toro se vería superada por sus competidores, sin embargo, su desempeño en las exportaciones a otros mercados lo compensa y la hace más eficiente en rangos generales.

Se destaca el crecimiento del sector, el cual se ha sostenido en el tiempo llegando a un crecimiento anual de un 0,4% a nivel nacional y europeo alrededor de un 1,5%. En este último sector Concha y Toro ha estado dirigiendo fuertemente

sus esfuerzos en el último tiempo, por lo que se considera una oportunidad para la empresa.

Finalmente en este análisis se considera la rivalidad entre competidores como neutral, ya que se aprecia una ventaja en niveles generales de participación por parte de Concha y Toro, destacando principalmente la participación en los mercados externos, en concordancia con el crecimiento de estos. Sin embargo, sus competidores cuentan con las capacidades para ser más eficientes pudiendo eventualmente ser una amenaza.

Cuadro N°10. Rivalidad entre Competidores.

		Amenazas			Oportunidades		
		Alta	Media	Neutral	Media	Alta	
N° de competidores igualmente equilibrados	Grande		x				Pequeño
Crecimiento del sector	Lento				X		Rápido
Costos fijos	Altos		x				Bajos
Tipos de Productos	Commodity			x			Especializado
Manera de Incrementar capacidad	Rápido			x			Lento
Diversidad de competidores	Grandes		x				Pocas
Posiciones estratégicas en el sector	Fuertes			x			Débiles
Barreras para salir	Altas		x				Bajas
Conclusión Rivalidad Competitiva	Alta			x			Baja

Fuente: elaboración propia.

Poder de los Compradores

El poder de los compradores es considerado como una oportunidad media, debido a que las empresas vitivinícolas poseen una variada gama de productos a ofrecer a los clientes, por lo cual no existe una estandarización del producto. Además, el sector aporta con la calidad de sus productos al consumidor,

especialmente es así en el caso de Concha y Toro, siendo un plus para los clientes el consumo de sus productos.

La integración hacia adelante por parte del comprador es muy baja, una por el costo que le genera llevar a cabo los procesos necesarios para llegar al producto y por la comodidad que implica recurrir a un producto terminado, por lo que el sector se ve favorecido.

Cuadro N°11. Poder negociador de los Compradores.

		Amenazas			Oportunidades		
		Alta	Media	Neutral	Media	Alta	
Nº. de Compradores importantes	Pocos				X		Muchos
Disponibilidad de Sustitutos	Muchos		x				Pocos
Costos de cambios para el comprador	Bajos		x				Altos
Posibilidad de integración hacia atrás del comprador	Alta					X	Baja
Contribución del sector a la calidad del producto del comprador	Pequeña					x	Grande
Contribución del sector a los costos del comprador	Grande		x				Pequeña
Rentabilidad del comprador	Baja				X		Alta
Conclusión poder negociador de los Compradores	Alto				X		Bajo

Fuente: elaboración propia.

Poder Negociador de los Proveedores

Las principales viñas de Chile se autoabastecen con su propia uva aproximadamente en un 30%, siendo la diferencia, la entregada por los agricultores independientes.

Respecto a los proveedores de botellas y corchos, estos tienen gran fuerza debido a que existe una baja oferta de productores, en especial de corchos donde está muy concentrado en un solo mercado y este abastece a toda la industria.

Los principales proveedores de la compañía son: Cristalerías de Chile S.A. (botellas), Tetra Pak de Chile Comercial Ltda. (Envases), Industria Corchera S.A. (Corchos), Envases de Roble Alto S.A. (cajas), Cameo Martinetti S.A. y Etiprak Productora de Etiquetas S.A. (etiquetas), Imprenta y Editorial La Selecta S.A. (Cajas).

Por su parte, Concha y Toro depende de viñedos externos para su abastecimiento de uvas y de vino a granel. Las uvas que compra a productores externos están sujetas a fluctuaciones de precio, calidad y generalmente son más costosas que las uvas de los propios viñedos de la compañía. Depende de alrededor de 650 productores externos. Para la elaboración de vinos Premium, varietal y espumante, un 53,20% de las uvas y vinos a granel utilizados corresponden a agricultores independientes de Chile. Adicionalmente, la compañía compró aproximadamente el 75,55% de la uva y vino a granel necesarios para producir el vino de calidad popular. La interrupción en la oferta de uva o vino, así como aumentos en los precios por parte de estos proveedores externos, podrían tener un efecto adverso sobre los resultados operacionales de la Compañía.

La empresa está integrada hacia atrás, siendo en más de un 25% su propio proveedor del producto agrícola (uva). Donde tiene una posición más débil es ante sus proveedores de envases y corchos, ya que son pocos. La posibilidad de integración hacia adelante es poco probable para sus distintos proveedores y la contribución del sector es alta para el grupo de estos. Por lo anterior, y tomando en cuenta la proporción de abastecimiento externo, se considera al poder negociador de los proveedores como una amenaza media.

Cuadro N°12. Poder negociador de los Proveedores.

		Amenazas			Oportunidades		
		Alta	Media	Neutral	Media	Alta	
N° de Proveedores importantes	Pocos				x		Muchos
Disponibilidad de Sustitutos para los productos de los proveedores	Baja			x			Altas
Diferenciación o costos de cambios	Altos		x				Bajos
Amenaza de integración hacia delante del proveedor	Alta				x		Baja
Amenaza de integración hacia atrás en el sector	Baja		x				Altas
Contribución del proveedor a los costos del sector	Grande			x			Pequeña
Importancia del sector para el grupo de proveedores	Pequeña				x		Grande
Conclusión poder negociador de los Proveedores	Alto		x				Bajo

Fuente: elaboración propia.

Amenaza de los Productos Sustitutos

Para la amenaza de productos sustitutos, según este análisis se considera como una amenaza medio alto, ya que existe una gran disponibilidad de ellos, donde los principales sustitutos del vino serían las distintas variedades de bebidas alcohólicas (cervezas, destilados, etc.), así como también, otras bebidas asociadas al consumo de mesa como los refrescos de fantasía. Por otro lado, el costo de cambiarse de producto para el usuario es bajo, por lo que representa otra amenaza, en este punto.

Cuadro N°13. Amenaza de los productos sustitutos.

		Amenazas			Oportunidades		
		Alta	Media	Neutral	Media	Alta	
Disponibilidad de sustitutos	Grande		x				Baja
Costo del cambio para el usuario	Bajos		x				Altos
Rentabilidad y agresividad del producto sustituto	Altos			x			Bajos
Conclusión amenaza productos sustitutos	Alto		x				Bajo

Fuente: elaboración propia.

Resumen análisis de las cinco fuerzas competitivas

De acuerdo al análisis realizado, se puede identificar que el sector industrial vitivinícola, donde participa la empresa Viña Concha y Toro S.A, se encuentra en una posición de ventaja competitiva. Destacando la fuerte integración vertical que han ido desarrollando las empresas del sector, con el fin de aprovechar las economías de escala, controlando sus costos, la calidad de la uva producida, sus procesos productivos, envasado, distribución y venta. Además, del alto capital inicial que requiere adentrarse en esta industria, sumado a la gran experiencia y trayectoria que poseen las principales empresas, que son las más competitivas y con mayor posicionamiento de marca.

Las empresas vitivinícolas, se dirigen cada vez con más fuerza a nuevos mercados, atendiendo la demanda de vino de distintas calidades. Por otro lado, algunas empresas se dedican principalmente a la venta de vinos de calidad superior o Premium, enfocadas a segmentos de mercados de mayor exigencia y con mayores ingresos.

Cuadro N°14. Resumen análisis de las cinco fuerzas competitivas.

		Amenazas			Oportunidades		
		Alta	Media	Neutral	Media	Alta	
Conclusión barreras de entrada	Bajas				x		Alta
Conclusión Rivalidad Competitiva	Alta			x			Baja
Conclusión poder negociador de los Compradores	Alto				X		Bajo
Conclusión poder negociador de los Proveedores	Alto		x				Bajo
Conclusión amenaza productos sustitutos	Alto		x				Bajo
Conclusión Resumen					x		

Fuente: elaboración propia.

6. Análisis Financiero

6.1. Cuadro síntesis Estados Financieros

Al ser una Sociedad Anónima abierta, la empresa se ve obligada a publicar sus estados financieros en la Superintendencia de Valores y Seguros, lugar desde el cual se puede deducir que la empresa Concha y Toro S.A. declara sus Estados Financieros bajo la Norma IFRS, desde el año 2009, solo en modalidad PRO Forma¹⁹.

Los presentes estados financieros consolidados de Viña Concha y Toro y subsidiarias han sido preparados de acuerdo con lo establecido en las normas internacionales de información financiera (NIIF), emitidas por el International Accounting Standards Board (IASB). Los presentes estados financieros han sido aprobados por su Directorio con fecha 23 Marzo de 2015, quedando la administración facultada para su publicación. (Fuente: Memoria anual año 2014)

A continuación se presentan los Estados de situación financiera y de Estado de Resultados por función consolidados, correspondientes a los ejercicios terminados al 31 de Diciembre entre los años 2010 y 2014.

¹⁹ **Pro Forma:** Indica que los EE.FF fueron enviados bajo Norma Chilena (NCH) y además bajo la Norma IFRS.

Tabla N° 5. Estado de Situación Financiera Clasificado Consolidado²⁰

ACTIVOS	2010	2011	2012	2013	2014
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$ 16.757.549	\$ 20.855.397	\$ 58.876.331	\$ 12.850.652	\$ 30.304.154
Otros activos financieros, corrientes	\$ 10.721.894	\$ 8.336.813	\$ 12.078.147	\$ 7.779.816	\$ 7.053.502
Otros activos no financieros, corrientes	\$ 9.729.058	\$ 6.654.074	\$ 10.289.993	\$ 14.415.106	\$ 18.622.371
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	\$ 108.358.712	\$ 130.693.605	\$ 134.361.521	\$ 140.313.528	\$ 155.179.838
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 609.117	\$ 417.813	\$ 8.717.264	\$ 6.396.429	\$ 9.937.480
Inventarios, corrientes	\$ 107.877.080	\$ 173.973.666	\$ 192.199.415	\$ 223.694.941	\$ 218.336.130
Activos biológicos, corrientes	\$ 10.944.784	\$ 12.407.775	\$ 14.342.503	\$ 14.821.587	\$ 16.317.102
Activos por impuestos corrientes, corrientes	\$ 9.740.456	\$ 16.794.392	\$ 16.762.456	\$ 14.084.269	\$ 18.174.586
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	\$ 274.738.650	\$ 370.133.535	\$ 447.627.630	\$ 434.356.328	\$ 473.925.163
Total de Activos Corrientes	\$ 372.483.703	\$ 274.821.150	\$ 447.627.630	\$ 434.356.328	\$ 473.925.163
Activos, No Corrientes					
Otros activos financieros, no corrientes	\$ 5.765.933	\$ 6.252.042	\$ 9.493.563	\$ 2.769.009	\$ 8.630.985
Otros activos no financieros, no corrientes	\$ 2.442.581	\$ 2.246.878	\$ 2.737.005	\$ 3.251.274	\$ 4.839.739
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	\$ 9.627.465	\$ 13.209.787	\$ 15.477.570	\$ 17.137.522	\$ 20.311.097
Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$ 8.863.353	\$ 29.888.321	\$ 28.803.498	\$ 30.755.821	\$ 35.515.187
Plusvalía	\$ 0	\$ 22.577.599	\$ 20.871.234	\$ 22.812.855	\$ 24.261.868
Propiedades, plantas y equipos, neto	\$ 225.070.491	\$ 259.664.661	\$ 257.672.949	\$ 330.068.153	\$ 341.758.199
Activos por impuestos diferidos	\$ 5.295.823	\$ 5.967.683	\$ 8.892.435	\$ 8.712.421	\$ 8.769.070
Total de Activos No Corrientes	\$ 310.737.864	\$ 401.646.607	\$ 408.485.322	\$ 415.507.055	\$ 444.086.145
Total de Activos	\$ 585.559.014	\$ 774.130.310	\$ 856.112.952	\$ 849.863.383	\$ 918.011.308

²⁰ Fuente: elaboración propia en base a Concha y Toro (2010-2014)

Estado de Situación Financiera Clasificado Consolidado

PATRIMONIO Y PASIVOS					
Pasivos Corrientes					
Otros pasivos financieros, corrientes	\$ 30.732.214	\$ 52.921.462	\$ 103.139.210	\$ 68.018.532	\$ 61.269.989
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 57.318.643	\$ 69.578.444	\$ 73.044.975	\$ 71.568.509	\$ 83.232.308
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 2.876.996	\$ 2.714.132	\$ 2.850.186	\$ 3.340.124	\$ 5.196.408
Otras provisiones, corrientes	\$ 14.687.986	\$ 15.469.008	\$ 20.964.117	\$ 26.820.724	\$ 29.908.164
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	\$ 15.453.031	\$ 15.621.986	\$ 16.154.482	\$ 17.409.417	\$ 22.666.874
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	\$ 0	\$ 0	\$ 8.309.989	\$ 8.838.514	\$ 9.208.219
Otros pasivos no financieros, corrientes	\$ 12.494.103	\$ 11.553.004	\$ 616.767	\$ 713.444	\$ 1.164.334
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	\$ 133.562.973	\$ 167.858.036	\$ 225.079.726	\$ 196.709.264	\$ 212.646.296
Total de Pasivos Corrientes	\$ 133.562.973	\$ 167.858.036	\$ 225.079.726	\$ 196.709.264	\$ 212.646.296
Pasivos no Corrientes					
Otros pasivos financieros, no corrientes	\$ 49.959.254	\$ 177.715.101	\$ 169.586.261	\$ 185.270.045	\$ 216.322.033
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	\$ 1.452.471	\$ 1.252.037	\$ 1.086.323	\$ 898.543	\$ 732.466
Pasivos por impuestos diferidos, no corrientes	\$ 25.930.099	\$ 26.770.888	\$ 33.604.714	\$ 34.612.075	\$ 42.795.572
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	\$ 1.841.740	\$ 2.030.284	\$ 1.972.762	\$ 2.217.219	\$ 2.463.037
Otros pasivos no financieros, no corrientes	\$ 0	\$ 0	\$ 333.192	\$ 61.459	\$ 71.081
Total de Pasivos no Corrientes	\$ 81.320.613	\$ 207.768.310	\$ 206.583.252	\$ 223.059.341	\$ 262.384.189
Total de Pasivos	\$ 214.883.586	\$ 375.626.386	\$ 431.662.978	\$ 419.768.605	\$ 475.030.485
Patrimonio					
Capital emitido	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790
Ganancias (pérdidas) acumuladas	\$ 279.004.115	\$ 310.204.731	\$ 326.929.352	\$ 347.130.684	\$ 367.635.107
Otras reservas	\$ 7.492.522	\$ 3.828.041	\$ 12.768.637	-\$ 2.094.013	-\$ 10.230.220
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	\$ 370.675.427	\$ 398.211.562	\$ 423.876.779	\$ 429.215.461	\$ 441.583.677
Participaciones no controladoras	\$ 1	\$ 292.402	\$ 573.195	\$ 879.317	\$ 1.397.146
Total Patrimonio	\$ 370.675.428	\$ 398.503.964	\$ 424.449.974	\$ 430.094.778	\$ 442.980.823
Total de Patrimonio y Pasivos	\$ 585.559.014	\$ 774.130.310	\$ 856.112.952	\$ 849.863.383	\$ 918.011.308

Tabla N° 6. Estado de Resultado por Función Consolidado.

ESTADO RESULTADOS POR FUNCION CONSOLIDADO	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 374.018.545	\$ 422.735.429	\$ 450.544.557	\$ 475.622.285	\$ 583.313.064
Costo de ventas	-\$ 241.775.864	-\$ 280.156.889	-\$ 302.963.228	-\$ 311.387.251	-\$ 362.600.878
Ganancia Bruta	\$ 132.242.681	\$ 142.578.540	\$ 147.581.329	\$ 164.235.034	\$ 220.712.186
Otros ingresos	\$ 886.787	\$ 19.968.835	\$ 1.296.593	\$ 881.490	\$ 1.108.421
Costos de distribución	-\$ 70.475.068	-\$ 82.983.352	-\$ 94.316.099	-\$ 108.403.857	-\$ 134.512.755
Gastos de administración	-\$ 16.631.648	-\$ 18.384.585	-\$ 17.273.583	-\$ 19.206.540	-\$ 22.317.304
Otros gastos, por función	-\$ 747.463	-\$ 1.033.162	-\$ 1.124.236	-\$ 1.293.437	-\$ 1.980.063
Ganancia (perdida) por actividades de operación	\$ 45.275.289	\$ 60.146.276	\$ 36.164.004	\$ 36.212.690	\$ 63.010.485
Ingresos financieros	\$ 340.264	\$ 379.672	\$ 1.108.530	\$ 1.090.228	\$ 736.622
Costos financieros	-\$ 3.149.276	-\$ 6.315.807	-\$ 8.792.445	-\$ 9.709.871	-\$ 10.342.307
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	\$ 984.406	\$ 2.031.073	\$ 2.697.187	\$ 1.901.470	\$ 3.694.551
Diferencias de cambio	\$ 9.057.132	\$ 8.039.442	\$ 10.564.798	\$ 14.224.960	\$ 2.231.871
Resultados por unidades de reajuste	-\$ 866.507	-\$ 757.474	-\$ 973.542	-\$ 1.348.350	-\$ 2.933.059
Ganancia (perdida) antes de impuesto	\$ 51.641.308	\$ 63.523.182	\$ 40.768.532	\$ 42.371.127	\$ 56.398.163
Gasto por impuestos a las ganancias	-\$ 9.722.728	-\$ 13.040.792	-\$ 10.465.482	-\$ 8.762.006	-\$ 12.747.100
Ganancia (perdida) procedente de operaciones continuadas	\$ 41.918.580	\$ 50.482.390	\$ 30.303.050	\$ 33.609.121	\$ 43.651.063
Ganancia (perdida)	\$ 41.918.580	\$ 50.482.390	\$ 30.303.050	\$ 33.609.121	\$ 43.651.063
Ganancia (perdida) atribuible a:					
Ganancia (perdida) atribuible a los propietarios de la controladora	\$ 41.918.574	\$ 50.482.390	\$ 30.021.933	\$ 33.173.641	\$ 43.051.491
Ganancia (perdida) atribuible a participación no controladoras	\$ 6	\$ 0	\$ 281.117	\$ 435.480	\$ 599.572
Ganancia (perdida)	\$ 41.918.580	\$ 50.482.390	\$ 30.303.050	\$ 33.609.121	\$ 43.651.063
Ganancias por acción					
Ganancia por acción básica y diluida en operaciones continuadas	\$ 56,12	\$ 67,58	\$ 40,19	\$ 44,41	\$ 57,63
Ganancia por acción básica	\$ 56,12	\$ 67,58	\$ 40,19	\$ 44,41	\$ 57,63

6.2. Diversidad de ingresos y flexibilidad de gastos

Los ingresos y servicios por venta de la Viña Concha y Toro y sus subsidiarias son reconocidos cuando los productos son transferidos al comprador, generalmente cuando la propiedad y el riesgo son transferidos al cliente y los productos son entregados en la ubicación acordada y este acepta la facturación. Por ende, los ingresos son valorados al valor razonable de contrapartida recibida²¹.

A continuación se detalla el ingreso obtenido en concepto de ventas de bienes y servicios, por prestación de servicio, interés, dividendos y medio ambiente.

- Ventas de Bienes y Productos: Los ingresos ordinarios procedentes de la venta de bienes deben ser reconocidos y registrados en los estados financieros cuando se cumplen todas y cada una de las siguientes condiciones:
 - a) La empresa ha transferido al comprador los riesgos y ventajas, de tipo significativo, derivados de la propiedad de los bienes;
 - b) La empresa no conserva para sí ninguna implicación en la gestión corriente de los bienes vendidos, en el grado usualmente asociado con la propiedad, ni retiene el control efectivo sobre los mismos;
 - c) El importe de los ingresos ordinarios puede ser valorado con fiabilidad.
 - d) Es probable que la empresa reciba los beneficios económicos asociados con la transacción.
 - e) Los costos incurridos, o por incurrir, en relación con la transacción pueden ser valorados con fiabilidad.

²¹ Fuente: Concha y Toro (2014)

- Ingresos por Prestación de Servicios: Los ingresos ordinarios asociados a la prestación de servicios se reconocen considerando el grado de realización de la prestación a la fecha de balance, siempre y cuando el resultado de la transacción pueda ser estimado con fiabilidad.
- Ingresos por Intereses: Los ingresos son reconocidos a medida que los intereses son devengados en función del principal que está pendiente de pago y de la tasa de interés aplicable.
- Dividendos: Los ingresos por dividendos son reconocidos cuando el derecho a recibir el pago queda establecido.
- Medio Ambiente: El Grupo Concha y Toro presenta desembolsos por medio ambiente, por concepto de inversiones en plantas de tratamiento de aguas destinados a la protección del medio ambiente.

Por otro lado, los gastos son reconocidos sobre la base devengada.

6.3. Análisis de Ratios

Ratios de Liquidez

Los ratios de liquidez permiten medir la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, mediante la liquidación progresiva de su activo circulante.

Cuadro N°15. Ratios de Liquidez.

Ratios		2012	2013	2014
Liquidez	Razón Corriente	1,99	2,21	2,23
	Test Acido	1,13	1,07	1,20
	Razón Disponible	0,26	0,07	0,14

Fuente: elaboración propia a partir de estados financieros consolidados.

- ✓ **Razón Corriente:** este ratio muestra la proporción en que las deudas de corto plazo son cubiertas por los ingresos de corto plazo, por lo tanto respecto a Concha y Toro se puede señalar que esta en el año 2014 alcanza a cubrir 2,23 veces sus obligaciones de corto plazo, este valor ha ido en incremento en los últimos pasando de 1,99 en el año 2012 a 2,23 en el año 2014, ya que los activos corrientes aumentaron en un 9,11% y los pasivos aumentaron en un 8,10% respecto al año anterior.
- ✓ **Test Acido:** A diferencia de la razón corriente para este ratio se elimina la cuenta de inventario, ya que es la cuenta que más tiempo se demora en convertirse en efectivo, por lo tanto, el ratio proporciona una medida más exacta de la liquidez de la empresa. Para el año 2014 tuvo un valor de 1,20, aumentando un 12,23% respecto al año anterior. Por cada peso que debe es capaz de responder con 1,2. El aumento de este indicador se debe a que los activos corrientes, sin considerar el inventario, aumento en un

21,33%, porcentaje superior al experimentado por los pasivos corrientes que aumentaron en un 8,10% respecto a diciembre de 2013.

- ✓ **Razón disponible:** este es un índice más riguroso y mide la capacidad que posee la empresa de hacer frente sus deudas con el ingreso que se vuelve líquido más fácilmente, este es el efectivo o equivalente al efectivo. Este índice se vio aumentado en 2014 (0,14) respecto al año 2013 (0,07), sin embargo, se aprecia una gran disminución respecto al valor del año 2012 (0,26). Lo anterior deriva de una disminución en la cuenta de efectivo y equivalentes, que podría explicarse por una mayor inversión en el 2013 y 2014 en activos no corrientes, principalmente en Propiedades, Plantas y Equipos.

Ratios de eficiencia

Los índices de eficiencia permiten evaluar si los recursos de la empresa han sido invertidos de manera de lograr las mayores ventas con los capitales invertidos.

Cuadro N°16. Ratios de eficiencia

Ratios		2012	2013	2014
Eficiencia	Rotación inventario	1,576296	1,392017	1,660746
	Permanencia inventario	228,383	258,617	216,770
	Rotación CxC	6,965	4,841	6,133
	Periodo promedio cobro	51,68417	74,35747	58,69829
	Rotación CxP	3,387	3,862	5,159
	Plazo promedio CxP	106,2959	93,22625	69,77914

Fuente: elaboración propia a partir de estados financieros consolidados

- ✓ La **rotación de inventario:** Hace referencia a la capacidad que posee la empresa de rotar los inventarios. En el año 2014 la rotación fue de 1,66

veces al año, cifra mayor a la de los años anteriores, por lo que se estima que la administración de inventarios de la empresa ha sido más eficiente.

- ✓ **Permanencia del inventario:** Se refiere a cada cuantos días se realiza la rotación del inventario, cuánto tiempo permanece la mercadería en bodegas. Esta permanencia fue menor al año anterior, siendo de 216 días en 2014.
- ✓ **Rotación cuentas por cobrar** identifica el tiempo que le toma a la empresa convertir en efectivo las cuentas por cobrar que hacen parte del activo corriente, para este caso la rotación es de 3,3 siendo menor que el año anterior.
- ✓ **Periodo promedio cobro:** Indica el tiempo promedio que le lleva a la empresa recuperar sus ventas al crédito. Para el 2014 a Concha y toro esto le lleva 58 días, menor a los 74 días que se demoraba en el 2013. Por lo anterior, se puede decir que la política de créditos de la empresa está siendo más efectiva.
- ✓ **Rotación cuentas por pagar:** Permite calcular el número de veces que las cuentas por pagar se convierten en efectivo en el curso del año. Se aprecia un incremento constante desde el año 2012 al 2014, llegando a 5,1 veces.
- ✓ **Plazo promedio cuentas por pagar:** Se puede observar una disminución en los plazos promedio de pago, de 106 días en 2012 a 69 días en 2014. Se puede decir que la empresa recupera sus cuentas en plazos inferiores a los plazos en que debe cumplir con sus cuentas por pagar, siendo beneficioso para esta.

Ratios de endeudamiento

Los ratios de endeudamiento miden el grado en que la empresa es financieramente dependiente de terceros (entidades bancarias, accionistas, otras empresas, entre otros.).

Cuadro N°17. Ratios de endeudamiento.

Ratios		2012	2013	2014
Endeudamiento	Independencia financiera	0,98329	1,0246	0,932531
	Razón de endeudamiento	0,50	0,49	0,52
	Deuda Corriente	52,14%	46,86%	44,76%
	Deuda no Corriente	47,86%	53,14%	55,24%
	Cobertura Costos financieros	4,64	4,36	5,45

Fuente: elaboración propia a partir de estados financieros consolidados

- ✓ **Independencia Financiera:** mide la autonomía de la empresa respecto a terceros. Al año 2014 la independencia financiera de Concha y Toro es de un 93,25%. Esto es favorable para la empresa, ya que esta posición le permite acceder con mayor facilidad a nuevos financiamientos y con condiciones favorables.
- ✓ **Razón de endeudamiento:** Representa el porcentaje de participación de terceros sobre los activos, lo que para el caso de Concha y Toro representa una participación del 52% sobre los activos para el año 2014, dicha participación ha ido en aumento desde el año 2012.
- ✓ **Endeudamiento corriente:** Determina la relación que tiene la empresa con las deudas de corto plazo y sus fondos propios, si bien lo ideal es que la empresa se endeude a largo plazo, la compañía posee un 44,76% de endeudamiento a corto plazo, esto genera que la deudas sean más riesgosas, ya que, la empresa debe tener al corto plazo el dinero para hacer frente a estas deudas.

- ✓ **Endeudamiento no corriente:** Determina la relación que tiene la empresa con las deudas de largo plazo y sus fondos propios. Para Concha y Toro esta representa un 55,24% del total de las deudas de la compañía. Se puede apreciar como en los últimos tres años la empresa ha cambiado a un mayor porcentaje de deuda de largo plazo. El aumento de la proporción corriente es generado por el incremento de “Otros pasivos financieros, corrientes”, en comparación con el aumento de “Otros pasivos financieros, no corrientes”, producto de la colocación de bonos efectuada en Septiembre de 2014.

- ✓ **Cobertura costos financieros:** indica hasta qué punto pueden disminuir las utilidades sin poner en dificultades a la empresa para hacer frente a sus gastos financieros. En este sentido, Concha y Toro puede disminuir sus utilidades hasta 5,45 veces y aun así puede seguir pagando sus gastos financieros. El comportamiento de este índice se explica principalmente por el aumento de las Ganancias antes de Impuesto en un 33,11% y por el aumento de los Costos Financieros en un 6,51% con respecto al año 2013.

Ratios de rentabilidad

Los ratios de rentabilidad muestran el rendimiento que se obtiene sobre el valor de los libros del capital contable. Se entiende por rentabilidad de una empresa la tasa con que remunera a todos los capitales puestos a su disposición.

Cuadro N°18. Ratios de rentabilidad.

Ratios		2012	2013	2014
Rentabilidad	ROI	4,22%	4,26%	6,86%
	ROE	7,14%	7,81%	9,85%
	Margen Operacional	0,080	0,076	0,108
	Margen Neto	0,067	0,071	0,075

Fuente: elaboración propia a partir de estados financieros consolidados

- ✓ **ROE:** Este ratio mide la rentabilidad de los capitales propios invertidos en la empresa en relación con el beneficio neto obtenido. Se destaca un aumento sostenido de este ratio en los últimos tres años, con un incremento de un 26,1% para el año 2014 (9,85%) respecto al 2013 (7,81%).

- ✓ **ROI:** Este ratio mide la rentabilidad sobre un conjunto de capitales invertidos, permite juzgar la eficacia de las operaciones de explotación. La rentabilidad obtenida en este punto es de un 6,86% en el año 2014, obteniendo así un destacable incremento de un 61,08% en comparación al año 2013, donde se obtuvo un 4,26%.

- ✓ **Margen Operacional:** Hace referencia a las utilidades puras que gana la empresa en el valor de cada venta. Este se vio incrementado en un 41,88% respecto al año 2013, llegando así en 2014 a 10,8%.

- ✓ **Margen Neto:** Determina el porcentaje que queda en cada venta después de deducir los gastos incluyendo impuestos. Este índice aumento un 5,9% en 2014, con 7,5% para ese año, mientras que para los años 2013 y 2012 se registraron un 7,1% y 6,7% respectivamente.

7. Valoración Viña Concha y Toro S.A.

A continuación serán revisados todos los pasos necesarios para llegar al valor de la empresa en estudio:

7.1. Estimación del costo de capital de la empresa (Kwacc)

Este valor es considerado el más importante en la valoración de la empresa, ya que corresponde a la tasa a la que se descontarán los flujos que serán proyectados y traídos a valor presente. Para estimar este valor deben seguirse una serie de cálculos que serán revisados a continuación:

Tasa libre de riesgo (Rf)

Esta fue calculada promediando los valores correspondientes a la tasa del BCP a 10 años, entre el 28 de Noviembre de 2014 y el 30 de Diciembre del 2015. Se obtuvo de esta manera una tasa libre de riesgo de **4,48%**. Estos datos fueron obtenidos a través del sitio web de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF).

Premio por riesgo de mercado

Este valor corresponde a la resta entre el Retorno de mercado (Rm) y la tasa libre de riesgo (Rf). Para obtener el valor del Rm, se calculó un promedio de las variaciones de precios de cierre diario del índice IGPA, entre el 2 de Enero de 1990 y el 9 de Diciembre de 2015, obteniendo así un retorno diario promedio histórico (0,0005241). Luego se procedió a anualizar este retorno, obteniendo un retorno anual de un 14%, para lo cual se utilizó la siguiente ecuación:

$$\text{Rentabilidad Anual} = (1 + \text{Rentabilidad Promedio Diaria})^{250} - 1$$

$$\text{Rentabilidad anual} = (1 + 0,0005241)^{250} - 1 = 0,14$$

Finalmente, de la resta entre el retorno de mercado y la tasa libre de riesgo se estimó un valor de premio por riesgo de **9,52%**.

Tasa impositiva (t)

Se estimó este valor a partir de un promedio entre las tasas impuestas por la reforma tributaria en vigencia (22,5% para el 2015, 24% para el 2016, 25,5% para el 2017, y 27% para el año 2018. Se supone para 2019 se mantenga la tasa de 27%), resultando una tasa de un **25,2%**.

Estructura de capital

Se calcula la estructura de capital entre los años 2010 y 2014 considerando deuda financiera y patrimonio económico según acciones suscritas y pagadas a cada cierre. A continuación se presenta la tabla N°6 con la información recién mencionada y la tabla N° 7 con los cálculos de la estructura de capital por año.

Tabla N° 6. Deuda financiera, patrimonio económico y acciones.

	C&T	N° Acciones	Patrimonio Económico	Deuda Financiera
2010	1127	747.005.982	\$ 841.875.741.714,00	\$ 75.926.000.000,00
2011	989,72	747.005.982	\$ 739.326.760.505,04	\$ 219.190.000.000,00
2012	932,59	747.005.982	\$ 696.650.308.753,38	\$ 265.798.000.000,00
2013	986,45	747.005.982	\$ 736.884.050.943,90	\$ 236.971.243.000,00
2014	1186,7	747.005.982	\$ 886.471.998.839,40	\$ 244.576.581.000,00

Fuente: elaboración propia en base a Concha y Toro (2010-2014)

Tabla N°7. Estructura de capital por año.

	2010	2011	2012	2013	2014
B/V	0,08	0,23	0,28	0,24	0,22
P/V	0,92	0,77	0,72	0,76	0,78
B/P	0,09	0,30	0,38	0,32	0,28

Fuente: elaboración propia

Luego, se calculan estadísticos básicos y se sugiere usar la mediana, ya que los ratios correspondientes al año 2010 son poco representativos para el apalancamiento del costo de capital si se usara la media. Estos resultados son mostrados en la tabla N°8:

Tabla N°8. Estructura de capital.

	Media	Desv estándar	Mediana	Mínimo	Máximo
B/V	0,21	0,07	0,23	0,08	0,28
P/V	0,79	0,07	0,77	0,72	0,92
B/P	0,27	0,11	0,30	0,09	0,38

Fuente: elaboración propia

Como resultado de la estructura de capital se tiene una relación deuda/valor empresa (B/V) de **0,23**, mientras que para la relación patrimonio/valor empresa (P/V) se tiene un **0,77**. Por otro lado, la relación deuda/patrimonio (B/P) se estimó en **0,3**.

Costo de la deuda (Kb)

Para determinar la tasa de costo de la de deuda, se calculó un promedio de esta tasa entre los años 2010 y 2014, utilizando la información contenida en los estados financieros de los respectivos años, estimándose finalmente un Kb de **3,48%**. En la tabla N°9 se muestran los cálculos correspondientes:

Tabla N° 9. Tasa de costo de la deuda (Kb).

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasivo financiero corriente	\$ 30.732.214	\$ 52.921.462	\$ 103.139.210	\$ 68.018.532	\$ 61.269.989
Pasivo financiero no corriente	\$ 49.959.254	\$ 177.715.101	\$ 169.586.261	\$ 185.270.045	\$ 216.322.033
Total pasivo financiero	\$ 80.691.468	\$ 230.636.563	\$ 272.725.471	\$ 253.288.577	\$ 277.592.022
Costos financieros (CF)	\$ 3.149.276	\$ 6.315.807	\$ 8.792.445	\$ 9.709.871	\$ 10.342.307
Kb=CF/Tot Pasivo financiero	0,039028612	0,02738424	0,032239178	0,038335211	0,03725722
Promedio Kb					0,0348

Fuente: elaboración propia en base a Concha y Toro (2010-2014)

Beta de la deuda (β_b)

Utilizando el modelo de valoración de activos CAPM (Capital asset pricing model) y la tasa de costo de deuda ya calculado, se procede a despejar el Beta de la deuda de la empresa, estimándose un valor de **-0,1045** para este. A partir de esta ecuación se desarrolla de la siguiente manera:

$$K_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_b$$

$$K_b = r_f + PRM * \beta_b$$

$$0,0348 = 0,0448 + 0,0952 * \beta_b$$

$$\beta_b = (0,0348 - 0,0448) / 0,0952$$

$$\beta_b = -0,1045$$

Coherente con los estudios de Mascareñas (2007), este resultado puede explicarse en que el costo de la deuda (K_b) es menor que la tasa libre de riesgo (r_f). Esto se relaciona con que la deuda representa una porción menor en la estructura de capital de la empresa y a su vez, esta tiene una liquidez y solidez

financiera que le permite cubrir sin problemas sus deudas, permitiéndole acceder a tasas de interés más bajas. Por lo que se puede decir que es una deuda poco riesgosa.

Beta Patrimonial con deuda ($\beta_{pC/D}$)

Para la estimación del beta patrimonial de la empresa se realiza la descarga de los precios de cierre diarios de la acción CONCHATORO y del índice IGPA, entre el 4 de Enero de 2010 y 30 de Diciembre de 2014. Luego se calculan las variaciones de los precios de cierre diario y se estima el beta mediante el modelo de mercado. De lo anterior se estimó un beta de **0,9128**. El output de la regresión realizada se incluye en el Anexo N° 1.

Beta patrimonial sin deuda ($\beta_{pS/D}$)

Con los resultados anteriormente obtenidos, se procede a desapalancar el beta patrimonial ($\beta_{pC/D}$), para lo que se utiliza la fórmula de Rubinstein (1973), que incorpora deuda riesgosa al modelo planteado por Hamada (1969). El resultado fue un beta patrimonial sin deuda de **0,7264**. A partir de esta ecuación (modelo de Rubinstein) se tiene el siguiente desarrollo:

$$\beta_{pc/d} = \beta_{ps/d} * [1 + (1 - tc) * B/P] - (1 - tc) * \beta_b * B/P$$

$$0,9128 = \beta_{ps/d} * [1 + (1 - 0,252) * 0,30] - (1 - 0,252) * 0,1045 * 0,30$$

$$\beta_{ps/d} = (0,9128 + (1 - 0,252) * 0,1045 * 0,30) / [1 + (1 - 0,252) * 0,30]$$

$$\beta_{ps/d} = 0,7264$$

Costo patrimonial (Kp)

Se procede a estimar el costo patrimonial, que representa el retorno exigido por los accionistas. Para esto se utiliza CAPM, considerando $\beta_{pC/D}$. De este cálculo se obtuvo una tasa de costo patrimonial de **13,17%**. A partir de esta ecuación se tiene el siguiente desarrollo:

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_{pC/D}$$

$$k_p = 0,0448 + [0,0952] * 0,9128$$

$$k_p = 0,1317$$

Costo de capital (Kwacc)

Finalmente, ya con todos los cálculos previos correspondientes, se procede a estimar la tasa de costo de capital utilizando la siguiente ecuación propuesta por Modigliani y Miller. De este cálculo se obtiene un Kwacc de un **10,7405%**. A continuación se muestra la ecuación junto a su desarrollo:

$$K_{wacc} = k_p * P/V + k_b * (1 - t_c) * B/V$$

$$K_{wacc} = 0,1317 * 0,77 + 0,0348 * (1 - 0,252) * 0,23$$

$$K_{wacc} = 0,107405$$

Proyección Balance

La proyección del balance de la empresa fue estimada calculando un promedio entre las variaciones anuales (entre los años 2010 y 2014) de cada cuenta, considerando solo los datos más representativos, por lo que los datos que se alejaban demasiado del promedio fueron eliminados de este cálculo. Luego se multiplicó el valor en pesos del periodo anterior (partiendo desde el 2014 hasta el

2018) y se multiplicó por 1 más el porcentaje obtenido en las variaciones. Esta proyección puede ser revisada en el anexo N° 2.

7.2. Proyección Flujo de caja libre

En la tabla N° 10 se muestran las cuentas de resultado necesarias para estimar el EBITDA para Viña Concha y Toro S.A. entre los años 2010 y 2014, el que posteriormente será proyectado a un horizonte explícito de 5 años más un horizonte implícito correspondiente al valor de continuidad y luego será traído a valor actual, para finalmente determinar el valor de la empresa:

Tabla N°10. Cuentas de resultados para estimación del EBITDA.

(Datos Nominales)	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos de explotación	374.018.545	422.735.429	450.544.557	475.622.285	583.313.064
Costos de explotación	-241.775.864	-280.156.889	-302.963.228	-311.387.251	-362.600.878
Gastos generales y administrativos	-87.106.716	-101.367.937	-111.589.682	-127.610.397	-156.830.059
Resultado de Explotación (EBIT)	45.135.965	41.210.603	35.991.647	36.624.637	63.882.127
Depreciación y Amortización	14.749.622	17.848.054	17.688.467	18.760.697	20.414.359
EBITDA	59.885.587	59.058.657	53.680.114	55.385.334	84.296.486

Fuente: elaboración propia en base Concha y Toro (2010-2014).

A continuación se muestran las variables que se establecieron como críticas para la empresa, correspondientes a Ingresos de explotación, costos de explotación y Gastos generales y Administrativos. La tasa de crecimiento de los ingresos de explotación se estimó de la variación porcentual de un año respecto al otro, donde fueron eliminados en su cálculo los valores correspondientes a los años 2010 y 2014, ya que no eran representativos. Las tasas de crecimiento de los Costos y Gastos de explotación fueron estimadas como una proporción porcentual de los ingresos de explotación. Estos datos son presentados en la siguiente tabla:

Tabla N° 11. Variables críticas.

Variables Críticas	2010	2011	2012	2013	2014
Tasa Crecimiento Ingresos de Expl.		13,0%	6,6%	5,6%	
Costos de Expl. / Ingresos de Expl.	64,6%	66,3%	67,2%	65,5%	62,2%
Gtos. Gen. y Adm. / Ingresos de Expl.	23,3%	24,0%	24,8%	26,8%	26,9%

Fuente: elaboración propia.

De los resultados anteriormente calculados, se estimaron estadísticos básicos, de los cuales, serán usados los promedios en la proyección de las cuentas de resultados. En la tabla N°12 se muestran los datos recién mencionados:

Tabla N°12. Tasas de crecimiento de variables críticas.

Variables Críticas	PROMEDIO	Des Est	MIN	MAX
Tasa Crecimiento Ingresos de Expl.	8,39%	0,040461128	5,57%	13,03%
Costos de Expl. / Ingresos de Expl.	65,16%	0,019319047	62,16%	67,24%
Gtos. Gen. y Adm / Ingresos de Expl.	25,15%	0,016443923	23,29%	26,89%

Fuente: elaboración propia.

Luego de estimar las tasas de crecimiento de las variables críticas, se procede realizar la proyección de éstas, multiplicando el valor del año anterior (partiendo de 2014) por 1 más la tasa de la respectiva cuenta, obteniendo así el valor para el año 2015. Este procedimiento se repite hasta el año 2019.

Por otra parte, las cuentas de depreciación y amortización se proyectaron en función de una media móvil de cinco periodos.

Ya proyectadas todas las cuentas se obtienen los EBITDA para todos los periodos y son traídos a valor actual (VA) considerando la tasa de descuento

Kwacc (10,7405%) ya revisada. Luego se calcula y trae a valor actual el valor de continuidad, que se obtiene dividiendo el EBITDA del año 2019 por la tasa de crecimiento a perpetuidad “g” (3,5967%); la que a su vez se obtiene de la multiplicación del ROE (9,85%) por la tasa de reparto (36,5%). En la tabla N°13 se muestran los flujos proyectados y el valor de continuidad:

Tabla N° 13. Proyección de flujos de caja y valor de continuidad (VC).

(Datos Nominales)	2015	2016	2017	2018	2019	2019* (VC)
Ingresos de explotación	632.252.502	685.297.914	742.793.788	805.113.513	872.661.808	
Costos de explotación	-411.963.946	-446.527.348	-483.990.588	-524.596.960	-568.610.170	
Gastos generales y administrativos	-159.014.640	-172.355.824	-186.816.321	-202.490.041	-219.478.772	
Resultado de Expl (EBIT)	61.273.915	66.414.741	71.986.878	78.026.512	84.572.865	
Depreciación y Amortización	17.892.240	18.520.763	18.655.305	18.848.673	18.866.268	
EBITDA	79.166.155	84.935.505	90.642.183	96.875.185	103.439.134	1.605.961.323
VA(Flujo de Caja)	71.487.980,72	\$69.259.001,37	66.743.778,22	64.414.916,81	62.108.674,00	869.403.867,70

Fuente: elaboración propia.

7.3. Estimación valor de la empresa

Con los resultados antes obtenidos y para finalmente estimar el valor de la empresa, se suman los flujos de caja proyectados más el valor de continuidad, consiguiendo un valor en peso chileno de **\$ 1.203.418.218.830** al 30 de Diciembre de 2014, estimándose un precio de la acción de **\$1.283,58**, presentando de esta manera una variación respecto al precio de la acción real de Concha y Toro en ésta fecha de un 8,16%. A continuación se muestra en el cuadro N°19 un resumen con los principales resultados de la valoración:

Cuadro N° 19. Resumen valoración.

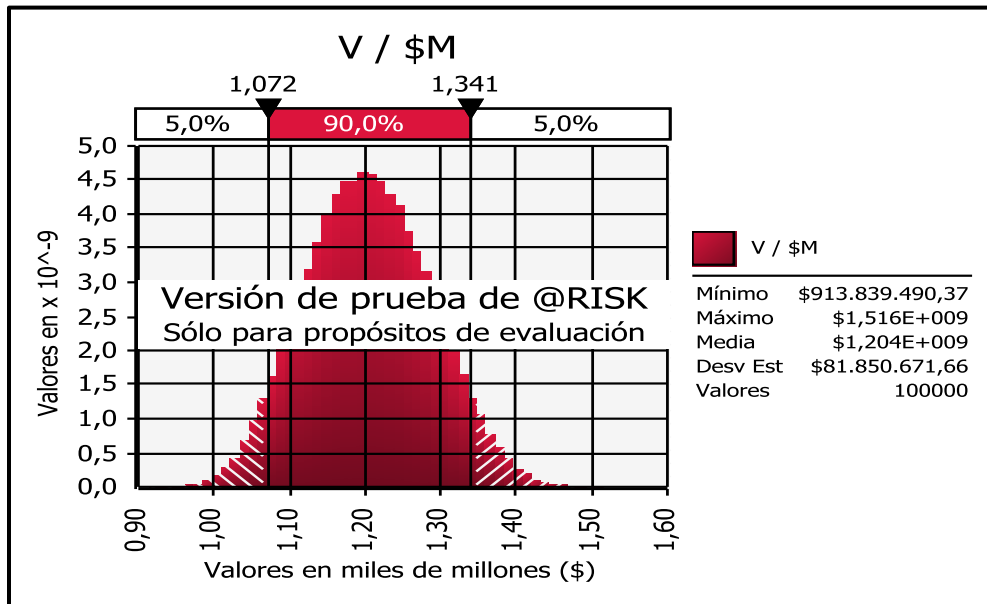
ROE	9,85%
Utilidad retenida	36,50%
g	3,5967%
KWACC	10,7405%
V	\$ 1.203.418.218.830
P	\$ 958.841.637.830
B	\$ 244.576.581.000
N° Acciones	747.005.982
Valor Acción proyectada	\$ 1.283,58
Valor acción al 30-12-2014	\$ 1.186,70
Variación Valoración	8,16%

Fuente: elaboración propia.

7.4. Simulación Montecarlo aplicada a la valoración

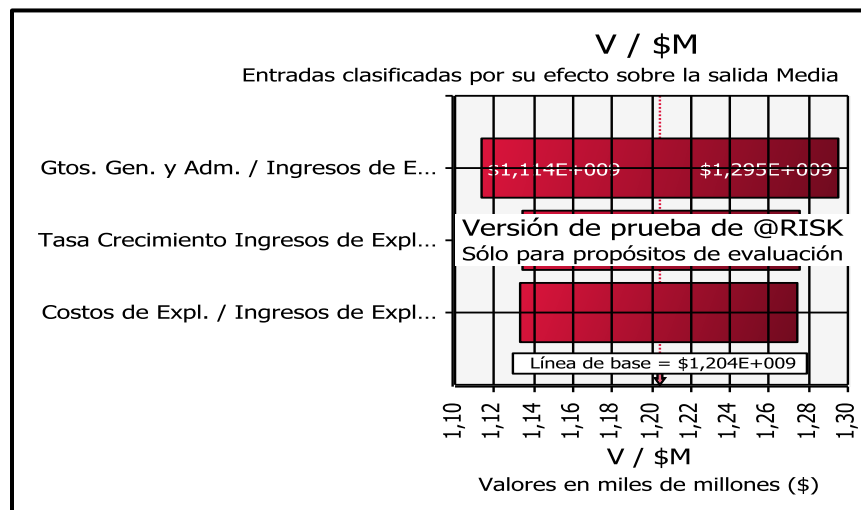
Fue realizada una simulación Montecarlo para determinar un rango de la valoración de empresa para Concha y Toro S.A. Se efectuó la simulación con 100.000 iteraciones, con un nivel de confianza de un 90% donde se consideraron tres entradas (correspondientes a las variables críticas) y una salida (correspondiente al valor de empresa "V"). En el gráfico N°12 se muestra el rango del valor de la empresa y en el gráfico N°13 se muestra la predominancia de las variables críticas en la simulación.

Gráfico N°12. Valor empresa simulación Montecarlo.



Fuente: elaboración propia, salida de @Risk.

Gráfico N°13. Variables críticas simulación Montecarlo.



Fuente: elaboración propia, salida de @Risk.

De esta simulación se obtuvo un rango de valores para la empresa entre M\$913.839.490,37 como mínimo y M\$1.516.109.516,88 como máximo, obteniendo precios de acción de \$895,93 y \$1.702,17 con una variación en

relación al cierre del año 2014 (\$1.186,7) de un -24,5% y 43,44% respectivamente. Considerando el rango de valores correspondientes al 90% de confianza estos fueron de \$1.072.040.468,30 para el percentil 5% y \$1.341.132.552,31 para el percentil 95%, obteniendo precios de acción de \$1.107,71 y \$1.467,93 con una variación en relación al cierre del año 2014 de un -6,66% y 23,7% respectivamente. En cuanto a la media, este valor fue de \$ 1.204.120.099.943,09 y un precio de acción de \$ 1.284,52, presentando una variación al cierre de 2014 de 8,24%. Por otra parte, la variable crítica “Gastos generales y administrativos/ Ingresos de explotación” se presenta como la variable predominante en esta simulación.

En la tabla N°14 se muestran los principales valores obtenidos en la simulación Montecarlo, junto a los precios de acción correspondientes y sus variaciones en relación al cierre del año 2014.

Tabla N°14. Resumen valores simulación Montecarlo.

	Valor Empresa (M\$)	Precio Acción	Variación 30-12-2014
Mínimo	\$ 913.839.490,37	\$ 895,93	-24,50%
Máximo	\$ 1.516.109.516,88	\$ 1.702,17	43,44%
Percentil 5%	\$ 1.072.040.468.300,00	\$ 1.107,71	-6,66%
Percentil 95%	\$ 1.341.132.552.310,00	\$ 1.467,93	23,70%
Media	\$ 1.204.120.099.943,09	\$ 1.284,52	8,24%.

Fuente: elaboración propia, salida de @Risk.

Conclusiones

El desarrollo de este trabajo ha permitido estimar el valor financiero de la Empresa Viña Concha y Toro S.A, para lo cual fue utilizado el método de valoración de empresas por Flujos de Caja Descontado (FCD). Además, ha permitido conocer la empresa y como su modelo de negocios la ha consolidado como una de las más importantes en la industria vitivinícola a nivel mundial.

La empresa cuenta con una sólida base financiera, lo que se refleja en su liquidez y su capacidad de hacer frente a todas sus obligaciones financieras sin problemas. Además, en los últimos 3 años ha sido sostenido el aumento de su rentabilidad, estimándose para el año 2014 un ROE de 9,85%.

Se destaca la eficiente administración de sus recursos y como han sabido reinvertir sus utilidades para hacer crecer el negocio. Reflejo de lo anterior es la adquisición de Fetzer (filial en Estados Unidos) en el año 2011, así como el aumento sostenido de hectáreas plantadas tanto en su filial Trivento en Argentina y sus filiales en Chile, las que en conjunto cuentan con 10.704 hectáreas plantadas, convirtiendo a la Empresa en la segunda a nivel mundial en este sentido. Además, ha realizado grandes inversiones en bodegaje y embotellamiento, permitiéndole almacenar una cantidad de aproximadamente 405 millones de litros en sus bodegas y una capacidad de embotellamiento de 123.000 botellas/hora. Sumado a esto, el 65% de su fuerza de venta es realizada de manera autónoma. Todo lo anterior cimienta el modelo de negocios integrado verticalmente que ha logrado la empresa a través de su larga vida.

A nivel mundial, la industria vitivinícola se ha vuelto más exigente, valorando una mayor calidad de los vinos y su denominación de origen (DO), por lo que es en este segmento que Concha y Toro ha puesto sus mayores esfuerzos; razón además por la cual la mayoría de su fuerza de venta se orienta a mercados externos, ya que el mercado local por una parte, tiene un bajo consumo de vino; y

por otra, aun no es un mercado maduro en cuanto a vinos Premium o de calidad superior. Sin embargo, para la industria nacional se ve una oportunidad en el hecho que la población chilena se está envejeciendo, pudiendo acceder a una mayor cuota de posibles consumidores, que van desde los 25 a los 40 años de edad, según la estrategia implantada por Vinos de Chile, en fomento del consumo en este segmento etario.

La estabilidad económica y política que ha mostrado Chile, junto al favorable comportamiento de los entornos con que Concha y Toro interactúa y su sólida situación financiera, permiten efectuar proyecciones con un mayor nivel de confianza para la empresa. Se considera necesario haber analizado los puntos recién mencionados para la valoración, puesto que, no se podría tan solo hacer las proyecciones basándose en su conducta financiera histórica o de un cierto periodo de tiempo, siendo que en el presente pudiese haber algún acontecimiento en el entorno que afecte directamente el funcionamiento del negocio a futuro. De esta manera, se permite que el valor financiero obtenido de la aplicación del método de FCD sea más próximo al valor de mercado de la empresa.

De la valoración realizada por Flujo de caja descontado, se obtuvo al 30 de Diciembre del año 2014 un valor financiero de \$ 1.203.418.218.830 y un precio de acción de \$1.283,58, presentándose una sobrevaloración de un 8,16% respecto al precio real en esta fecha. Mientras que al realizar la simulación Montecarlo mediante la herramienta @Risk, se obtuvo un valor medio de \$1.204.120.099.943,09 y un precio de acción de \$ 1.284,52 presentándose una sobrevaloración de un 8,24% respecto al cierre de 2014. Se puede decir que el método utilizado ha sido eficiente, ya que se aproxima bastante al valor obtenido al 30 de Diciembre de 2014 y al valor arrojado por la simulación Montecarlo. Cabe destacar, que de acuerdo a este método de valoración (FCD) lo más importante ha sido el cálculo de la tasa de costo de capital (Kwacc) y las proyecciones de los flujos futuros, ya que una mínima variación en el Kwacc se refleja en

considerables variaciones en el valor obtenido, siendo altamente sensible y pudiendo distorsionar los resultados.

De esta manera es que se comprende que la valoración de empresas requiere de un gran cuidado en su ejecución, tanto en sus cálculos propiamente tales, como en las variables que vayan a ser consideradas; ya sea, su horizonte de evaluación, cuáles son sus variables críticas, los indicadores que se ocuparán, entre otras. Cabe mencionar que estas variables cambiarán de un evaluador a otro y de una empresa a otra, así como también lo harán los métodos de valoración utilizados, por lo que se demuestra que más que un ejercicio matemático, corresponde a uno de juicios y sensatez.

Bibliografía

- Arnold, G., & Davies, M. (2000). Valued-Based management: Context and Application. John Wiley and Sons, Ltd.
- Aurand, J. (2014). Coyuntura vitivinícola mundial. OIV.
- Badenes, C., & Santos, J. (1999). Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables. IESE Business School.
- Baker, M., & Ruback, R.S. (1999). Estimating industry multiples. Working paper. Harvard University.
- Barrios Lara, P. (2014). Valoración de Gasco S.A.: Por múltiplos. Universidad de Chile.
- Concha y Toro. (2010-2014). Memoria Anual Viña Concha y Toro S.A. KPMG Auditores Consultores Ltda.
- Condori Arce, G. (2007). Valoración de una Empresa Privada. Universidad de Chile.
- Contreras, J. (2014). Valoración Compañía Cervecerías Unidas S.A. Mediante Método de Flujo de caja descontado (FDC). Universidad de Chile.
- Costa, V. (2014). Balance del año. Vinos de Chile.
- Damodaran, A. (2002). "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determing the Value of Any Asset". Jonh Wiley & Sons INC, segunda edición.
- Delgado, J. (2000). La valoración de empresas. Cómo realizar la valoración de una empresa en la práctica. Ediciones Beta.
- Fahey, L., & Narayanan, V. (1986). Análisis Macro-ambiental en Gestión Estratégica. South-Western.
- Fernández, P. (2014). Valoración de empresas y sensatez. IESE Business School, cuarta edición.
- Gordon, M.J. (1962). The investment, financing and valuation of the corporation. Richard D. Irwin.

- Gordon, M.J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, 102-110.
- Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1995). Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: “A study of mutual fund behavior”. *The American economic review*, 1088-1105.
- Kaplan, S.N., & Ruback, R.S. (1996). The market pricing of cash flow forecasts: discounted cash flow vs. the method of “comparables”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 45-60.
- Kotler, P. (2003). *Los 80 conceptos esenciales de marketing: de la A a la Z*. Pearson Prentice Hall.
- Labatut, G. (2005). *El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos)*. Departamento de contabilidad, Universidad de Valencia.
- Maquieira, C. (2010). *“Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”*. Editorial Andrés Bello.
- Martin, J. D., & Petty, J. W. (2001). *“La gestión basada en el valor”*. Gestión 2000.
- Mascareñas, J. (2007). *La beta apalancada*. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas n° 19. ISSN: 1988-1878.
- Modigliani, F., & M. Miller. (1958). The Cost of Capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v48.
- OIV. (2013). *Statistical report on world vitiviniculture*. OIV.
- Pérez-Cotápos, G., & Silva, B. (2009). *Valoración de empresas: La aplicación de una metodología*. Ediciones universitarias de Valparaíso. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso.
- Pisón, I. (2001): *“Dirección y gestión financiera de la empresa”*, Editorial Pirámide.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. The Free Press.
- Rojo Ramírez, A. (1995). *“Valoración de empresas y partes de empresas”*. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España.

- Rojo Ramírez, A., & García Pérez De Lema, D. (2003). “La Valoración de Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES)”. Ponencia 1 de las Jornadas sobre Valoración y Análisis de Pymes. Publicado por AECA y Laboratorio de Análisis y Creación de Valor de Empresas LACVE.
- Salinas, P. (2006). Valoración de empresas a través del método de comparables: evidencia en Chile. Universidad de Chile.
- Santandreu, P., & Torres, J. (2012). Selección del método de valoración de empresas en función de la empresa y el ciclo económico: “El modelo QQC”. Revista de Contabilidad y Dirección. Vol. 15, 115-132.
- Vega, J. (2000). Valoración de empresas. Departamento de Investigaciones Instituto Empresa.

Internet

- Banco Central de Chile. (2015). Recuperado de <http://www.bcentral.cl/es/faces/estadisticas/>
- Código Nacional de la Industria Vitivinícola Chilena. (2015). Recuperado de www.sustentavid.org/vinas/
- Consejo Nacional de Producción Limpia (CPL). (2014). Recuperado de [http://www.cpl.cl/Acuerdos\(APL\)/39-apl-industria-vitivinicola/](http://www.cpl.cl/Acuerdos(APL)/39-apl-industria-vitivinicola/)
- Gobierno de Chile. (2015). Recuperado de <http://chile.gob.cl/sobre-chile/asi-es-chile/organizacion-politica/>
- Instituto Nacional de Estadísticas. (2015). Recuperado de http://www.ine.cl/canales/chile_estadistico/familias/economicas.php/
- Oficina de Estudios y Políticas Agrarias. (2014). Recuperado de <http://www.odepa.cl/?s=vino&tema=120/>
- Organización Internacional del Vino. (2014). Recuperado de <http://www.oiv.int/>
- Página web Concha y Toro S.A. (2015). Recuperado de http://www.conchaytoro.com/concha-y-toro-holding/?lang=es_es/

- Servicio Agrícola y Ganadero (SAG). (2014). Recuperado de <http://www.sag.cl/ambitos-de-accion/exportaciones-de-vinos-y-bebidas-alcoholicas/>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90227000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5aAAF&vig=VI&control=svs&pestanias=32/>
- Wines of Chile (Vinos de Chile). (2014). Recuperado de <http://www.winesofchile.org/>

Anexos

Anexo N° 1. Output regresión Modelo de Mercado.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,48009
Coefficiente de determinación R ²	0,23049
R ² ajustado	0,22987
Error típico	908
Observaciones	1245

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,06032692	0,06032692	372,32068	8,97682E-73
Residuos	1243	0,20140263	0,00016203		
Total	1244	0,26172955			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	3,0142E-05	0,0003608	0,0835429	0,9334333	-0,00067379	0,00000000	-0,00067379	0,00000000
Variable X 1	0,91282477	0,04730737	19,295613	8E-73	0,82001365	0,82001365	0,82001365	1,00563589

Anexo N° 2. Balance proyectado.

ACTIVOS		2015	2016	2017	2018	2019
Activos Corrientes	Prom var anuales					
Efectivo y equivalentes al efectivo	0,406	\$ 42.616.696	\$ 59.931.808	\$ 84.282.031	\$ 118.525.720	\$ 166.682.579
Otros activos financieros, corrientes	-0,056	\$ 6.660.424	\$ 6.289.251	\$ 5.938.763	\$ 5.607.807	\$ 5.295.295
Otros activos no financieros, corrientes	0,231	\$ 22.919.991	\$ 28.209.403	\$ 34.719.492	\$ 42.731.961	\$ 52.593.526
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	0,096	\$ 170.093.942	\$ 186.441.418	\$ 204.360.026	\$ 224.000.764	\$ 245.529.145
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	0,096	\$ 10.889.371	\$ 11.932.441	\$ 13.075.425	\$ 14.327.892	\$ 15.700.331
Inventarios, corrientes	0,214	\$ 265.135.247	\$ 321.965.491	\$ 390.976.977	\$ 474.780.685	\$ 576.547.245
Activos biológicos, corrientes	0,106	\$ 18.046.319	\$ 19.958.792	\$ 22.073.940	\$ 24.413.243	\$ 27.000.455
Activos por impuestos corrientes, corrientes	0,213	\$ 22.050.009	\$ 26.751.801	\$ 32.456.170	\$ 39.376.900	\$ 47.773.358
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	0,155	\$ 547.151.099	\$ 631.691.137	\$ 729.293.414	\$ 841.976.168	\$ 972.069.478
Total de Activos Corrientes	0,155	\$ 547.212.324	\$ 631.832.515	\$ 729.538.260	\$ 842.353.093	\$ 972.613.463
Activos, No Corrientes						
Otros activos financieros, no corrientes	0,503	\$ 12.971.178	\$ 19.493.889	\$ 29.296.623	\$ 44.028.778	\$ 66.169.172
Otros activos no financieros, no corrientes	0,204	\$ 5.825.203	\$ 7.011.327	\$ 8.438.969	\$ 10.157.306	\$ 12.225.529
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	0,209	\$ 24.557.133	\$ 29.690.802	\$ 35.897.666	\$ 43.402.075	\$ 52.475.280
Activos intangibles distintos de la plusvalía	0,062	\$ 37.719.872	\$ 40.061.417	\$ 42.548.319	\$ 45.189.601	\$ 47.994.847
Plusvalía	0,027	\$ 24.916.681	\$ 25.589.167	\$ 26.279.803	\$ 26.989.079	\$ 27.717.498
Propiedades, plantas y equipos, neto	0,116	\$ 381.266.145	\$ 425.341.291	\$ 474.511.613	\$ 529.366.126	\$ 590.561.932
Activos por impuestos diferidos	0,151	\$ 10.091.496	\$ 11.613.352	\$ 13.364.712	\$ 15.380.188	\$ 17.699.609
Total de Activos No Corrientes	0,099	\$ 488.001.300	\$ 536.259.173	\$ 589.289.209	\$ 647.563.324	\$ 711.600.097
Total de Activos	0,060	\$ 972.721.685	\$ 1.030.692.616	\$ 1.092.118.418	\$ 1.157.204.991	\$ 1.226.170.505

PATRIMONIO Y PASIVOS		2015	2016	2017	2018	2019
Pasivos Corrientes	Prom var anuales					
Otros pasivos financieros, corrientes	0,308	\$ 80.128.839	\$ 104.792.426	\$ 137.047.443	\$ 179.230.528	\$ 234.397.529
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	0,102	\$ 91.690.193	\$ 101.007.550	\$ 111.271.716	\$ 122.578.904	\$ 135.035.104
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	0,180	\$ 6.133.280	\$ 7.239.062	\$ 8.544.209	\$ 10.084.663	\$ 11.902.849
Otras provisiones, corrientes	0,201	\$ 35.911.368	\$ 43.119.543	\$ 51.774.552	\$ 62.166.805	\$ 74.645.004
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	0,106	\$ 25.073.486	\$ 27.735.616	\$ 30.680.393	\$ 33.937.826	\$ 37.541.110
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	0,053	\$ 9.693.630	\$ 10.204.630	\$ 10.742.568	\$ 11.308.862	\$ 11.905.009
Otros pasivos no financieros, corrientes	-0,058	\$ 1.096.454	\$ 1.032.531	\$ 972.334	\$ 915.648	\$ 862.266
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	0,138	\$ 242.025.297	\$ 275.463.272	\$ 313.521.003	\$ 356.836.754	\$ 406.136.965
Total de Pasivos Corrientes	0,138	\$ 242.025.297	\$ 275.463.272	\$ 313.521.003	\$ 356.836.754	\$ 406.136.965
Pasivos no Corrientes						
Otros pasivos financieros, no corrientes	0,071	\$ 231.777.933	\$ 248.338.135	\$ 266.081.540	\$ 285.092.686	\$ 305.462.151
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	-0,157	\$ 617.462	\$ 520.514	\$ 438.789	\$ 369.895	\$ 311.818
Pasivos por impuestos diferidos, no corrientes	0,139	\$ 48.723.909	\$ 55.473.480	\$ 63.158.049	\$ 71.907.136	\$ 81.868.208
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	0,077	\$ 2.653.199	\$ 2.858.042	\$ 3.078.700	\$ 3.316.395	\$ 3.572.441
Otros pasivos no financieros, no corrientes	0,157	\$ 82.209	\$ 95.080	\$ 109.966	\$ 127.182	\$ 147.094
Total de Pasivos no Corrientes	0,083	\$ 284.280.075	\$ 308.003.167	\$ 333.705.944	\$ 361.553.611	\$ 391.725.157
Total de Pasivos	0,084	\$ 515.134.996	\$ 558.625.335	\$ 605.787.352	\$ 656.931.028	\$ 712.392.516
Patrimonio						
Capital emitido	0,000	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790	\$ 84.178.790
Ganancias (pérdidas) acumuladas	0,072	\$ 393.976.414	\$ 422.205.093	\$ 452.456.376	\$ 484.875.185	\$ 519.616.823
Otras reservas	-0,489	-\$ 5.226.772	-\$ 2.670.435	-\$ 1.364.365	-\$ 697.074	-\$ 356.146
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	0,045	\$ 461.471.319	\$ 482.254.643	\$ 503.973.988	\$ 526.671.508	\$ 550.391.258
Participaciones no controladoras	0,534	\$ 2.143.309	\$ 3.287.971	\$ 5.043.953	\$ 7.737.739	\$ 11.870.176

Total Patrimonio	0,046	\$ 463.296.344	\$ 484.543.553	\$ 506.765.180	\$ 530.005.912	\$ 554.312.486
Total de Patrimonio y Pasivos	0,060	\$ 972.721.685	\$ 1.030.692.616	\$ 1.092.118.418	\$ 1.157.204.991	\$ 1.226.170.505

Fuente: elaboración propia en base a Memoria Anual Viña Concha y Toro S.A. (2010-2014).

