

Cobertura de Riesgos Cambiarios Viña Concha y Toro

Cristian Pinto*

Facultad de Economía y Negocios, Universidad del Desarrollo, Chile

Octubre, 2017

La Viña Concha y Toro, empresa donde trabaja Lucas como gerente de finanzas, nació hace 134 años, gracias al buen ojo que tuvo su fundador Melchor Concha y Toro de plantar en el valle del Maipo las vides que había encargado traer desde Burdeos, Francia. Además, don Melchor tuvo la buena idea de contratar al enólogo francés Paul Labuchelle quien provenía de la misma región de las cepas importadas, para supervisar la producción vitivinícola.

Labuchelle se sorprendió con la calidad del suelo chileno, por lo que le recomendó a don Melchor comprar más tierras no solo en el valle del Maipo sino también en el valle del Cachapoal. Quién diría que lo que comenzó solo como un emprendimiento personal terminaría siendo, un siglo después, la empresa vitivinícola más grande de Latinoamérica, la quinta empresa del mundo en volumen comercializado, y la segunda compañía en superficie de viñas plantadas.

Pero Lucas no solo estaba vinculado a la figura de Melchor Concha y Toro por el hecho de trabajar en esta empresa, sino también porque siendo niño vivió en una vieja casa del Barrio Bellavista de Santiago. Aunque pocos lo saben, el conjunto de 164 casas ubicadas en las calles Capellán Abarzúa, Salvador Donoso, Isabel Riquelme y otras, eran parte de la población León XIII, un proyecto habitacional que Melchor Concha y Toro, inspirado en la encíclica Rerum Novarum del papa León XIII, propuso para los obreros de la época.

La idea de don Melchor consistía en otorgar una especie de "leasing habitacional" ya que las personas después de pagar arriendos bajos durante 10 a 15 años, se convertían en dueños de la propiedad y el terreno. "El arrendatario que sabe, mes a mes, que va haciéndose dueño de la propiedad, tendrá, en la generalidad de los casos, más amor al hogar y, junto al interés por conservar y cuidar su casa, adquirirá hábitos de moralidad y orden", escribió don Melchor.

Lucas veía todos los días a don Melchor -no porque sufriera algún tipo de psicosis- sino porque cada mañana al salir de su casa en dirección al Metro, pasaba frente a la parroquia La Epifanía, en cuyo patio exterior se encuentra un busto de Concha y Toro. Justo ayer al encontrarse de frente con la escultura recibió una llamada de su jefa para encargarle que diseñara un plan de cobertura para enfrentar el próximo año.

* 680 Plaza Av., San Carlos de Apoquindo, Santiago, Chile. Email: cpintogu@tulane.edu. Este caso está basado exclusivamente en datos públicos y contiene algunos datos ficticios. El caso ha sido escrito para su uso en discusiones de clases y no para ilustrar eficiencia o ineficiencia en el manejo de situaciones gerenciales. Agradezco la asistencia de investigación de Ignacio Quezada de la Universidad de Chile y los comentarios de Jacinto Gorosabel de la Universidad del Desarrollo. Todos los errores son responsabilidad del autor.

La cobertura o “hedging” consiste en una operación financiera destinada a minimizar o suprimir las posibles pérdidas que pueden causar ciertas inversiones financieras. En este caso, Lucas como gerente de finanzas tenía la misión de elaborar una cobertura o “hedging” para protegerse ante las eventuales variaciones en los tipos de cambios que podrían traducirse en inesperadas alzas las cuales serían dañinas para los costos de los productos de la empresa.

Para discutir los aspectos de este plan y de qué manera enfrentar las variaciones del tipo de cambio del euro y del dólar, Lucas se reunió con Amalia, gerente de exportaciones para Europa, y Adriana, gerente de exportaciones para Estados Unidos y Asia. El encuentro tendría lugar en Pirque, en la misma Viña Concha y Toro, donde se encuentran las viejas bodegas en las que don Melchor almacenaba en un recóndito casillero, sus vinos más valiosos para su consumo personal. Era tanto el aprecio que tenía el fundador de la viña por esos caldos, que cuentan que para evitar que alguien se robara alguna botella echó a correr el rumor de que el diablo habitaba en la oscura bodega, entre las polvorientas barricas de roble francés, protegiendo la valiosa reserva privada.

Tras los saludos protocolares, Amalia y Adriana le explicaron a Lucas que para Concha y Toro era de vital importancia tener una cobertura o “hedging” del tipo de cambio, ya que mientras sus costos son en pesos chilenos (CLP), sus ingresos estaban denominados en otras monedas, en primer lugar, dólares (USD); después en euros (EUR); y tercero, en yenes. Mientras bajaban a la bodega donde había nacido la leyenda del Casillero del Diablo, los ejecutivos discutían sobre la incertidumbre reinante respecto del precio del dólar, debido en parte a las recientes expectativas de movimientos en tasas de interés de la FED.

Aunque los tres conocían bien la legendaria bodega subterránea, no podían evitar sentir escalofríos cada vez que recorrían los fríos corredores que conducían al lugar. Mientras caminaban por el largo pasillo que forman las filas de barricas hacia el centenario casillero, Lucas afirma que a su juicio lo más prudente es evaluar los precios futuros de las diferentes monedas en base a las tasas actuales, es decir, 1,25% para Estados Unidos, y 0% para Europa y Asia. A medida que se acercaban al final del pasillo que terminaba en el casillero de don Melchor, una repentina corriente de aire frío los distrajo de la discusión obligándolos a mirar hacia delante. En el fondo parpadeaba dos pequeñas llamas rojas, como si fueran las chispas de un encendedor.

Ninguno comentó el brusco descenso de la temperatura ni el par de lucecillas que brillaban tras la reja del casillero. No era una reunión de amigos sino de trabajo, por lo que continuaron avanzando, pero ahora en silencio, como si estuvieran concentrados en los efectos de las tasas de interés y el precio de las monedas. Sin embargo, la verdad es que ni Lucas, ni Amalia, ni Adriana estaban haciendo cálculos financieros mentalmente sino absortos tratando de explicarse por qué hacía tanto frío y qué eran esas luces que parecían dos ojos mirándolos fijamente desde el interior del casillero. ¿Sería don Melchor o el mismísimo demonio?

Descripción de la empresa

Viña Concha y Toro S.A., es una compañía productora y exportadora de vinos, fundada en 1883 y que reside en Chile.

Esta compañía es una de las principales productoras de vinos de Latinoamérica y del mundo, posición a la que llegó gracias a sus vinos de gran calidad como, por ejemplo, Casillero del Diablo y Don Melchor.

Su espíritu exportador y su exitoso modelo de negocios le ha permitido crecer y estar presente en más de 140 países, convirtiéndose en el principal exportador de vino chileno. “World’s Most Powerful Wine Brand” 2014 y 2015, según el ranking de la consultora inglesa Intangible Business, y “The World’s Most Admired Wine Brand”, en 2011, 2012, 2013 y en segunda posición en 2017, según Drinks International, son algunos de sus reconocimientos a nivel mundial que avalan su posición de liderazgo en la industria global de vinos. Es así como en 2016 y 2017 la empresa formo parte del Dow Jones Sustainability Index Chile, el más importante índice global de sustentabilidad.

Concha y Toro posee viñas filiales productivas en Chile, Argentina y Estados Unidos. Cada una de ellas tiene una particular estrategia de marca y desarrolla una colección de vinos que reflejan las características de su lugar de origen e historia. Estas filiales son Viña Cono Sur, Viña Maycas del Limarí, Viña Maipo, Viña Palo Alto, Viña Canepa, Trivento Bodegas y Viñedos (Mendoza, Argentina) y Fetzer Vineyards (California, Estados Unidos).

A nivel nacional, Concha y Toro compite con viñas nacionales de renombre como Santa Rita o San Pedro, mientras que internacionalmente se enfrenta a poderosos competidores como los productores de California, Estados Unidos y la prestigiosa industria francesa.

Por lo que una buena estrategia corporativa se ha hecho vital para seguir creciendo. Así, el crecimiento lo ha logrado gracias una mayor penetración de mercado de sus múltiples marcas con estrategias de marketing claras. Un ejemplo de esto último es haberse convertido en auspiciador de uno de los clubes de futbol más grandes del mundo, como lo es el Manchester United, de Inglaterra.

Los buenos resultados que ha tenido Concha y toro, a lo largo de su historia, se pueden ver reflejados en la siguiente imagen, la cual muestra la posición de la viña a nivel de exportaciones en algunos de los principales mercados a nivel Global:

POSICIÓN EN EXPORTACIONES A PRINCIPALES MERCADOS		
POSICIÓN	PAÍS	% SOBRE VOLUMEN EXPORTADO DE VINO EMBOTELLADO
#1	ESTADOS UNIDOS	42,4%
#1	REINO UNIDO	48,9%
#1	CHINA	11,5%
#2	JAPÓN	26,8%
#1	BRASIL	26,0%
#1	HOLANDA	23,4%
#1	CANADÁ	36,9%
#1	DINAMARCA	13,9%
#2	IRLANDA	26,4%
#1	MÉXICO	57,1%

Fuente: Vinos Chile

Además, gracias al éxito de la empresa, esta ha extendido su producción de vinos a Argentina y Estados Unidos mediante adquisiciones de otras viñas de menor tamaño, lo cual se resume en la siguiente imagen:

TRES ORÍGENES PRODUCTIVOS

1	2	3
Chile	Argentina	Estados Unidos
9 Valles	3 Valles	2 Valles
54 Fundos	9 Fundos	14 Fundos
9.388 Ha. plantadas	1.140 Ha. plantadas	469 Ha. plantadas
16 Bodegas	2 Bodegas	1 Bodega
4 Plantas de envasado	1 Planta de envasado	1 Planta de envasado

Fuente: Memoria de Concha y Toro, año 2016

Junto a lo anterior, Concha y Toro, posee distintas filiales de distribución de vinos a lo largo del mundo, como se puede apreciar a continuación:

FILIALES DE DISTRIBUCIÓN

a Chile VCT Chile	d México VCT & DG México ⁽¹⁾	g Reino Unido Concha y Toro UK	j Finlandia VCT Finland	m China Gan Lu Wine Trading
b Argentina Trivento	e EEUU Excelsior Wine Company ⁽²⁾	h Noruega VCT Norway	k Sudáfrica VCT Africa & Middle East	n Japón VCT Japan ⁽⁴⁾
c Brasil VCT Brasil	f Canadá Escalade Wine & Spirits ⁽³⁾	i Suecia VCT Sweden	l Singapur VCT Asia	

Fuente: Memoria Concha y Toro, año 2016

Negocios de la compañía

Actualmente la compañía tiene exportaciones hacia todo el planeta, ello se traduce en que sus ingresos se encuentren expresados en distintas monedas, pero principalmente, en las siguientes divisas: dólares estadounidenses, euros y yenes.

Dado lo anterior y a que los costos de la empresa se expresan mayoritariamente en pesos chilenos, es que la Viña realiza un activo manejo de derivados para cubrir los riesgos cambiarios que representa el negocio.

Las variaciones del tipo de cambio implican principalmente dos tipos de riesgos: el primero es que los vaivenes de la paridad cambiaria reduzcan o eliminen el margen operativo de la empresa, pudiendo incluso hasta ser negativo. Lo anterior puede suceder en el caso de que estas divisas (dólar, euro y yen) en sus respectivas paridades con el peso chileno, tengan una fuerte depreciación, lo que reduciría significativamente los ingresos.

Considérese el siguiente ejemplo. Si la caja de 9 litros de vino ultra premium Casillero del Diablo actualmente se vende en US\$49 dólares, a un tipo de cambio de \$650 CLP (pesos chilenos), se percibiría un ingreso por caja de \$31.850 CLP. Ahora bien, si se registra una depreciación del tipo de cambio, y este cae a \$550 CLP, los ingresos por la misma caja de vinos, serían de \$26.950 CLP, cifra que, al multiplicarse por millones de cajas vendidas, sin duda es un resultado catastrófico para el negocio.

El segundo riesgo que amenaza al negocio de Viña Concha y Toro, es que está insertada en una industria muy competitiva donde también los precios deben serlo. La competencia es especialmente dura en el caso de los vinos económicos. Dada su categoría inferior y de menor precio, son consumidos de forma masiva en mercados de países latinoamericanos y africanos, los cuales se ven afectados por los vaivenes en el tipo de cambio en mayor medida.

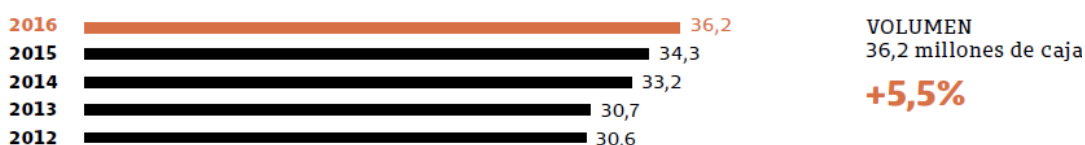
De esta manera, para que el negocio perdure y prospere en el tiempo, es crucial conocer cuánto es el margen que tienen respecto de sus ingresos, considerando las potenciales variaciones en el tipo de cambio. En el Anexo 1 encontrará una tabla resumen del Balance General de la empresa. Mientras que en el Anexo 2 se consigna un resumen del Estado de

Resultados de la compañía. Ambos anexos están consolidados en la moneda local, es decir, en pesos chilenos (CLP).

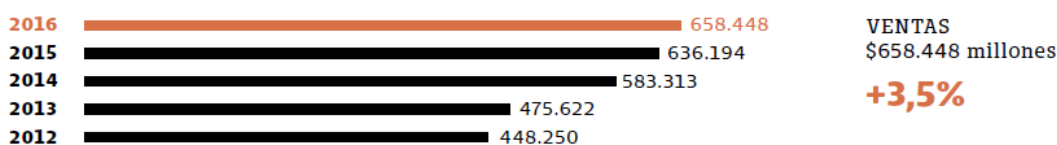
Ventas de la empresa

La empresa, año a año, ha ido incrementando su volumen de ventas y con ello los ingresos recibidos. Esto se puede apreciar en la siguiente figura:

VOLUMEN CONSOLIDADO EN MILLONES DE CAJAS



VENTAS CONSOLIDADAS EN MILLONES DE PESOS



Ahora bien, las ventas consolidadas de la compañía se pueden descomponer según el país donde fueron realizadas. En la siguiente tabla se pueden apreciar los datos sobre el volumen de ventas de cajas de 9 litros y el monto correspondiente en los distintos países:

Datos	Chile	Europa	EEUU	Asia	América Latina	África
Volumen(millones cajas 9 lts)	7,68	12,1	6,05	3,45	5,19	0,7
Ventas Vino(millones)	\$ 70.745	\$ 216.769	\$ 131.554	\$ 64.993	\$ 102.329	\$ 8.822
Precio Promedio cajas 9 lts	\$ 9.216	\$ 17.917	\$ 21.762	\$ 18.845	\$ 19.726	\$ 12.623

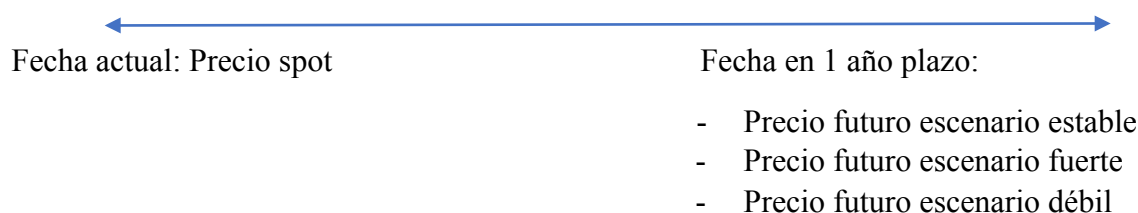
Es decir, Concha y Toro recibe el pago por sus ventas de acuerdo a la moneda más utilizada en cada zona geográfica. Así, por ejemplo, serán en dólares si las ventas fueron en Estados Unidos, América Latina y África; euros si tuvieron lugar en Europa; y yenes si se realizaron en Asia.

Cobertura de instrumentos financieros

Concha y Toro solo realiza la cobertura o “hedge” con los instrumentos financieros del mercado de forwards, dado que este se encuentra mucho más desarrollado en el mercado financiero chileno que cualquier otro tipo de mercados, como los de futuros y opciones.

Al momento de realizar la cobertura, los operadores de la mesa de dinero de la empresa consultan a distintos analistas económicos sobre lo que creen que sucederá en el corto y largo plazo con las tres divisas de mayor interés para la compañía.

Por sobre todo, a Concha y Toro le interesa saber cuál será el precio esperado del tipo de cambio a 1 año plazo respecto de las monedas extranjeras ya mencionadas. Lo anterior se realiza generalmente de la siguiente manera:



Luego de que los gerentes de la empresa, Renato, Amalia y Adriana solicitaran la asesoría experta de los analistas económicos, estos les entregaron los siguientes pronósticos:

Los analistas señalan que se pueden presentar tres posibles escenarios, cada uno con la misma probabilidad de ocurrencia:

- Dólar estable: Mantiene precio actual
- Dólar fuerte: 740 USD/CLP
- Dólar débil: 600 USD/CLP

- Euro estable: Mantiene precio actual
- Euro fuerte: 827 EUR/CLP
- Euro débil: 680 EUR/CLP

- Yen estable: Mantiene precio actual
- Yen fuerte 6,65
- Yen débil: 5,75

Opciones de cobertura

En consideración a la permanente administración del riesgo financiero que hace la compañía, Lucas expone al consejo las tres alternativas por las que se puede optar este año:

1. No hacer nada
2. Tomar posiciones forward en todas las divisas
3. Tomar posiciones forward solo en algunas divisas

Teniendo presente estas posibilidades, los distintos analistas de riesgo financiero de la empresa comenzaron a trabajar para evaluar la mejor alternativa según los datos obtenidos. En particular, era necesario elaborar un análisis (cuantitativo) exhaustivo de cuál sería la estrategia más apropiada de realizar la cobertura o el hedge este año. Y en caso de hacer una cobertura, se debía indicar cuáles son los montos a cubrir y por qué. Además, dentro de su análisis, se debía incorporar una proyección del precio forward a 1 año.

Anexos

Anexo A1: Balance General de Concha y Toro

BALANCE					
Total Activos	1.015.839	982.687	918.011	849.863	856.113
Total Pasivos	498.132	528.352	475.030	419.769	431.663
Total Patrimonio	517.707	454.336	442.981	430.095	424.450
Deuda Financiera Neta ⁽³⁾	191.858	205.582	216.629	225.298	208.323
Rentabilidad Activos ⁽⁴⁾	4,9%	5,2%	4,9%	3,9%	3,7%
Rentabilidad Patrimonio ⁽⁵⁾	9,6%	11,1%	9,9%	7,8%	7,3%
ROIC ⁽⁶⁾	7,3%	8,1%	7,3%	6,1%	5,6%
Deuda Financiera Neta/Patrimonio	37,1%	45,2%	48,9%	52,4%	49,1%
Ganancia por Acción (\$)	64,16	66,63	57,63	44,41	40,19
Precio Acción al 31 de diciembre (\$)	1.074,9	1.061,5	1.186,7	986,5	932,6

Anexo A2: Estado de Resultados de Concha y Toro

<i>(CIFRAS CONSOLIDADAS EN MILLONES DE PESOS)</i>	2016	2015	2014	2013	2012
ESTADO DE RESULTADO POR FUNCIÓN					
Ingresos	658.448	636.194	583.313	475.622	448.250
Ganancia Bruta	246.066	244.689	223.182	164.235	145.287
Resultado Operacional ⁽¹⁾	70.185	71.022	63.010	36.213	36.164
EBITDA ⁽²⁾	92.701	93.432	83.425	54.973	53.852
Ganancia Neta de la Controladora	47.931	49.797	43.051	33.174	30.022
COMO PORCENTAJE DE LOS INGRESOS					
Ganancia Bruta	37,4%	38,5%	38,3%	34,5%	32,4%
Margen Operacional	10,7%	11,2%	10,8%	7,6%	8,1%
Margen EBITDA	14,1%	14,7%	14,3%	11,6%	12,0%
Ganancia Neta	7,3%	7,8%	7,4%	7,0%	6,7%

Anexo A3: Movimiento del tipo de cambio USD/CLP



Anexo A4: Movimiento del tipo de cambio EUR/CLP



Anexo A5: Movimiento del tipo de cambio JPY/CLP



Anexo A6: Movimiento del precio de la acción de la compañía respecto al IPSA

