

# Viña Concha y Toro

Gonzalo Sandoval I.

## Tesis de Inversión

**Actualizamos nuestra cobertura Viña Concha y Toro, estimando un precio objetivo de \$1.650 a 12 meses, con una recomendación Neutral.**

- La apreciación de la canasta de monedas de la compañía respecto al CLP (2019E: 2,9% y 2020E: 2,6%) y el aumento en el precio promedio en dólares de los vinos de exportación (2019E: +2,0% y 2020E: +1,8%) liderarían el crecimiento de la primera línea de la compañía. Esto sumado a un crecimiento anual de 2% en el volumen exportado para los próximos años llevaría a la viña a un crecimiento de sus ingresos consolidados de un 8,9% y 5,6% para 2019 y 2020, respectivamente.
- En cuanto a los costos, la favorable vendimia del 2018 junto con la cosecha de este 2019 provocarían una expansión de 220 pb en el margen bruto en 2019, (por debajo de la expansión de 280 en lo que va del año). Este margen se mantendría estable durante el 2020 debido al alto nivel de inventario de la compañía y a las eficiencias implementadas en sus viñedos propios (35% de la producción total aproximadamente), lo que le permitirían mitigar el riesgo de condiciones climáticas adversas.
- A nivel consolidado, el Ebitda de la compañía crecería un 22% respecto a 2018, con una expansión de 160 pb en el margen Ebitda (15,6% vs 14,0% 2018), en línea con la expansión de 140 pb del margen a la fecha. A partir del 2020, proyectamos un crecimiento del Ebitda de 5% en línea con los ingresos de la compañía con un margen Ebitda estable en donde las mejoras en eficiencias y en mix de productos compensarían el alza en el costo del vino.

## Riesgos

- Depreciación del mix de monedas respecto al CLP.
- Deterioro de las condiciones macroeconómicas de los países en donde la compañía opera.
- Factores climáticos que afecten las vendimias de las zonas centro y sur de Chile.
- Mayor producción vitivinícola mundial que debilite el posicionamiento del vino chileno.

## CONCHATORO

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$1.650

### Información Relevante

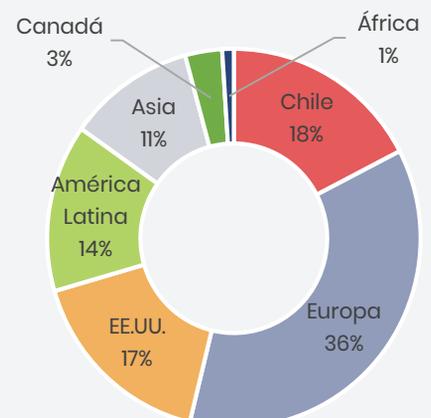
|                         |               |  |
|-------------------------|---------------|--|
| Ticker BCS              | CONCHATORO    |  |
| Riesgo                  | Medio         |  |
| Conversión ADR          | -             |  |
| Precio Objetivo (\$)    | 1.650         |  |
| Precio Actual (\$)      | 1.480         |  |
| Precio Min/Max 12M (\$) | 1.261 / 1.500 |  |
| Market Cap (MMS)        | 1.106         |  |
| Volumen Diario (MMS)*   | 561           |  |
| Nº Acciones (millones)  | 747           |  |
| Free Float              | 61%           |  |
| Peso SPCLXIPSA          | 1,6%          |  |
| Dividend Yield 12M      | 2,0%          |  |

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

## Ventas por Geografía

A junio 2019



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

**Sector:** Consumo

**Recomendación:** Neutral

**Precio Actual:** \$1.480

**Precio Objetivo:** \$1.650

## Estado de Resultados

### ESTADO DE RESULTADOS

| Millones de pesos      | 2017    | 2018    | 2019e   | 2020e   | 2021e   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ingresos               | 643.909 | 614.020 | 668.534 | 705.730 | 740.927 |
| Variación (%)          | -2,2    | -4,6    | 8,9     | 5,6     | 5,0     |
| Resultado Operacional  | 62.036  | 59.899  | 74.878  | 79.044  | 82.987  |
| Variación (%)          | -11,6   | -3,4    | 25,0    | 5,6     | 5,0     |
| Margen Operacional (%) | 9,6     | 9,8     | 11,2    | 11,2    | 11,2    |
| EBITDA                 | 86.391  | 85.917  | 104.438 | 110.248 | 115.747 |
| Variación (%)          | -7,1    | -0,5    | 21,6    | 5,6     | 5,0     |
| Margen EBITDA (%)      | 13,4    | 14,0    | 15,6    | 15,6    | 15,6    |
| Utilidad Neta          | 49.699  | 49.002  | 56.044  | 60.305  | 63.313  |
| Variación (%)          | 3,7     | -1,4    | 14,4    | 7,6     | 5,0     |
| Margen Neto (%)        | 7,7     | 8,0     | 8,4     | 8,5     | 8,5     |

### INDICADORES DE CRÉDITO

|                                       | 2017  | 2018  | 2019e | 2020e | 2021e |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Deuda / Activos (%)                   | 47,8  | 50,1  | 50,7  | 50,8  | 50,1  |
| EBITDA / Gastos Financieros Netos (x) | 9,2   | 8,0   | 10,5  | 12,2  | 12,2  |
| Liquidez Corriente (x)                | 1,7   | 1,8   | 1,7   | 1,7   | 1,7   |
| Deuda Neta / Ebitda (x)               | 2,7   | 3,3   | 3,0   | 2,7   | 2,6   |
| Deuda Financiera (MM US\$)            | 435,9 | 460,6 | 494,0 | 476,8 | 473,9 |

### VALORIZACIONES

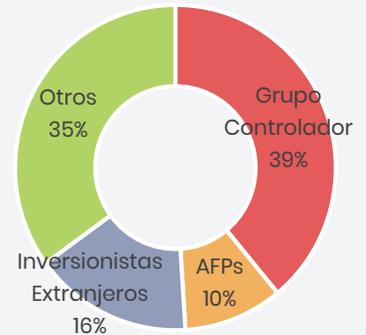
|                       | 2017  | 2018  | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Precio de cierre (\$) | 1.130 | 1.338 | 1.480 | 1.480 | 1.480 |
| Precio Utilidad (x)   | 17,0  | 20,4  | 19,7  | 18,3  | 17,5  |
| EV / Ebitda (x)       | 12,3  | 14,8  | 13,4  | 12,6  | 12,0  |
| Bolsa Libro (x)       | 1,5   | 1,8   | 1,9   | 1,8   | 1,7   |
| Precio Ventas (x)     | 1,3   | 1,6   | 1,7   | 1,6   | 1,5   |
| ROA (%)               | 4,7   | 4,3   | 4,7   | 4,8   | 4,8   |
| ROE (%)               | 9,1   | 8,6   | 9,6   | 9,8   | 9,7   |

## Descripción de la Compañía

Viña Concha y Toro es el principal productor y exportador de vino en Chile, y séptimo a nivel mundial. La compañía cuenta con un amplio portafolio de vinos, con especial énfasis a vinos del segmento *Premium*. Las exportaciones representan cerca del 70% de las ventas consolidadas, Europa y Estados Unidos concentran el 65% de las exportaciones.

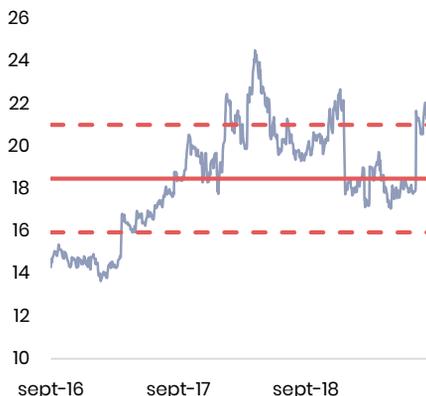
## Propiedad

A junio del 2019

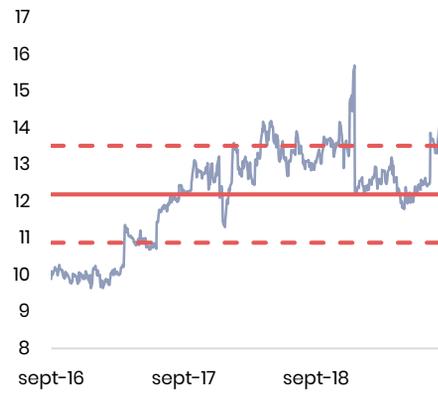


Fuente: Reportes Compañía.

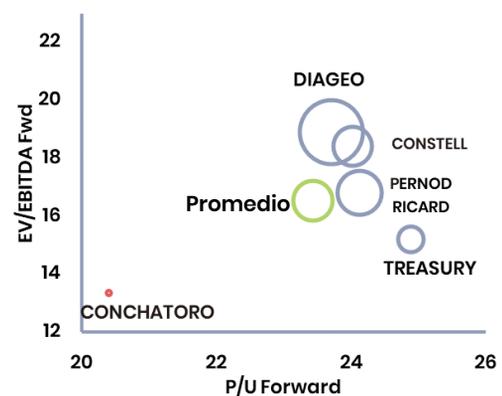
### P/U Trailing



### EV/EBITDA Trailing



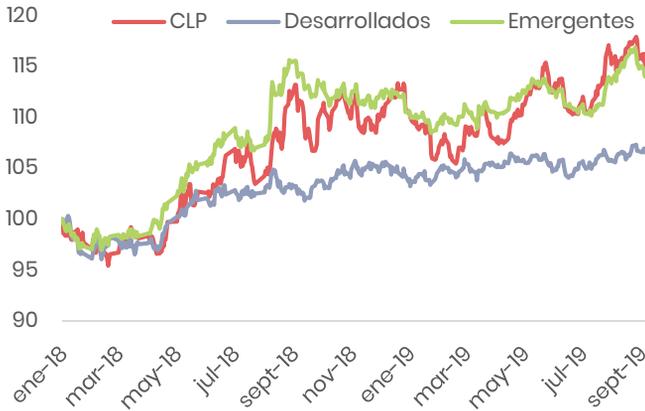
### Comparables



## Monedas y enfoque *Premium* lideran recuperación en primera línea

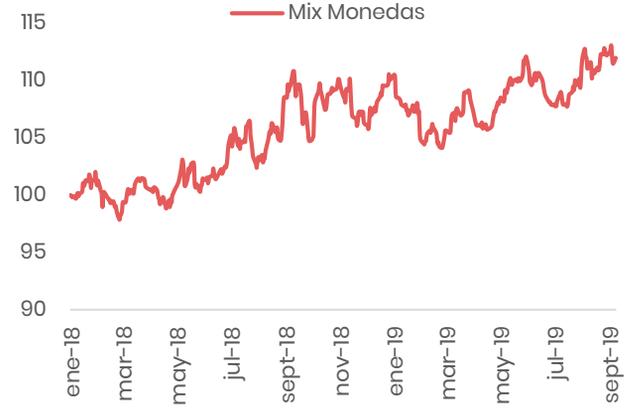
Desde comienzos del 2018 el dólar se ha fortalecido globalmente. El CLP registra una depreciación acumulada de 15% desde enero 2018 a la fecha. Por su parte, las monedas emergentes se han depreciado un 14% en el mismo periodo. De igual forma, pero en menor magnitud, las monedas desarrolladas se han depreciado un 7% (ver Gráfico 1). Por su parte, el mix de monedas de la compañía, compuesto por divisas de ambos grupos de países, se ha depreciado un 11% a la fecha (ver Gráfico 2).

Gráfico 1: Depreciación Acumulada Respecto al Dólar (Base 100 = ene-18)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

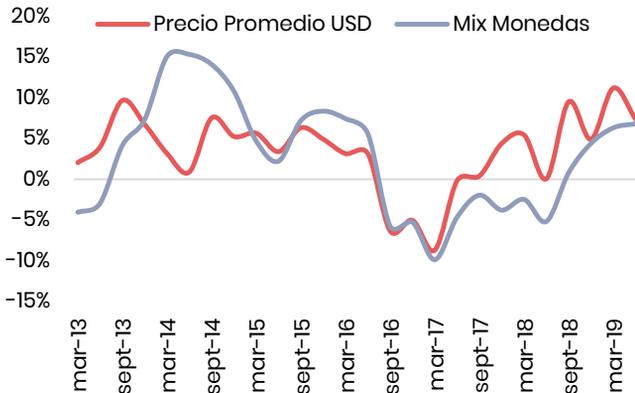
Gráfico 2: Depreciación Mix Monedas (Base 100 = ene-18)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

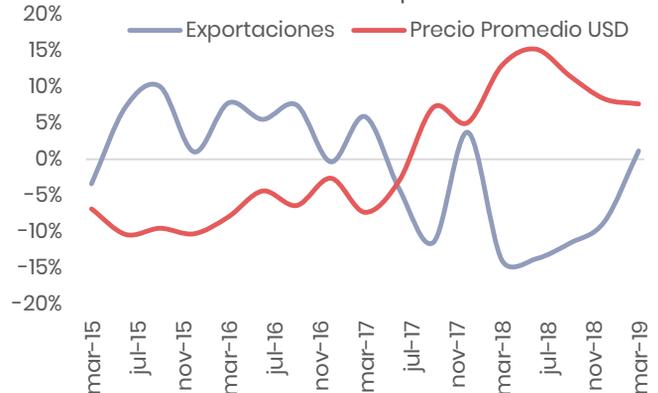
Actualmente, las exportaciones constituyen el 70% de los ingresos de la compañía. Aproximadamente el 40% se genera en dólares, un 20% en Libras y en torno a un 8% se pacta en Euros, por lo que la fortaleza de las monedas desarrolladas sería uno de los principales determinantes del aumento en el precio promedio del litro de vino de la viña. En efecto, el mix de monedas de la viña ha crecido por sobre el 4% a/a durante los últimos 4 trimestres (ver Gráfico 3). Esto sumado a un precio promedio en dólares más alto, principalmente por el cambio de foco de la compañía hacia vinos *Premium* (ver Gráfico 4), llevaría a un aumento en el precio promedio en CLP por sobre el 6% por todo lo que resta del 2019.

Gráfico 3: Variación Precio Promedio USD vs Mix de Monedas



Fuente: Bloomberg, Compañía y Estudios

Gráfico 4: Variación Precio Promedio USD vs Volumen Exportado



Fuente: Reportes Compañía y Estudios

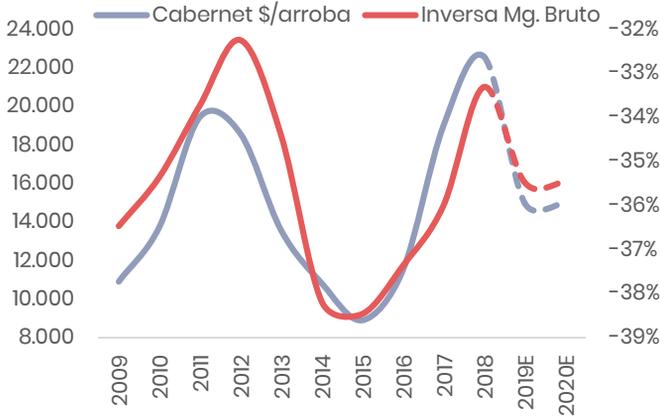
En cuanto a los volúmenes, tras la implementación del plan estratégico 2016-2022, la compañía rediseñó su portafolio eliminando 82 de sus 304 marcas, poniendo mayor foco en sus vinos *Premium* (precio mayor a \$10 USD), lo que si bien tuvo un impacto significativo en el aumento del precio promedio del vino exportado, también trajo consigo una caída en el volumen de las exportaciones (ver Gráfico 4).

Junto con esto, la compañía también rediseñó su matriz de mercados, con fin de optimizar la gestión de sus oficinas comerciales en el extranjero. Estos cambios también tuvieron un efecto negativo en los volúmenes comercializados a partir del 2017. Esta tendencia se ha comenzado a revertir, por lo que proyectamos un crecimiento de 2% anual de la exportaciones para 2019, tasa de crecimiento que se mantendría en el largo plazo.

### Costo del vino y nivel inventarios favorecerían márgenes

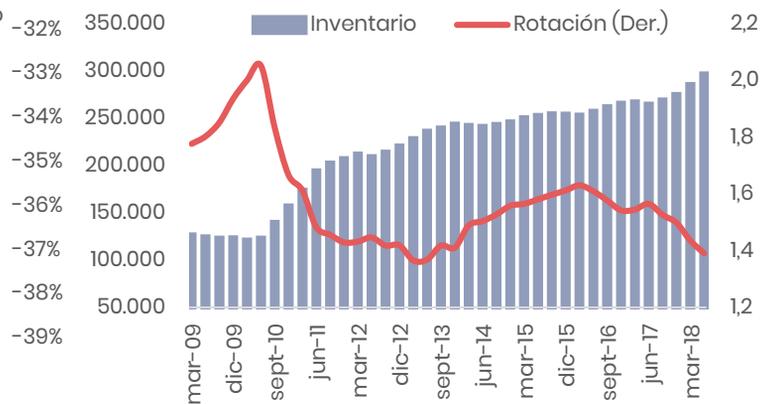
La fuerte caída de los costos de la uva explica una buena parte de la mejora en resultados que esperamos tanto para este 2019 como para el próximo año (ver Gráfico 5). En efecto, para este 2019 esperamos una mejora de 220 pb en el margen bruto respecto al 2018, esto le permitiría a la compañía alcanzar un margen Ebitda de 15,6%.

Gráfico 5: Precios a Productor Vino Cabernet vs Margen Bruto



Fuente: ODEPA, Compañía y Estudios

Gráfico 6: Inventario Promedio vs Rotación 12m Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

Consideramos que el escenario actual de precio a productores de vino podría mantenerse estable, a pesar del desfavorable escenario climático. Esto, por cuanto los inventarios de la compañía –y la industria– se encuentran en niveles altos (gráfico 6), lo que evitaría presiones de demanda como las vistas en años anteriores (cuando los stocks se encontraban bajos y la capacidad productiva afectada). La vendimia de 2019 fue un 7,4% inferior a la del año pasado (la cual fue históricamente favorable), y en particular en vinos con denominación de origen fue solo un 2,2% menor respecto a la vendimia del 2018, por lo que el margen bruto se mantendría estable durante el 2020. En adelante suponemos que los precios de los productores de vino sostendrían una trayectoria de crecimiento de 4% anual a partir del 2021.

No obstante, a partir del tercer trimestre comenzaríamos a ver reflejados en su totalidad la favorable vendimia del año pasado. En efecto, en los resultados acumulados de 2018 una proporción bastante menor de los inventarios habría sido costeadada a los niveles alcanzados en la vendimia. Por lo que a partir de la próxima entrega de resultados comenzaríamos a ver mejoras adicionales a nivel operacional, lo que compensaría una canasta de monedas menos apreciada con respecto al primer y segundo trimestre.

## Supuestos adicionales de valorización

- La depreciación sobre el activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (a marzo 2019).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos se mantendrá en 27% en el largo plazo para el segmento Chile y para el segmento Argentina las tasas convergerían desde un 35% a un 27% en el 2021. En tanto la tasa impositiva para Estados Unidos se mantendría 21%.
- Para el tipo de cambio de Argentina se supuso una depreciación de la moneda e inflaciones moderadas a partir del 2022, capturando a través de la tasa de descuento riesgos cambiarios e inflacionarios adicionales.
- A partir del 2028 los flujos de caja crecerían a una tasa nominal de 3%.
- Las tasas de costo de capital (WACC) ocupadas para el descuento de los flujos, así como las variables empleadas para su cálculo se presentan en el Cuadro 1.

**Cuadro 1: Estimación de costo de capital de Concha y Toro en pesos.**

| SUPUESTOS TASA DE DESCUENTO     | Chile      | Argentina   | EE.UU      | Corporativo |
|---------------------------------|------------|-------------|------------|-------------|
| Riesgo País (pb)                | 135        | 1.800       | -          | 176         |
| Premio por riesgo (%)           | 6,0        | 6,0         | 6,0        | 6,0         |
| Spread (pb)                     | 87,0       | 87,0        | 87,0       | 87,0        |
| Costo de la deuda (kd)          | 5,2        | 22,0        | 3,9        | 5,6         |
| Beta                            | 1,0        | 1,2         | 1,0        | 1,0         |
| Costo de capital (ke)           | 10,1       | 28,2        | 9,0        | 10,5        |
| Deuda / Activos                 | 0,3        | 0,3         | 0,3        | 0,3         |
| Tasa de Impuestos               | 27,0       | 30,0        | 21,0       | 26,7        |
| Crecimiento Nominal LP (G)      | 3,0        | 3,0         | 3,0        | 3,0         |
| <b>Tasa de Descuento (WACC)</b> | <b>8,2</b> | <b>24,4</b> | <b>7,2</b> | <b>8,6</b>  |

Fuente: Reportes Compañía, Bloomberg, RiskAmerica y Estudios Security

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

César Guzmán B.  
Gerente de Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

Constanza Pérez S.  
Subgerente de Renta Variable  
[constanza.perez@security.cl](mailto:constanza.perez@security.cl)

Paulina Barahona N.  
Subgerente de Renta Fija Corporativa  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

Jorge Cariola G.  
Subgerente de Estrategia Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

Magdalena de Ramón C.  
Analista Renta Fija Internacional  
[magdalena.deramon@security.cl](mailto:magdalena.deramon@security.cl)

Sebastián Montero A.  
Analista Macroeconomía  
[sebastian.montero@security.cl](mailto:sebastian.montero@security.cl)

Nicolás Libuy I.  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

Juan Carlos Prieto Z.  
Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

Gonzalo Sandoval I.  
Analista de Inversiones  
[gonzalo.sandoval@security.cl](mailto:gonzalo.sandoval@security.cl)

Étienne Célèry P.  
Analista de Inversiones  
[etienne.celery@security.cl](mailto:etienne.celery@security.cl)

Paulina Feliú Q.  
Analista de Inversiones  
[paulina.feliu@security.cl](mailto:paulina.feliu@security.cl)

Aldo Lema N.  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto:aldo.lema@security.cl)

## CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.  
Gerente Intermediación Renta Fija Nacional  
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239  
[viviana.neira@security.cl](mailto:viviana.neira@security.cl)

Nicolás Gallegos P.  
Jefe Intermediación Renta Fija Nacional  
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239  
[nicolas.gallegos@security.cl](mailto:nicolas.gallegos@security.cl)

Javier Calleja S.  
Jefe Renta Variable Clientes Institucionales  
(56-2) 2581 5607  
[javier.calleja@security.cl](mailto:javier.calleja@security.cl)

Rodrigo Pérez Y.  
Jefe Renta Variable  
(56-2) 2584 3169  
[rodrigo.perez@security.cl](mailto:rodrigo.perez@security.cl)

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.