

Ratings

Elisa Medel
Analista Corporaciones
emedel@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos	AA	Confirmación	Estable	Confirmación	General de clasificación de empresas; Industria de bienes de consumo
Títulos accionarios ANDINA-A	Primera Clase Nivel 2	Confirmación	N/A	N/A	Títulos accionarios de sociedades anónimas
Títulos accionarios ANDINA-B	Primera Clase Nivel 1	Confirmación	N/A	N/A	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría AA con tendencia estable**, la solvencia y bonos de EMBOTELLADORA ANDINA S.A. (en adelante ANDINA, la compañía o la sociedad). Asimismo, ratifica en categoría Primera Clase Nivel 2 la clasificación de los títulos accionarios nemotécnico ANDINA-A y en Primera Clase Nivel 1 los títulos accionarios nemotécnico ANDINA-B.

La clasificación asignada a la solvencia y bonos se sustenta principalmente en la fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación, economías de escala/tamaño relativo y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- Fortaleza de la marca y participación de mercado:** En general, las marcas comercializadas por ANDINA corresponden a marcas con alto reconocimiento, con niveles significativos de lealtad del consumidor, donde Coca-Cola propiamente tal, obtiene buenas posiciones en los últimos rankings de reputación corporativa, permitiendo que las marcas distribuidas por el embotellador posean alto nivel de calidad y valor percibido por el consumidor. Dada la estructura de la industria y la existencia de territorios franquiciados, ANDINA opera en un mercado sin competencia entre operadores de Coca-Cola en términos geográficos. En relación al volumen de ventas en sus territorios franquiciados, mantiene el liderazgo en Chile respecto a otros embotelladores distintos de Coca-Cola con un 67,5% de participación en el mercado de gaseosas¹. En Brasil, aunque existe un gran número de embotelladores distintos a *The Coca-Cola Company* (TCCC), mantiene una posición de liderazgo con 63,2% en gaseosas. De la misma manera, en Argentina mantiene un 62,3% de participación, mientras que en Paraguay alcanza un 68,9%².
- Diversificación:** La compañía posee una cartera de marcas y productos altamente diversificada (lo que se complementaría con la adquisición del 35% de participación de Guallarauco). A lo anterior se suma la significativa exposición de la compañía a cuatro países, donde Chile, Brasil, Argentina y Paraguay concentran el 37,3%, 33,4%, 16,2% y 13,1% del EBITDA consolidado, respectivamente a septiembre de 2018.
- Economías de escala/tamaño relativo:** Si bien ANDINA tiene un gran tamaño relativo, entre un 35% a 40% del costo de explotación está expuesto a las fluctuaciones de precio en los mercados internacionales de ciertos insumos como el azúcar, el aluminio, la resina

pet, entre otros insumos necesarios para la elaboración de bebestibles y envases, lo que implica que sus costos pueden verse afectados por estas variaciones, a pesar de su escala.

- Situación financiera:** ICR considera que la estructura financiera de EMBOTELLADORA ANDINA ha mejorado respecto a los años anteriores. Sin embargo, los flujos generados por la compañía pueden variar por factores no controlables, como el aumento de algunos costos y la inestabilidad económica en algunos países donde opera. A septiembre de 2018, la compañía generó un EBITDA de \$207.441 millones (\$231.460 millones a septiembre de 2017) y un margen EBITDA de 18,5% (17,5% a septiembre de 2017). La deuda financiera, por su parte, fue de \$735.995 millones, disminuyendo 1,0% respecto a diciembre de 2017.

ICR destaca la capacidad de EMBOTELLADORA ANDINA de generar flujos en Brasil y Argentina, pese a que existen factores macroeconómicos, políticos y bajos niveles de confianza de los consumidores que podrían impactar en el consumo. Particularmente, los resultados del tercer trimestre (y acumulados a septiembre 2018) se vieron fuertemente afectados por: (i) la categorización de Argentina como economía hiperinflacionaria, lo que implicó aplicar la NIC 29, y (ii) la depreciación de las monedas locales, especialmente el peso argentino y el real brasileño, respecto a la moneda de reporte, el peso chileno.

Además, se hace hincapié en que, si prosigue el desapalancamiento, y logra que sus indicadores de deuda disminuyan a niveles cercanos a los que mantenía previo a la adquisición de Ipiranga, la compañía podría optar a cambios positivos en la clasificación o tendencia asignada.

La evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación y economías de escala/tamaño relativo, indica que la clasificación de riesgo del negocio se inclina hacia categoría AA. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero apoya esta clasificación, al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento, "Adecuada".

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Antecedentes de la Compañía³

EMBOTELLADORA ANDINA es una compañía dedicada a la producción y distribución de bebidas refrescantes bajo la licencia de *The Coca-Cola Company* (TCCC), tanto en Chile (A1 por Moody's), Brasil (Ba2 por Moody's), Argentina (B2 por Moody's) y Paraguay (Ba1 por Moody's)⁴, según el siguiente detalle:

País	Territorios	Instalaciones
Chile	Antofagasta, Atacama, Coquimbo, Región Metropolitana, San Antonio, Cachapoal, Aysén, Magallanes.	4 plantas de producción
Brasil	Río de Janeiro, Espírito Santo, parte de São Paulo, parte de Minas Gerais.	3 plantas de producción
Argentina	San Juan, Mendoza, San Luis, La Pampa, Córdoba, Santa Fe, Entre Ríos, La Pampa, Neuquén, Río Negro, Chubut, Santa Cruz, Tierra del Fuego, Oeste de la provincia de Buenos Aires.	3 plantas de producción
Paraguay	Ciudad del Este, Asunción, Coronel Oviedo y Encarnación.	1 planta de producción

Tabla 1: Información mercados de operación.

(Fuente: Elaboración propia con información de Presentación Corporativa EMBOTELLADORA ANDINA 3Q18)

La compañía es controlada conjuntamente por cinco familias chilenas: Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía, quienes en conjunto mantienen el 55,7% de las acciones Serie A (esta serie elige doce de los catorce directores) y el 43,8% de las acciones Serie B (esta serie recibe un 10% adicional en dividendos).

La empresa es administrada por un directorio compuesto por catorce miembros que son elegidos para ejercer su cargo por tres años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente. La última elección de directorio se realizó en la junta ordinaria de accionistas de abril de 2018.

ANDINA cuenta con un comité de directores formado por Pilar Lamana Gaete y Gonzalo Parot Palma, en calidad de directores independientes y por Salvador Said Somavía como director vinculado a los controladores.

Principales Accionistas	
Coca-Cola de Chile S.A.	14,35%
Inversiones Cabildo SpA.	10,84%
Inversiones SH Seis Ltda.	9,60%
Banco de Chile por cuenta de terceros	8,18%
Banco Santander - JP Morgan	5,53%
Inversiones Nueva Delta S.A.	4,90%
Inversiones El Olivillo Ltda.	4,90%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	3,97%
The Bank of New York Mellon	3,45%
Inversiones Nueva Sofía Ltda.	3,03%
Inversiones Playa Amarilla SpA.	2,86%
Inversiones Las Niñas Dos SpA.	2,07%
Total doce mayores accionistas	73,68%

Tabla 2: Estructura de propiedad a septiembre de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

Directorio	
Juan Claro González	Presidente
Arturo Majlis Albala	Vicepresidente
Salvador Said Somavía	Director
Gonzalo Said Handal	Director
Felipe Joannon Vergara	Director
Gonzalo Parot Palma	Director
Eduardo Chadwick Claro	Director
Georges Antoine De Bourguignon Arndt	Director
Rodrigo Vergara Montes	Director
María del Pilar Lamana Gaete	Director
José Antonio Garcés Silva	Director
Mariano Rossi	Director
Enrique Oscar Rapetti	Director
Manuel Arroyo	Director

Tabla 3: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En cuanto a los hechos más relevantes del último tiempo, a principios de julio Argentina fue categorizada como economía hiperinflacionaria, lo que implica aplicar la Norma Internacional de Contabilidad N° 29 (NIC 29 "Información Financiera en Economías Hiperinflacionarias") sobre los resultados de dicha operación.

A principios de octubre, Coca Cola del Valle New Ventures, sociedad que integran Coca Cola de Chile (50%), Embotelladora Andina (35%) y Embonor (15%), cerró la transacción de compra de Novaverde, sociedad productora y comercializadora de frutas, helados y jugos Premium, que opera principalmente bajo la marca Guallarauco.

La operación implicó el pago cercano a \$46.000 millones por parte de Coca Cola del Valle (US\$ 69,7 millones) a Siemel (67%) y a la familia fundadora Piwonka (33%). Como resultado de esta operación, ANDINA pasó a ser propietaria indirecta del 35% de las acciones de Novaverde.

Durante 2018 se realizó una colocación de bonos (serie F) en el mercado local por UF 5,7 millones a una tasa de carátula de 2,83% a 21 años plazo, alargando con ello, la duración de deuda de la compañía.

Los fondos provenientes de la colocación se destinaron a la recompra parcial del bono internacional, permitiendo reducir el costo de financiamiento de la compañía.

La Industria⁵

El sistema Coca-Cola funciona por medio de franquicias geográficas, a través de las cuales se autoriza a un embotellador a producir y distribuir productos licenciados por *The Coca-Cola Company* en un territorio determinado, lo que impide la competencia territorial entre representantes de la marca. Por lo tanto, el mecanismo de crecimiento para las embotelladoras es a través de la adquisición de licencias más pequeñas y/o a través del aumento del mix de productos.

A nivel latinoamericano existen tres compañías que se ubican entre los embotelladores más grandes a nivel mundial, en términos de ventas: Coca-Cola FEMSA (empresa mexicana, primera a nivel de Latinoamérica y mundial), Arca Continental (empresa mexicana, segunda a nivel de Latinoamérica y tercera a nivel mundial) y EMBOTELLADORA ANDINA (empresa chilena, tercera a nivel de Latinoamérica y séptima a nivel mundial).

Para *The Coca-Cola Company*, Latinoamérica es un mercado relevante en términos de ingresos operacionales, siendo México y Brasil los países con mayores ventas en la región. En Chile, el sistema Coca-Cola de bebidas gaseosas mantiene una alta participación de mercado en términos de volumen, contando para ello con sólo dos embotelladores: EMBOTELLADORA ANDINA y Coca-Cola Embonor, quienes producen, envasan, distribuyen y comercializan los productos de la franquicia.

A partir de octubre de 2014, se hizo efectivo en Chile el cambio en la tasa de impuesto a las bebidas alcohólicas (IABA), lo que implicó un aumento desde el 13% hasta el 18% para las gaseosas azucaradas y una reducción desde 13% hasta 10% para las bebidas de bajas calorías.

La industria se caracteriza por tener altas barreras de entrada, estar sujeta a altos costos fijos, ser intensiva en capital, con altos costos de mano de obra, energía, transporte y materias primas. Las fluctuaciones

de tipo de cambio pueden también tener implicancias en la estructura de costos y los diferenciadores serían las economías de escala, diversificación geográfica y eficiencia operacional.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por EMBOTELLADORA ANDINA. A pesar que muchos de estos riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por ANDINA
Dependencia a los proveedores	Relación de largo plazo con algunos proveedores.
Precios commodities	Contratos de abastecimiento de compras anticipadas.
Variaciones económicas y regulatorias	Sin mitigador específico. Evaluación de impacto y mitigadores se analizan caso a caso.
Renovación de licencias	Sin mitigador específico, pero la compañía ha renovado de manera ininterrumpida sus contratos de licencias con <i>The Coca-Cola Company</i> desde sus inicios.
Competencia	Territorios franquiciados por el sistema Coca-Cola. La competencia con el resto de los embotelladores, si bien no puede ser evitada, sí se mitiga a través del portafolio de productos compuesto por marcas muy reconocidas y demandadas en el mercado.
Tipo de cambio	<i>Cross currency swaps</i> que cubren aproximadamente el 100% de las obligaciones en dólares, y coberturas de tipo de cambio para comprar un porcentaje de las materias primas dolarizadas.

Tabla 4: Principales riesgos del negocio y mitigadores de ANDINA.
(Fuente: Elaboración propia con información de ANDINA)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

FORTALEZA DE LA MARCA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO

Dada la estructura de la industria y la existencia de territorios franquiciados, Embotelladora Andina opera en un mercado sin competencia entre operadores de Coca-Cola en términos geográficos, traducándose en una participación de mercado relativamente alta (primero o segundo en prácticamente todas las categorías de productos).

En efecto, respecto al volumen de ventas en sus territorios franquiciados, mantiene el liderazgo en Chile, respecto a otros embotelladores distintos de Coca-Cola con un 67,5% de participación de mercado de

gaseosas. En Brasil, aunque existe un gran número de embotelladores distintos a Coca-Cola, la compañía también mantiene una posición de liderazgo con 63,2% del mercado de gaseosas. De la misma manera, en Argentina y Paraguay mantienen el 62,3% y 68,9% de participación respectivamente, lo que lo consolida como uno de los principales actores de la industria.

En general, las marcas comercializadas por la compañía corresponden a marcas muy reconocidas, con significativos niveles de lealtad del

consumidor, donde la marca Coca-Cola obtiene buenas posiciones en los últimos rankings de reputación corporativa, permitiendo que todas las marcas posean altos niveles de calidad y valor percibido, incluso a pesar de un precio elevado.

En relación con la venta de productos, Embotelladora Andina experimentó una fuerte mejora en las ventas de productos existentes a través de los años (luego de la adquisición de Embotelladora Coca-Cola Polar en Chile y Bebidas Ipiranga en Brasil) y continuó creciendo los siguientes años, pero a menores tasas. Los crecimientos de la empresa han sido posibles, en parte, por los altos niveles de inversión en marketing, reforzando con ello la fortaleza de la marca.

DIVERSIFICACIÓN

La cartera de productos de ANDINA es altamente diversificada, mitigando con ello cualquier riesgo asociado con una línea de productos en particular, sobre todo considerando los altos niveles de preferencia de los productos de *The Coca-Cola Company*. La cartera de productos y clientes se podría incrementar en el corto-mediano plazo, dada la adquisición del 35% de participación de Guallarauco, que complementa los negocios de ANDINA.

Geográficamente, la compañía tiene una exposición significativa a diferentes países, regiones y localidades, como es el caso de Argentina

(B2 por Moody's) que genera el 16,2% del EBITDA, Brasil (Ba2 por Moody's) el 33,4%, Chile (A1 por Moody's) el 37,3% y Paraguay (Ba1 por Moody's) el 13,1% a septiembre de 2018, revelando la alta importancia del mercado argentino y brasilero para EMBOTELLADORA ANDINA.

Lo anterior denota un excelente mix de acceso a mercados desarrollados y en desarrollo, garantizando oportunidades de crecimiento muy positivas, con muy buen mix de productos discrecionales y no discrecionales.

ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

Si bien Embotelladora Andina posee un gran tamaño relativo, ofreciendo un fuerte poder de compra de insumos, entre el 35% y 40% del costo de explotación está expuesto a las fluctuaciones de precio en los mercados internacionales de ciertos insumos como el azúcar, aluminio, la resina pet, e insumos necesarios para la elaboración de botellas y envases, entre otros, por lo que no tiene un fuerte poder de compra de insumos, aunque ha sido capaz de traspasar los incrementos en costos (parcialmente) a los clientes, lo que significa que la compañía es capaz de incrementar el precio sin sufrir una caída sustancial en sus volúmenes de venta, lo que viene derivado, en parte, del mix de productos.

En opinión de ICR, la compañía tiene una gran escala, permitiendo la inversión y uso de nuevas tecnologías para mejorar la logística e incrementar la eficiencia. Además, la escala permite realizar grandes campañas de marketing, las que son efectuadas de manera conjunta con *The Coca-Cola Company*.

Desde el punto de vista logístico, la compañía tiene canales de distribución muy bien establecidos, sólidos y diversos que incluyen once plantas de producción (Chile: 4, Brasil: 3, Argentina: 3 y Paraguay: 1) y 65 centros de distribución (Chile: 17, Brasil: 18, Argentina: 26 y Paraguay: 4), con un canal de ventas fuertemente concentrado en el canal tradicional y secundariamente en supermercados y mayoristas.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A septiembre de 2018, los ingresos consolidados de ANDINA disminuyeron 15,5%, totalizando \$1.118.864 millones, producto de la contracción de las ventas en Argentina (-41,6%) y Brasil (-13,5%), las cuales fueron contrarrestadas parcialmente por el crecimiento de las ventas en Paraguay (+5,1%) y Chile (+2,9%), todos medidos en moneda de reporte (CLP).

Los resultados acumulados se vieron fuertemente afectados por: (i) la categorización de Argentina como economía hiperinflacionaria, lo que implicó aplicar la NIC 29 sobre los resultados de dicha operación, y (ii) la depreciación de las monedas locales, especialmente el peso argen-

tino y el real brasileño, respecto a la moneda de reporte (CLP). Aislado estos dos efectos, las ventas hubiesen presentado un crecimiento de 9,9% a septiembre de 2018.

La variación positiva del ingreso en Chile a septiembre de 2018 se derivó del aumento promedio de los precios que permitió compensar la leve baja en volúmenes (-0,2%). En cuanto a Paraguay, tanto su volumen de ventas (+5,8%) como sus precios promedios aumentaron.

La disminución de ingresos en Argentina, por su parte, es explicada principalmente por el efecto negativo de conversión de cifras antes mencionado. De hecho, en moneda local el ingreso aumentó 26,2%,

producto de los aumentos de precios realizados, pese a la leve disminución de volúmenes (-0,3%), influida por las categorías de gaseosas y aguas, que fue parcialmente compensada por el crecimiento de la categoría de jugos.

Respecto a Brasil, el volumen de ventas disminuyó 0,1%, producto de una reducción del volumen de las categorías de gaseosas y cervezas, que fue parcialmente compensada por un aumento de las categorías de aguas y jugos. Asimismo, la disminución de los ingresos en Brasil, se explica por el efecto negativo de la depreciación de la moneda local antes dicho.

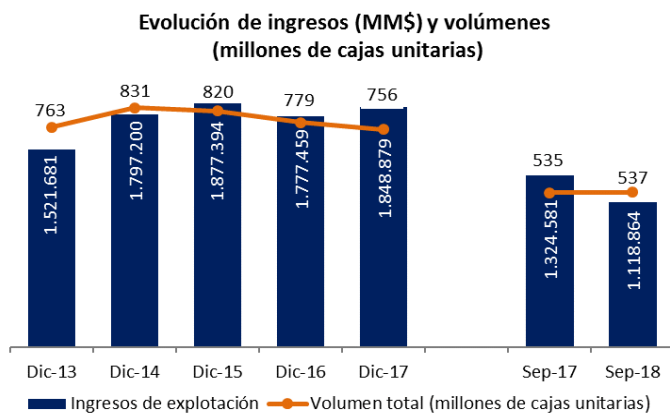


Gráfico 1: Evolución ingresos consolidados y volúmenes de venta. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y CMF)

En términos consolidados, al cierre de septiembre de 2018 la compañía alcanzó un volumen total de ventas físicas de 537 millones de cajas unitarias, lo que representa un incremento de 0,3% respecto a septiembre de 2017.

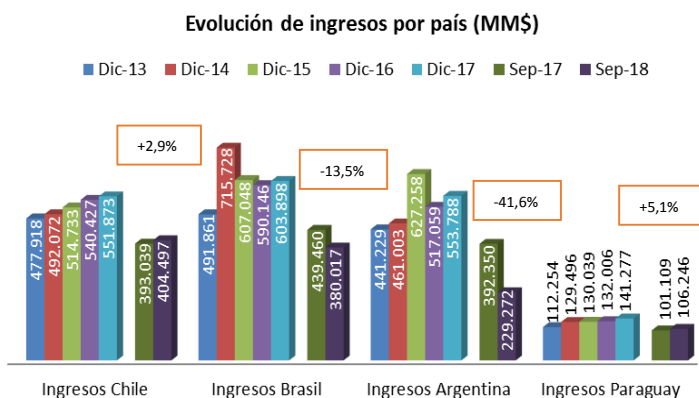


Gráfico 2: Composición ingresos por país. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

A la misma fecha, Chile representó el 36,1% de los ingresos, seguido de Brasil (33,9%), Argentina (20,5%) y Paraguay (9,5%), lo que da cuenta del aumento de la importancia relativa de Argentina y Brasil en los ingresos consolidados de la compañía (en pesos chilenos).

Asimismo, se observó una disminución en el costo de ventas en 15,2%, producto al efecto de conversión de cifras desde las filiales en Argentina y Brasil, la reducción del uso de azúcar en Brasil y Chile y un menor costo de azúcar en Brasil y Chile. Lo anterior fue parcialmente compensado por el efecto de la devaluación del peso argentino y real sobre los costos medidos en dólares, un mayor costo de mano de obra en Argentina y un mayor costo de la resina pet en Argentina, Brasil y Paraguay.

De igual forma, los costos de distribución y los gastos de administración consolidados disminuyeron 17,5%, debido al efecto de conversión de cifras de Argentina y Brasil y un menor gasto en publicidad en Brasil y Chile. Lo anterior fue parcialmente compensado por el efecto de la inflación en Argentina en gastos como la mano de obra, fletes y servicios que proveen terceros, un mayor costo en mano de obra en Chile y Paraguay, y un aumento en costo de fletes en Brasil y Paraguay.

Respecto al EBITDA⁶, éste alcanzó \$207.441 millones a septiembre de 2018. Excluyendo los dos efectos, NIC 29 y la depreciación de las monedas locales, ANDINA obtuvo un EBITDA de \$266.478 millones, que representa un crecimiento del 19,1% respecto al mismo período del año anterior y el margen EBITDA⁷ mejoró de 17,5% a 18,5% a septiembre de 2018. Excluyendo los efectos mencionados, la empresa obtuvo un margen EBITDA de 23,8%.

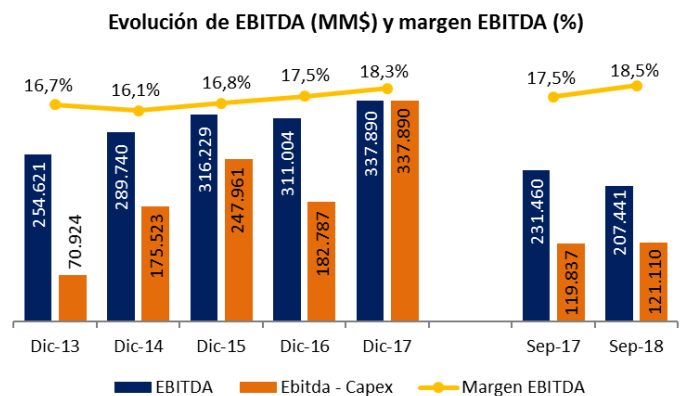


Gráfico 3: EBITDA y Margen EBITDA. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Al analizar el EBITDA por país, se observa que el monto generado en Chile fue de \$78.788 millones, creciendo 3,4% respecto al mismo trimestre del año anterior. Paraguay aportó \$27.711 millones al EBITDA consolidado, aumentando 4,4% en pesos chilenos y 9,7% en moneda local. En cuanto al EBITDA de Brasil y Argentina, estos disminuyeron 7,8% y 39%, respectivamente, explicado principalmente por la depreciación de sus monedas locales respecto a la moneda de reporte. De hecho, en moneda local, el EBITDA de Brasil aumentó 7,8% y 9,3% en Argentina (considerando la aplicación de la NIC 29).

Finalmente, la utilidad del ejercicio alcanzó \$52.561 millones, lo que significa una disminución de 29,1% respecto al mismo período del año anterior. Sin considerar los dos efectos ya mencionados, la ganancia atribuible a los propietarios de la controladora fue de \$87.843 millones, lo que representa un crecimiento de 19,1%.

En cuanto a los índices de rentabilidad, dada la disminución del resultado del ejercicio (considerando ambos efectos), estos disminuyeron a septiembre 2018 respecto al mismo período del año anterior.

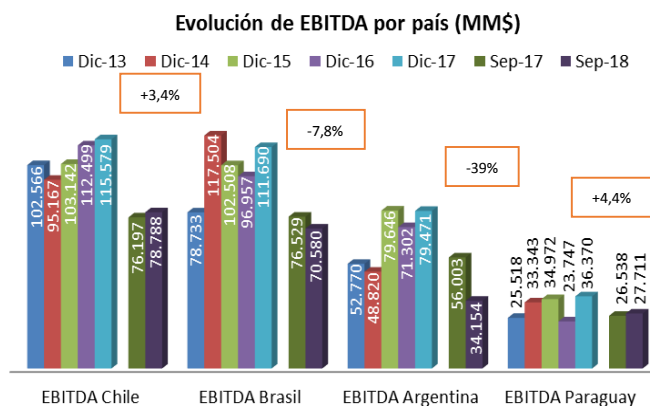


Gráfico 4: Composición EBITDA por país.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

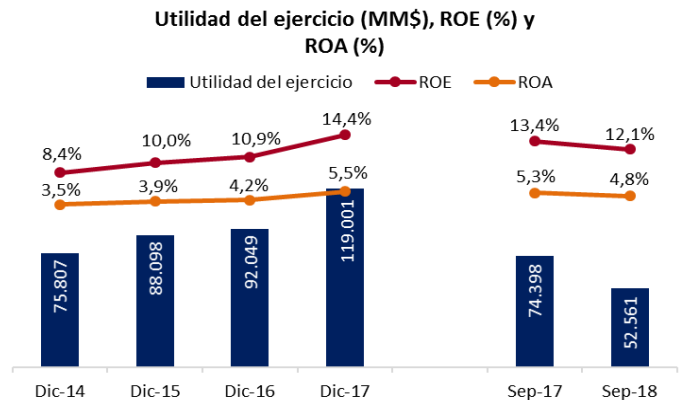


Gráfico 5: Evolución de utilidad del ejercicio y rentabilidades.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

A septiembre de 2018, ANDINA cerró con un stock de deuda financiera total⁸ de \$735.995 millones, disminuyendo 1,0% respecto a diciembre de 2017. Esta reducción continúa con la tendencia a la baja en los niveles de deuda financiera de la compañía luego de la adquisición de la embotelladora brasilera Ipiranga.

provenientes de esta colocación se destinaron a la recompra de US\$ 210 millones de los bonos emitidos por la sociedad en el mercado internacional, con el fin de alargar la duración del perfil de deuda y reducir el costo de financiamiento.

Respecto a los principales indicadores de deuda, el endeudamiento total fue de 1,53 veces a septiembre de 2018, cifra menor a la del cierre de 2017, mientras que el endeudamiento financiero y el endeudamiento financiero neto fueron de 0,94 veces y 0,72 veces, respectivamente. Cabe destacar que el aumento en el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA (ajustada de contratos futuros) desde 1,57 veces hasta 1,79 veces radica en la disminución de EBITDA a septiembre de 2018 producto de los dos efectos mencionados.

Por otro lado, la cobertura de gastos financieros netos disminuyó respecto a diciembre de 2017, variando desde 7,67 veces hasta 6,93 veces a septiembre de 2018. Dado el flujo generado por ANDINA y el perfil de amortización (deuda financiera se encuentra concentrada al largo plazo) la compañía cubriría sus obligaciones de los próximos doce meses⁹ con amplia holgura.

A continuación, se presentan los principales indicadores utilizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo financiero.

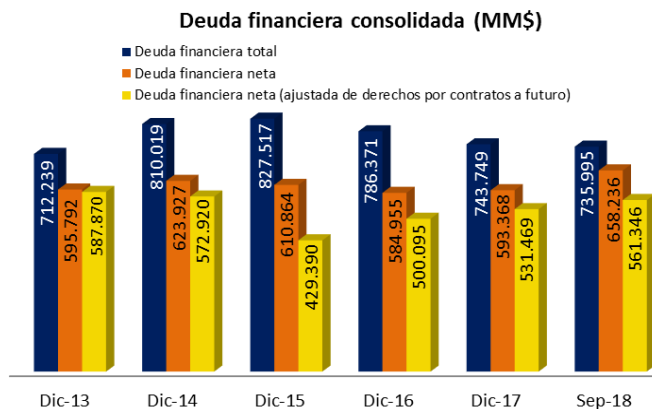


Gráfico 6: Deuda financiera y deuda financiera neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

A principios de octubre, la compañía realizó una colocación de bonos en el mercado local (serie F) por UF 5,7 millones a una tasa de interés de 2,83%, con vencimiento al 25 de septiembre de 2039. Los fondos

Indicador (N° de veces)	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Endeudamiento total ¹⁰	1,47	1,59	1,61	1,60	1,53
Endeudamiento financiero ¹¹	0,88	0,97	0,93	0,91	0,94
Endeudamiento financiero neto ¹²	0,62	0,50	0,59	0,65	0,72
Cobertura de gastos financieros netos ¹³	5,13	6,94	7,46	7,67	6,93
Deuda financiera neta sobre EBITDA (ajustada de contratos de futuros) ¹⁴	1,98	1,36	1,61	1,57	1,79
Razón circulante ¹⁵	1,35	1,44	1,32	1,13	1,24
Razón ácida ¹⁶	0,98	1,09	0,97	0,82	0,77

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

ICR considera que el desempeño financiero de la compañía ha evolucionado positivamente respecto a años anteriores, excluyendo los efectos contables. Sin embargo, factores como el incremento de cos-

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la [metodología de productos de consumo](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los principales indicadores financieros, establecido en la [metodología de productos de consumo](#) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el

Instrumentos Clasificados

1. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación títulos accionarios series A y B nemotécnicos ANDINA-A y ANDINA-B, respectivamente. Estas series se diferencian, principalmente, por sus derechos de voto y económicos. Al respecto:

- Derechos de voto: Los tenedores de acciones serie A eligen doce de los catorce directores y los titulares de las acciones serie B eligen dos directores.
- Derechos económicos: Los accionistas de la serie B tienen derecho a percibir un 10% adicional de dividendos que lo que reciben los tenedores de la serie A.

tos por el aumento en el precio de insumos como azúcar, resina y aluminio, y la exposición a países de la región que presentan inestabilidad macroeconómica podrían impactar negativamente en la generación de flujos de ANDINA.

Por lo tanto, es necesario que la empresa continúe reduciendo sus indicadores de deuda a los niveles que mantenía previo a la adquisición de Ipiranga, a través del logro de eficiencias operacionales y logísticas, por ejemplo, conjuntamente a un plan de inversiones conservador, para consolidar el desempeño de la compañía y eventualmente optar a cambios positivos en la clasificación o tendencia asignada.

En caso contrario, si la compañía se reenocara hacia un crecimiento agresivo, donde existiera incorporación significativa de deuda que presionara los indicadores, o bien si la generación de flujo se redujera muy por debajo de su promedio histórico, podría traducirse en un cambio negativo en la clasificación o tendencia asignada.

riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada.

Para el caso de ANDINA, la evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación y economías de escala/tamaño relativo, indica que la clasificación de riesgo del negocio se inclina hacia categoría AA. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, apoyan esta clasificación, al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento, “Adecuada”, pero que tal y como se comentó en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada.

La presencia bursátil y *floating* de los títulos accionarios de la compañía, por serie, es la siguiente:

Serie	Presencia Bursátil (Promedio UDM)	Propiedad Controlador	Floating
A	58%	55,7%	44,3%
B	100%	43,8%	56,2%

Tabla 6: Presencia bursátil y *floating* títulos accionarios.

(Fuente: Elaboración propia con información de Bolsa de Santiago)

La clasificación asignada a los títulos accionarios de la compañía, se relaciona con la solvencia de la sociedad (categoría AA), la presencia bursátil y el *floating*.

2. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente los bonos de monto fijo series B1 y B2 correspondiente a la inscripción N° 254, en conjunto con las líneas de bonos N°s 640, 641 (serie C), 759 (serie C), 760 (series D y E), 911 (series G y H) y 912 (serie F), según el siguiente detalle:

	B1	B2	Serie C	Serie C	Serie D
Línea de bonos	monto fijo (254)	monto fijo (254)	641	759	760
Fecha inscripción	13-06-01	13-06-01	23-08-10	26-08-13	26-08-13
Plazo (años)	24,92	24,92	20,92	6,92	20,92
Monto inscrito (MUF)	800	3.200	2.500	2.000	5.000
Monto colocado (MUF)	800	2.900	1.500	1.000	4.000
Deuda vigente (MUF)	458	1.661	1.500	500	4.000
Tasa	6,5%	6,5%	4,0%	3,5%	3,8%
Vencimiento	01-06-26	01-06-26	15-08-31	16-08-20	16-08-34

Tabla 7: Principales características de las series de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF a noviembre de 2018 y LVA Índices)

	Serie E	Serie F	Serie G	Serie H
Línea de bonos	760	912	911	911
Fecha inscripción	19-03-14	12-09-18	12-09-18	12-09-18
Plazo (años)	20,92	21	7	7
Monto Inscrito (MUF)	3.000	5.700	5.700	\$153.900 millones
Monto colocado (MUF)	3.000	5.700	-	-
Deuda Vigente (MUF)	3.000	5.700	-	-
Tasa	3,75%	2,8%	1,7%	4,9%
Vencimiento	01-03-35	25-09-23	25-09-25	25-09-25

Tabla 8: Principales características de las series de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF a noviembre de 2018 y LVA Índices)

Respecto a los resguardos financieros asociados, las principales restricciones se relacionan con indicadores de endeudamiento financiero, endeudamiento financiero neto y cobertura de gastos financieros, todos cumplidos con amplia holgura en todos los períodos de medición, según el siguiente detalle:

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Indicador (N° de veces)	Restricción	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Endeudamiento financiero ¹⁷	<= 1,2 veces	0,76	0,83	0,84	0,80
Endeudamiento financiero neto ¹⁸	<= 1,5 veces	0,50	0,60	0,65	0,71
Cobertura de gastos financieros ¹⁹	>= 3 veces	6,46	6,91	7,30	7,24

Tabla 9: Covenants asociados a la emisión de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Adicionalmente, la compañía debe cumplir con lo siguiente:

- Activos consolidados libres de toda prenda, hipoteca u otro gravamen por un monto al menos igual a 1,30 veces los pasivos exigibles consolidados no garantizados del emisor. Al 30 de septiembre de 2018, este índice fue de 1,67 veces.
- Mantener y de ninguna manera perder, vender, ceder o enajenar a un tercero la zona geográfica hoy denominada "Región Metropolitana", como territorio franquiciado en Chile por *The Coca-Cola Company*, para la elaboración, producción, venta y distribución de los productos y marcas de dicho licenciadador, conforme al respectivo contrato de embotellador o licencia, renovable de tiempo en tiempo.
- No perder, vender, ceder o enajenar a un tercero cualquier otro territorio de Argentina o Brasil que, a la fecha, esté franquiciado a la compañía por *The Coca-Cola Company*, para la elaboración, producción, venta y distribución de los productos y marcas de dicho licenciadador; siempre y cuando dicho territorio represente más del 40% del Flujo Operacional Consolidado Ajustado de la sociedad.

Al 30 de septiembre de 2018 y 31 de diciembre de 2017, la sociedad cumple con todos los resguardos financieros.

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 1

Títulos accionarios con la mejor combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

PRIMERA CLASE NIVEL 2

Títulos accionarios con una muy buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
12-jul-13	AA+	Negativa	Cambio tendencia
03-oct-13	AA	Estable	Cambio de clasificación
31-mar-14	AA	Estable	Reseña anual
31-mar-15	AA	Estable	Reseña anual
31-mar-16	AA	Estable	Reseña anual
31-mar-17	AA	Estable	Reseña anual
29-mar-18	AA	Estable	Reseña anual
11-jul-18	AA	Estable	Nuevo instrumento
31-dic-18	AA	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS (SERIES A Y B)			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-mar-13	Primera Clase Nivel 1 (ANDINA-B)	Estable	Reseña anual
	Primera Clase Nivel 2 (ANDINA-A)		
31-mar-14	Primera Clase Nivel 1 (ANDINA-B)	Estable	Reseña anual
	Primera Clase Nivel 2 (ANDINA-A)		
31-mar-15	Primera Clase Nivel 1 (ANDINA-B)	Estable	Reseña anual
	Primera Clase Nivel 2 (ANDINA-A)		
31-mar-16	Primera Clase Nivel 1 (ANDINA-B)	Estable	Reseña anual
	Primera Clase Nivel 2 (ANDINA-A)		
31-mar-17	Primera Clase Nivel 1 (ANDINA-B)	N/A	Reseña anual
	Primera Clase Nivel 2 (ANDINA-A)		
29-mar-18	Primera Clase Nivel 1 (ANDINA-B)	N/A	Reseña anual
	Primera Clase Nivel 2 (ANDINA-A)		
31-dic-18	Primera Clase Nivel 1 (ANDINA-B)	N/A	Reseña anual
	Primera Clase Nivel 2 (ANDINA-A)		

Anexo

ESTADOS FINANCIEROS RESUMIDOS DE EMBOTELLADORA ANDINA (MM\$)						
INDICADORES	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-17	Sep-18
Activos corrientes	553.736	547.410	552.742	484.010	440.572	370.995
Activos no corrientes	1.715.437	1.661.951	1.646.367	1.630.849	1.660.027	1.612.265
Activos totales	2.269.173	2.209.361	2.199.110	2.114.859	2.100.599	1.983.260
Efectivo y equivalentes	79.514	129.161	141.264	136.242	111.005	73.709
Otros activos financieros corrientes	106.577	87.492	60.153	14.138	15.665	4.050
Inventarios	149.728	133.333	144.709	131.363	140.639	140.374
Pasivos corrientes	410.212	380.574	419.535	428.287	376.191	299.268
Pasivos no corrientes	939.963	977.253	937.405	873.339	897.317	901.005
Pasivos totales	1.350.176	1.357.827	1.356.940	1.301.626	1.273.508	1.200.272
Deuda financiera corriente	83.402	62.218	64.801	67.981	62.145	42.089
Deuda financiera no corriente	726.616	765.299	721.571	675.767	692.459	693.905
Deuda financiera total	810.019	827.517	786.371	743.749	754.604	735.995
Deuda financiera neta	623.927	610.864	584.955	593.368	627.934	658.236
Patrimonio	918.998	851.534	842.170	813.233	827.091	782.988
Ingresos de explotación	1.797.200	1.877.394	1.777.459	1.848.879	1.324.581	1.118.864
Costos de explotación	1.081.243	1.106.706	1.033.910	1.069.025	774.425	656.735
Margen de explotación	715.956	770.688	743.549	779.854	550.156	462.128
Resultado operacional	186.773	215.596	213.670	238.726	156.632	136.935
Ingresos financieros	8.656	10.118	9.662	11.194	8.009	3.962
Gastos financieros	65.081	55.669	51.375	55.220	40.771	33.895
Gastos financieros netos	56.426	45.551	41.713	44.026	53.759	48.344
Utilidad del ejercicio	75.807	88.098	92.049	119.001	74.398	52.561
Razón circulante (N° de veces)	1,35	1,44	1,32	1,13	1,17	1,24
Razón ácida (N° de veces)	0,98	1,09	0,97	0,82	0,80	0,77
Endeudamiento total (N° de veces)	1,47	1,59	1,61	1,60	1,54	1,53
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,88	0,97	0,93	0,91	0,91	0,94
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,62	0,5	0,59	0,65	0,69	0,72
EBITDA	289.740	316.229	311.004	337.890	329.889	313.871
Margen EBITDA (%)	16,1%	16,8%	17,5%	18,3%	17,5%	18,5%
Cobertura de gastos financieros (N° de veces)	4,45	5,68	6,05	6,12	5,68	6,12
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	5,13	6,94	7,46	7,67	7,06	6,93
Deuda financiera corto plazo / EBITDA (N° de veces)	0,29	0,20	0,21	0,20	0,19	0,13
Deuda financiera largo plazo / EBITDA (N° de veces)	2,51	2,42	2,32	2,00	2,10	2,21
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,80	2,62	2,53	2,20	2,29	2,34
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	2,15	1,93	1,88	1,76	1,90	2,10
Capex	114.217	68.268	128.217	168.858	111.623	86.332
EBITDA - Capex	175.523	247.961	182.787	169.033	119.837	121.110
(EBITDA - Capex) / gastos financieros netos (N° de veces)	3,11	5,44	4,38	3,84	3,66	4,05
Margen bruto (%)	39,8%	41,1%	41,8%	42,2%	41,5%	41,3%
Margen operacional (%)	10,4%	11,5%	12,0%	12,9%	11,8%	12,2%
Margen de EBITDA - Capex (%)	9,8%	13,2%	10,3%	9,1%	9,0%	10,8%
Rentabilidad patrimonio (%)	8,4%	10,0%	10,9%	14,4%	13,4%	12,1%
Rentabilidad activos (%)	3,5%	3,9%	4,2%	5,5%	5,3%	4,8%
Volumen Chile (millones de cajas)	232	234	232	231	164	164
Volumen Brasil (millones de cajas)	307	291	266	249	177	177
Volumen Paraguay (millones de cajas)	63	61	62	65	46	49
Volumen Argentina (millones de cajas)	229	234	219	211	145	148
Total volumen (millones de cajas)	831	820	779	756	535	537
EBITDA Chile	95.167	103.142	112.499	115.579	76.197	78.788
EBITDA Brasil	117.504	102.508	96.957	111.690	76.529	70.580
EBITDA Paraguay	33.343	34.972	23.747	36.370	26.538	27.711
EBITDA Argentina	48.820	79.646	71.302	79.471	56.003	34.154
Derechos por contratos a futuro	51.007	181.474	84.859	61.899	60.707	96.890
Deuda financiera neta ajustada de contratos futuro	572.920	429.390	500.095	531.469	567.227	561.346
Deuda financiera neta ajustada de contratos futuro / EBITDA	1,98	1,36	1,61	1,57	1,72	1,79
Ingresos Chile	492.072	514.733	540.427	551.873	393.039	404.497
Ingresos Argentina	461.003	627.258	517.059	553.788	392.350	229.272
Ingresos Brasil	715.728	607.048	590.146	603.898	439.460	380.017
Ingresos Paraguay	129.496	130.039	132.006	141.277	101.109	106.246

¹ Fuente: Presentación corporativa 3Q2018.

² Fuente: Presentación corporativa 3Q2018.

³ Fuente: La compañía (estados financieros a septiembre 2018, memoria anual 2017); CMF.

⁴ Ratings de los países mencionados, corresponden a las clasificaciones asignadas por Moody's.

⁵ Fuente: Memoria anual 2017.

⁶ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos, por función + depreciación y amortización.

⁷ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de explotación.

⁸ Deuda financiera total = otros pasivos corrientes + otros pasivos no corrientes.

⁹ Ratio de cobertura del servicio de la deuda = (Caja + EBITDA – Capex – impuestos, proyectados) / obligaciones financieras próximos 12 meses (incluye capital e interés).

¹⁰ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

¹¹ Endeudamiento financiero = Deuda financiera total / patrimonio total.

¹² Endeudamiento financiero neto = (otros pasivos corrientes + otros pasivos no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes – derechos por contratos de futuro) / patrimonio total.

¹³ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (gastos financieros – ingresos financieros, 12 meses).

¹⁴ Deuda financiera neta sobre EBITDA ajustada de contratos futuro = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes – derechos por contratos a futuro contenida en la nota de Otros activos financieros no corrientes) / EBITDA 12 meses.

¹⁵ Razón circulante = Activo circulante / pasivo circulante.

¹⁶ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / pasivo circulante.

¹⁷ Calculado como otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes - otros activos financieros no corrientes (derivado de cobertura) / patrimonio.

¹⁸ Calculado como otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes - efectivo y equivalentes - otros activos financieros corrientes - otros activos financieros no corrientes (derivado de cobertura) / patrimonio.

¹⁹ EBITDA consolidado calculado según lo estipulado en la emisión de bonos / gastos financieros netos.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.