

Reseña Anual de Clasificación (estados financieros diciembre 2016)

Compañía Cervecerías Unidas S.A.

Ratings

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 corporativos	AA+	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas; Industria de bienes de consumo
Títulos accionarios nemotécnico CCU	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 líneas de bonos de COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A. (en adelante CCU, la compañía o la sociedad). Asimismo, ratifica en Primera Clase Nivel 1 la clasificación de los títulos accionarios nemotécnico CCU.

La ratificación de la clasificación se sustenta en la fortaleza de la marca y participación de mercado, en la 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 CCU corresponden a marcas muy reconocidas, con niveles significativos de lealtad del consumidor, ambas características representadas, por ejemplo, a través de las preferencias de los consumidores chilenos, donde CCU se encuentra bien posicionado en distintas marcas. Asimismo, la compañía mantiene una alta participación de mercado, la cual no experimentó una variación significativa durante el último año.

En opinión de ICR, la posición de la compañía se ha logrado, en parte, por la inversión en marketing, generando con ello alto valor percibido y un refuerzo a la imagen de marca, lo que ha permitido incluso, traspasar a precio algunos aumentos en costos. Para CCU y para las compañías de esta industria de consumo en general, fomentar las preferencias del consumidor es parte de los procesos *core* del negocio, toda vez que esto impacta en el poder de negociación con distribuidores del producto, como supermercados, por ejemplo.

- Diversificación:** CCU mantiene una cartera de productos altamente diversificada en cada una de sus líneas de negocios, tanto

a través de marcas propias como por medio de licencias, generalmente de largo plazo. En términos geográficos, CCU tiene cobertura nacional y está presente en seis países de Latinoamérica y por medio de su filial vitivinícola (Viña San Pedro Tarapacá), exporta hacia diversos países del mundo.

- Economías de escala/tamaño relativo:** En opinión de ICR, CCU mantiene un gran tamaño relativo, derivado de su excelente posición de mercado, tanto en Chile como en otros de los países en los cuales participa, sumado a que su filial vitivinícola es una de las principales viñas del país. Lo anterior sumado a que CCU, en alianza con Heineken (segundo actor de mercado a nivel mundial, luego de la fusión entre AB InBev y Sab Miller), tiene la capacidad de competir con los grandes exponentes de la industria a nivel mundial.
- Situación financiera:** En opinión de esta clasificadora, la estructura financiera de CCU mantiene niveles de endeudamiento históricamente conservadores, lo que está muy ligado al modelo de negocios que mantiene el grupo controlador y que para CCU adquiere relevancia sobre todo para hacer frente a sus obligaciones en etapas de crecimiento, tanto orgánico como inorgánico. De acuerdo a las cifras de diciembre de 2016, la compañía tiene la capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones financieras de los próximos 12 meses.

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.

La clasificación asignada a las acciones nemotécnico CCU, se relaciona con la solvencia de la compañía (AA+), presencia bursátil (100% promedio) y el *floating* (40%).

Antecedentes de la Compañía¹

CCU produce, embotella, vende y distribuye diversas bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas. Participa en el negocio de cervezas, vinos, pisco, sidra, ron, otros licores, snacks y en el negocio de bebidas sin alcohol, tales como gaseosas, néctares, aguas, bebidas funcionales, aguas purificadas en botellones a hogares y oficinas.

CCU desarrolla sus negocios en seis economías directas: Chile (AA-, internacional), Argentina (B-, internacional), Uruguay (BBB-, internacional), Paraguay (BB, internacional), Bolivia (BB-, internacional) y Colombia (BBB, internacional), segmentando sus negocios según el siguiente detalle:

Segmento de negocio	Productos y servicios
Chile	Cervezas, bebidas sin alcohol, licores, UES ² .
Negocios internacionales	Cervezas, sidras, bebidas sin alcohol y licores en los mercados de Argentina, Uruguay y Paraguay. Los resultados de las operaciones desarrolladas en Colombia y Bolivia, por su parte, se registran como participación en la utilidad (pérdida) de negocios conjuntos y asociadas.
Vinos	Vinos, principalmente en los mercados de exportación, negocio desarrollado por su filial Viña San Pedro Tarapacá.

Tabla 1: Detalle principales negocios de CCU

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La compañía es administrada por un directorio compuesto por nueve miembros que son elegidos para ejercer su cargo por tres años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente.

CCU cuenta con comité de directores conformado por el señor Vittorio Corbo como director independiente y presidente del comité, y por los señores Carlos Molina y Francisco Pérez como directores vinculados al controlador.

La Industria

A nivel mundial, la industria está liderada por dos compañías que se ubican entre las cerveceras más grandes en términos de ventas: AB InBev (negocio combinado recientemente con SAB Miller) y Heineken, cuya presencia a nivel latinoamericano se describe en los siguientes puntos:

- AB InBev participa y controla gran parte del mercado brasileño a través de AmBev. En Chile tiene participación a través de Cervecerías Chile y en Argentina a través de Quilmes Industrial. Durante el 2013, AB InBev cerró la adquisición de la cervecera mexicana Modelo y durante el 2016 completó la combinación con SAB Miller.
- SAB Miller tiene participación en Colombia, Perú, Ecuador y Centroamérica, a través de Bavaria. Además, participa en el mercado argentino a través de Isenbeck.

Directorio	
Andrónico Luksic Craig	Presidente
Marc Busain	Vicepresidente
Vittorio Corbo Lioi	Director
Francisco Pérez Mackenna	Director
Pablo Granifo Lavín	Director
Rodrigo Hinzpeter Kirberg	Director
José Miguel Barros Van Hovell Tot Westerflíer	Director
Carlos Molina Solís	Director
Didier Debrosse	Director

Tabla 2: Directorio

(Fuente: SVS)

Respecto a la estructura de propiedad, CCU es controlada indirectamente por Quiñenco y Heineken a través de una inversión conjunta sobre Inversiones y Rentas S.A. (50% cada uno). Quiñenco, por su parte, es controlada por el grupo Luksic con el 81% de propiedad. Los doce mayores accionistas de CCU a diciembre de 2016 son los siguientes:

Accionistas	
Inv. y Rentas S.A.	53,16%
JP Morgan Chase Bank	14,74%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros no Residentes	8,08%
Banco Itaú-Corpbanca por Cta. de Inversionistas Extranjeros	7,02%
Inv. IRSA Ltda.	6,84%
Banco Santander por Cuenta de Inv. Extranjeros	2,26%
Banco Santander-HSBC Bank PLC London Client Account	0,84%
Banchile C. de B. S.A.	0,79%
AFP Provida S.A. para Fdo. Pension C	0,50%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	0,35%
Valores Security S.A. C. de B.	0,30%
Bolsa Electrónica de Chile Bolsa de Valores	0,27%
Total 12 mayores accionistas	95,15%

Tabla 3: Estructura de propiedad a diciembre de 2016

(Fuente: SVS)

- Heineken, tiene participación en Chile y Argentina a través de CCU. Adicionalmente, participa en la industria mexicana y brasileña a través de FEMSA.

La dinámica de crecimiento de la industria ha sido por medio de fusiones, adquisiciones o mediante acuerdos con socios estratégicos. Así, en años anteriores lo que se observó en el mercado fue la adquisición de cerveceras regionales con marcas reconocidas en su respectivo país y con fuerte potencial de crecimiento. Esta dinámica dio un giro significativo durante el año recién pasado, cuando se anunció la adquisición de Sab Miller por parte de AB InBev, lo que significó la fusión de las dos cerveceras más grandes del mundo y que deja a Heineken, por lo tanto, como el segundo exponente.

En términos de consumo a mundial, datos de la Organización Mundial de la Salud muestran que el continente americano tiene una alta proporción de la población sobre 15 años consumiendo alcohol (sobre

todo hombres), pero los litros per cápita consumidos aún se encuentran por debajo de regiones como África, Europa y el Sudeste Asiático.

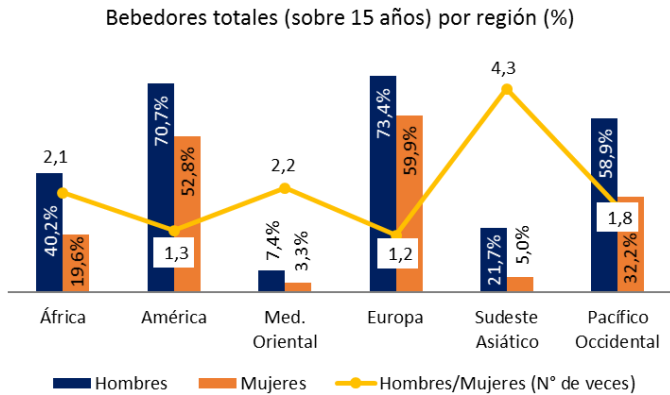


Gráfico 1: Porcentaje de la población sobre 15 años que consume alcohol, segmentado por género y por región.

(Fuente: Elaboración propia con información de "Global status report on alcohol and health", Organización Mundial de la Salud)

Chile, al igual que otros países de Latinoamérica, evidencian menores consumos per cápita que países desarrollados como Estados Unidos³, pero las importaciones de ciertos productos alcohólicos muestran una tendencia creciente durante los últimos años.

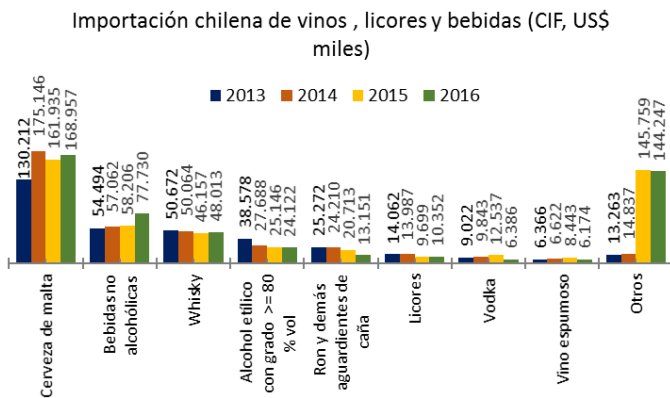


Gráfico 2: Importación chilena de vinos, licores y bebidas.

(Fuente: Elaboración propia con información de "Cuadros y Series Estadísticas (Importaciones por productos", Servicio de Aduanas)

En opinión de ICR, esta industria se caracteriza por:

- a) ser más estable que otras industrias, aun cuando las principales líneas de negocios no son de primera necesidad. No obstante, la oferta de productos de las grandes cerveceras suele ser tal, que existen líneas de negocios dirigidas a un segmento objetivo variado, pudiendo, por lo tanto, existir un efecto sustitución derivado de una variación de ingresos en un momento determinado;

- b) tener barreras de entrada relativamente altas, generadas por una imagen de marca importante, eficiencias operacionales y sólidos canales de distribución;
- c) altos niveles de competencia, mitigados en parte, por una alta diversificación, tanto geográfica como de productos;
- d) mantener niveles significativos de innovación, debido a que el desarrollo de nuevos productos es, generalmente, un factor clave para mantener o aumentar la participación de mercado;

En Chile, la industria de la cerveza la lidera CCU, empresa ligada a Heineken, siendo su principal competidor Cervecerías Chile, una filial de Quilmes Industrial, la mayor cervecera argentina y, desde enero de 2007, una filial de AmBev.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por CCU.

Principales Riesgos	Principales mitigadores aplicados por CCU
Riesgo de tipo de cambio	Se adquieren contratos de derivados (forwards de monedas) para mitigar variaciones en el peso chileno respecto de otras monedas.
Riesgo de competencia	Se mantiene un portafolio de productos altamente diversificado, orientado a todas las clases socioeconómicas. Además, existe una inversión en marketing para crear fidelidad y primera preferencia de sus productos.
Aspectos regulatorios	Se mantiene participación en varios países de la región, sumado a la presencia que le otorga Viña San Pedro Tarapacá a través de sus exportaciones.
Sensibilidad a la actividad económica	Exposición a distintos países, con distintos tipos de productos. Se suscriben contratos de abastecimiento de cebada y malta con productores locales y del mercado internacional, con un precio fijado anualmente. Respecto al precio de concentrado, azúcar y envases plásticos (que en conjunto representan el 29% de los costos directos del segmento de operación Chile), CCU no realiza cobertura sobre estas compras de materia prima. En general, la variación en los costos de producción es traspasada al precio de venta de los productos, en la medida de lo posible.
Materias primas y dependencia de proveedores	Negociaciones para renovación de licencias, en general, con anticipación a su vencimiento, aunque a la fecha el principal riesgo de pérdida de licencia se concentra en Argentina.
Renovación de licencias	Consolidación de la industria de supermercados, pudiendo aumentar con ello su importancia, poder adquisitivo y exposición de cuentas por cobrar Inversión en marketing y empaque para posicionar a las marcas dentro de las primeras preferencias de los consumidores, de modo tal que contar con ciertas marcas sea elemental para los supermercados.
Ineficiencias logísticas	CCU ha destinado recursos relevantes para mantener canales de distribución muy bien establecidos, sólidos y diversos y para solucionar los problemas que ha presentado en el pasado.

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

A pesar que muchos de los 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 afectada 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.

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 nuestro país, la industria cervecera o de alcoholes en general, se ha visto impactada durante los últimos años por cambios legislativos. Al respecto, en marzo de 2012 el Congreso promulgó la Ley 20.580, que modifica el límite de alcohol permitido en la sangre al conducir, aumentando las sanciones asociadas al manejo en estado de ebriedad o bajo la influencia del alcohol. A partir de octubre de 2014 entraron en vigencia los nuevos impuestos específicos a las bebidas alcohólicas y azucaradas, lo que se mitigó en parte, a través del traspaso a precio al consumidor final.

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

FORTALEZA DE LA MARCA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO

En general las marcas comercializadas por CCU corresponden a marcas muy reconocidas, con niveles significativos de lealtad del consumidor, ambas características representadas, por ejemplo, a través de las preferencias de los consumidores chilenos, donde CCU se encuentra bien posicionado en algunas de sus marcas. La participación de mercado, por su parte, publicada anualmente por la compañía, indica que CCU tiene una alta participación, la cual no varía significativamente entre un año y otro.

La posición de la compañía se ha logrado, en parte, por la alta inversión en marketing, reforzando con ello la fortaleza de la marca y generando que las marcas posean altos niveles de calidad y valor percibido, incluso a pesar de un precio elevado. Durante el 2016, la compañía (por su marca Pepsi) recibió el premio bronce en la premiación realizada por Effie, institución que distingue cada año la efectividad en comunicaciones de marketing.

Para CCU y para las compañías de esta industria de consumo en general, fomentar las preferencias del consumidor es parte de los procesos clave del negocio, toda vez que esto impacta en el poder de negociación con distribuidores del producto, como supermercados, por ejemplo.

En línea con lo anterior, CCU cuenta con un proceso directivo (proceso modelo de preferencia), que tiene como finalidad definir y controlar temas relacionados con: (i) la publicidad; (ii) el punto de venta; (iii) el producto; (iv) el posicionamiento y preferencia de marca; (v) participación de mercado y; (vi) precio. Lo anterior, ha impactado en parte, en las fuertes mejoras que han experimentado las ventas de productos a través de los años (a nivel consolidado), cuyos volúmenes han crecido 6,1% CAGR₂₀₁₁₋₂₀₁₆, aun cuando el crecimiento del segmento de negocios internacionales estuvo contraído durante el año 2016, creciendo sólo 1% respecto al año anterior.

DIVERSIFICACIÓN

CCU mantiene una cartera de productos altamente diversificada en cada una de sus líneas de negocios, tanto a través de marcas propias como por medio de licencias, generalmente de largo plazo. Por las características de estos productos, el portafolio se orienta principalmente a productos que no son de primera necesidad de los clientes, pero entre los cuales puede existir un efecto sustitución dada la multicategoría ya mencionada y la variabilidad en precios de los productos.

Respecto a la exposición geográfica, la compañía tiene operaciones en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Colombia y Bolivia, y a través de su filial vitivinícola – Viña San Pedro Tarapacá –, exporta hacia diversos países del mundo, por lo cual esta clasificadora considera que CCU tiene exposición significativa a diferentes países/localidades y un excelente mix de acceso a mercados desarrollados y en desarrollo, lo que podría garantizar oportunidades de crecimiento.

ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

En opinión de ICR, CCU mantiene un gran tamaño relativo, derivado de su excelente posición de mercado tanto en Chile como en otros de los países en los cuales participa, sumado a que su filial vitivinícola es una de las principales viñas del país, lo que podría impactar favorablemente en el poder de compra de insumos, respecto a competidores de

menor tamaño. Lo anterior sumado a que CCU, en alianza con Heineken (segundo actor de mercado a nivel mundial), tiene la capacidad de competir con los grandes exponentes de la industria a nivel mundial.

A pesar de lo anterior, la compañía tiene dependencia de un proveedor único para algunas materias primas importantes, como es el caso

de las latas, las cuales en Chile y en Argentina – por estrategia comercial – son compradas a un único proveedor, pero pudiendo en el futuro abastecerse de proveedores alternativos, de ser necesario. Por otra parte, existen ciertos productos que se encuentran expuestos a la volatilidad de las condiciones del mercado y han experimentado importantes fluctuaciones a través del tiempo y están determinados por su oferta y demanda global, junto con otros factores como las fluctuaciones en los tipos de cambio. Entre estos productos se encuentran la malta, arroz y lúpulo para la cerveza, azúcar para las bebidas, uva para el vino, pisco y cócteles y material de embalaje.

El tamaño relativo es relevante porque, además, le entrega la escala suficiente para realizar grandes campañas de marketing e incorporar nuevas tecnologías para mejorar la logística e incrementar la eficiencia. Lo anterior permite, en parte, potenciar la lealtad del cliente e incluso tener cierta influencia para modificar precios sin que los volúmenes disminuyan significativamente.

Desde el punto de vista logístico, la compañía tiene canales de distribución muy bien establecidos, administrados a través de Transportes CCU, quien cuenta con una red de 24 centros de distribución y flotas de vehículos tercerizados que dan cobertura desde Arica a Coyhaique.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A diciembre de 2016, los ingresos de CCU aumentaron 4,0% respecto al año anterior, producto tanto de los mayores volúmenes de venta en todos los segmentos de negocio (+3,6%) como por el leve incremento en el precio promedio (+0,4%), el que está influido por el efecto de conversión de monedas y fuertemente afectado por la devaluación del peso argentino, lo que implicó que en el segmento de negocios internacionales las ventas (en valor) disminuyeran por primera vez en por lo menos cinco años (-8,8%), lo que fue contrarrestado por el incremento de los ingresos de los segmentos Chile (+9,7%) y vino (+6,3%).

para CCU dada la variabilidad de las depreciaciones, el EBITDA ha disminuido históricamente sólo 1,7% CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₆, pero esto podría acrecentarse durante los periodos siguientes de materializarse alguna pérdida de licencia en ese país producto de la reorganización de la industria mundial luego de la fusión de los dos primeros *players* mundiales.

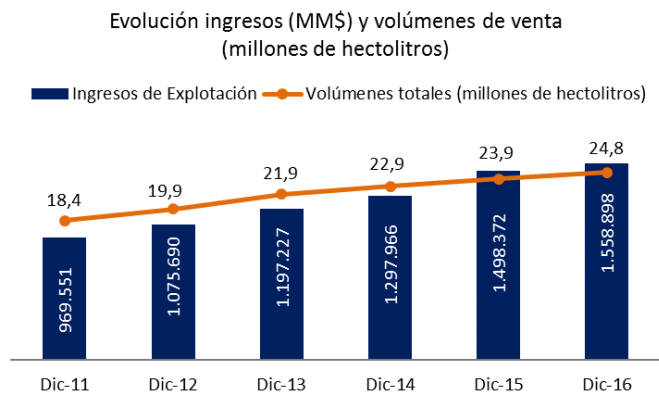


Gráfico 3: Evolución ingresos consolidados y volúmenes de venta. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto al EBITDA⁴, se observa una leve disminución en 2016 (-0,8%) respecto al año anterior, producto, principalmente, de la depreciación de monedas, con su consecuente efecto en la base de costos denominados en dólares. Así, la variación negativa se produjo en el segmento de negocios internacionales, cuyo EBITDA disminuyó 26,6% a diciembre de 2016 respecto el año anterior, mientras que los segmentos Chile y vino se incrementaron 2,0% y 10,4%, respectivamente.

Con todo, si se observan las cifras históricas de la compañía, se tiene que, aun cuando Argentina corresponde a un mercado de alto riesgo

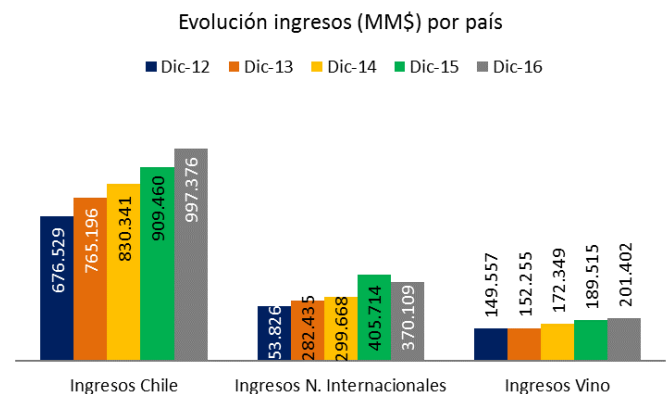


Gráfico 4: Composición ingresos por segmento de negocio. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

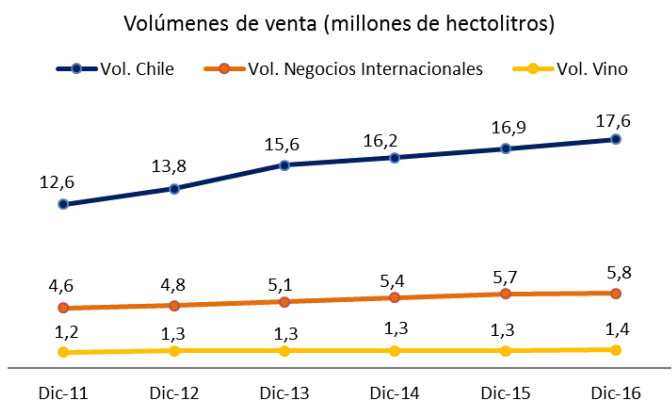


Gráfico 5: Evolución volúmenes de venta por segmento de negocio. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)

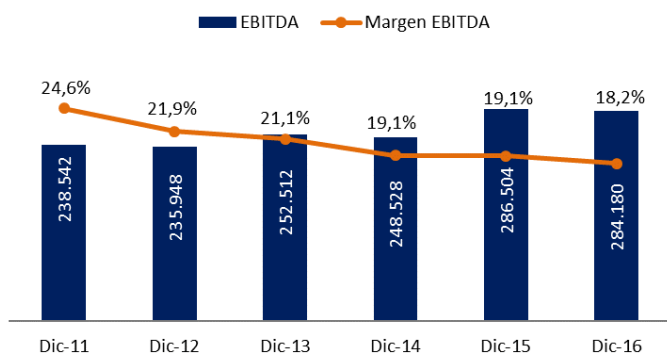


Gráfico 6: Evolución EBITDA consolidado.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Evolución EBITDA (MM\$) por país

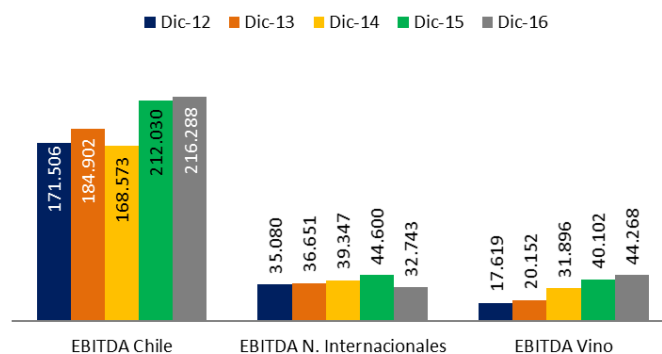


Gráfico 7: Composición EBITDA por segmento de negocio.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de utilidad, ésta se mantuvo casi sin variaciones a diciembre de 2016 respecto al año anterior, en línea con las cifras operacionales de la compañía, pero las rentabilidades continúan con su tendencia negativa por sexto año consecutivo.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2011 hasta diciembre de 2016, la compañía ha disminuido su deuda financiera⁵ desde \$247.061 millones hasta \$184.624 millones, aun cuando durante estos períodos se han producido crecimientos orgánicos e ingresos a nuevos mercados de operación, lo que ha venido apoyado del aumento de capital materializado en 2013 (que justifica la deuda financiera neta⁶ negativa entre los períodos 2013-2015) y de los flujos generados por CCU.

Deuda financiera CCU (MM\$)

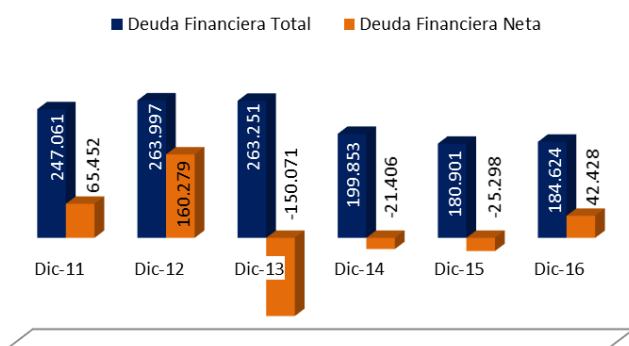


Gráfico 8: Deuda financiera y deuda financiera neta

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Así, esta compañía – y el grupo controlador en general – se caracteriza por mantener altos niveles de liquidez y muy bajos niveles de endeudamiento, de forma tal de hacer frente a eventuales contingencias. El flujo generado por CCU y la estructura de la deuda (cerca del 65% al corto plazo) indican que la compañía daría cumplimiento a sus obligaciones de los próximos 12 meses⁷ con suficiente holgura.

Indicador (N° de veces)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Endeudamiento total ⁸	0,87	0,59	0,54	0,54	0,56
Endeudamiento financiero ⁹	0,37	0,24	0,17	0,15	0,15
Endeudamiento financiero neto ¹⁰	0,23	-0,14	-0,02	-0,02	0,04
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	25,2	16,0	23,0	18,8	19,4
Deuda financiera neta sobre EBITDA	0,68	-0,59	-0,09	-0,09	0,15
Razón circulante ¹²	1,58	2,00	1,81	1,76	1,54
Razón ácida ¹³	1,13	1,63	1,37	1,31	1,09

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto a la deuda financiera neta sobre EBITDA, este indicador se ha mantenido en muy bajos niveles durante todos los períodos analizados impactados por la buena generación de flujo, el bajo nivel de deuda y por la elevada caja, los que, dado los proyectos de inversión actuales (principalmente nuevas líneas de producción y potenciar el crecimiento en los mercados donde tiene menor presencia) y el modelo de negocios (que, en general, sigue el grupo controlador), no deberían variar significativamente los próximos períodos.

En caso contrario, vale decir, si la compañía se reenforcara 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 producirse un cambio en la clasificación o tendencia asignada.

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 (www.icrchile.cl) 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 (www.icrchile.cl) 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

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 CCU, 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 se inclina hacia categoría AA. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, incrementan esta clasificación en un *notch* (hasta categoría AA+) al tratarse de una situación financiera, por el momento, “Superior”, 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.

Instrumentos Clasificados

1. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación títulos accionarios nemotécnico CCU los cuales mantienen alta actividad en el mercado, con presencia bursátil de 100% en los últimos 12 meses y un *floating* de 40% aproximadamente.

La clasificación asignada a las acciones nemotécnico CCU, se relaciona con la solvencia de la compañía (AA+), la presencia bursátil (100% promedio) y el *floating* (40%).

2. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente el bono de monto fijo serie E y las líneas de bonos N°s 572, 573 (serie H), 716, 717 y 718 según el siguiente detalle:

	Bono de monto fijo	Línea 573
Serie de bonos	Serie E	Serie H
Fecha inscripción	18-oct-04	27-mar-09
Plazo	20 años	21 años
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 5.000.000
Monto colocado	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 800.000	UF 2.000.000
Tasa emisión	4,00%	4,25%
Vencimiento	01-dic-24	15-mar-30

Tabla 6: Principales características de las series de bonos

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

Respecto a los resguardos financieros asociados, las principales restricciones de ambas líneas de bonos se relacionan con indicadores de endeudamiento, cobertura de gastos financieros, activos libres de gravámenes y patrimonio mínimo, todos cumplidos con amplia holgura en todos los períodos de medición, según el siguiente detalle:

Indicador (N° de veces)	Restricción	Obtenido dic-14	Obtenido dic-15	Obtenido dic-16
Endeudamiento consolidado ¹⁴	<= 1,5 veces	0,46	0,46	0,49
Cobertura de gastos financieros	>= 3,0 veces	10,83	12,40	13,99
Activos libres de gravámenes ¹⁵	>= 1,2 veces	3,16 (bono E); 9,45 (bono H)	3,17 (bono E); 10,85 (bono H)	3,06 (bono E); 11,66 (bono H)
Patrimonio ajustado (millones)	>= \$312.517	\$1.085.367	\$1.118.220	\$1.136.527

Tabla 7: Covenants asociados a la emisión de bonos

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

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.

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.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría AA.

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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN BONOS

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Ago-12	AA+	Estable	Reseña Anual
Abr-13	AA+	Estable	Reseña Anual
Abr-14	AA+	Estable	Reseña Anual
Abr-15	AA+	Estable	Reseña Anual
Feb-16	AA+	Estable	Reseña Anual
Feb-17	AA+	Estable	Reseña Anual
Abr-17	AA+	Estable	Reseña Anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Ago-12	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña Anual
Abr-13	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña Anual
Abr-14	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña Anual
Abr-15	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña Anual
Feb-16	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña Anual
Feb-17	Primera Clase Nivel 1	N/A	Reseña Anual
Abr-17	Primera Clase Nivel 1	N/A	Reseña Anual

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA CCU (MM\$)					
INDICADORES	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Activos corrientes	495.888	818.497	685.390	684.312	681.387
Activos no corrientes	832.822	909.223	1.083.511	1.141.136	1.190.190
Activos totales	1.328.710	1.727.720	1.768.901	1.825.447	1.871.577
Efectivo y equivalentes	102.337	408.853	214.775	192.554	133.790
Inventarios	141.911	153.086	167.546	174.227	199.291
Pasivos corrientes	314.530	409.129	378.331	388.691	442.312
Pasivos no corrientes	303.662	234.347	242.070	249.235	228.973
Pasivos totales	618.192	643.476	620.401	637.925	671.284
Deuda financiera corriente	54.874	120.488	65.318	43.974	66.680
Deuda financiera no corriente	209.123	142.763	134.535	136.927	117.944
Deuda financiera total	263.997	263.251	199.853	180.901	184.624
Deuda financiera neta	160.279	-150.071	-21.406	-25.298	42.428
Patrimonio	710.518	1.084.244	1.148.500	1.187.522	1.200.293
Ingresos de explotación	1.075.690	1.197.227	1.297.966	1.498.372	1.558.898
Margen de explotación	582.603	660.530	693.429	813.296	817.078
Resultado operacional	181.188	188.266	179.920	204.937	200.652
Gastos financieros netos	9.362	15.830	10.821	15.256	14.627
Utilidad del ejercicio	123.977	132.905	134.889	140.526	140.082
Razón circulante (N° de veces)	1,58	2,00	1,81	1,76	1,54
Razón ácida (N° de veces)	1,13	1,63	1,37	1,31	1,09
Endeudamiento total (N° de veces)	0,87	0,59	0,54	0,54	0,56
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,37	0,24	0,17	0,15	0,15
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,23	-0,14	-0,02	-0,02	0,04
EBITDA	235.948	252.512	248.528	286.504	284.180
Margen EBITDA (%)	21,9%	21,1%	19,1%	19,1%	18,2%
Cobertura de gastos financieros (N° de veces)	13,8	10,5	10,8	12,4	14,0
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	25,2	16,0	23,0	18,8	19,4
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	1,12	1,04	0,80	0,63	0,65
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	0,68	-0,59	-0,09	-0,09	0,15
Margen bruto (%)	54,2%	55,2%	53,4%	54,3%	52,4%
Margen operacional (%)	16,8%	15,7%	13,9%	13,7%	12,9%
Volúmenes Chile (millones de hectolitros)	13,8	15,6	16,2	16,9	17,6
Volúmenes negocios internacionales (millones de hectolitros)	4,8	5,1	5,4	5,7	5,8
Volúmenes vino (millones de hectolitros)	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Volúmenes totales (millones de hectolitros)	19,9	21,9	22,9	23,9	24,8
Volúmenes de venta Chile (millones de cajas)	242,5	274,2	284,7	297,0	309,3
Volúmenes de venta negocios internacionales (millones de cajas)	84,4	89,6	94,9	100,2	101,2
Volúmenes de venta vino (millones de cajas)	22,8	22,8	22,8	22,8	24,6
Volúmenes totales (millones de cajas)	349,7	384,9	402,5	420,0	435,1
EBITDA Chile	171.506	184.902	168.573	212.030	216.288
EBITDA negocios internacionales	35.080	36.651	39.347	44.600	32.743
EBITDA vino	17.619	20.152	31.896	40.102	44.268
Otros	11.743	10.808	8.712	-10.229	-9.120
EBITDA total	235.948	252.512	248.528	286.504	284.180
Ingresos Chile	676.529	765.196	830.341	909.460	997.376
Ingresos negocios internacionales	253.826	282.435	299.668	405.714	370.109
Ingresos vino	149.557	152.255	172.349	189.515	201.402
Ingresos otros	-4.223	-2.660	-4.391	-6.317	-9.989
Rentabilidad del patrimonio (%)	17,8%	14,8%	12,1%	12,0%	11,7%
Rentabilidad de los activos (%)	9,4%	8,7%	7,7%	7,8%	7,6%

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a septiembre 2016, memoria anual 2015, página web CCU); SVS.

² A partir del tercer trimestre de 2016, el Segmento de Operación Chile incorporó en su gestión las actividades de negocio realizadas por las Unidades Estratégicas de Servicio (UES) que incluyen a Transportes CCU Limitada, Comercial CCU S.A., CRECCU S.A. y Fábrica de Envases Plásticos S.A. Al 30 de septiembre de 2015 y 2014, los ingresos y gastos de las Unidades Estratégicas de Servicio se presentaban bajo Otros.

³ Fuente: Presentación corporativa, CCU (septiembre 2016).

⁴ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos, por función + depreciación y amortización.

⁵ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁶ Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes.

⁷ Cobertura del servicio de la deuda = (EBITDA – Capex – Impuestos proyectados) / Obligaciones financieras próximos 12 meses (incluye capital e interés).

⁸ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – Otros pasivos financieros corrientes) / Patrimonio total.

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros).

¹² Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹³ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

¹⁴ Endeudamiento consolidado = Pasivo ajustado / patrimonio ajustado, donde: (1) pasivo ajustado = total pasivos - dividendos provisionados (contenida en el estado de cambios al patrimonio) + garantías otorgadas por el emisor o sus filiales para caucionar obligaciones de terceros y (2) patrimonio ajustado = total patrimonio + dividendos provisionados.

¹⁵ **Restricción bono E** → Activos libres de gravámenes = total activos no gravados / total de pasivos ajustados no gravados, donde: (1) total activos no gravados = total activos - activos dados en garantía para caucionar obligaciones de terceros y (2) total de pasivos ajustados no gravados = total pasivos - dividendos provisionados - pasivos garantizados. **Restricción bono H** → Activos libres de gravámenes = total activos no gravados / deuda financiera sin garantía, donde: (1) total activos no gravados = total activos - activos dados en garantía para caucionar obligaciones de terceros y (2) deuda financiera sin garantía = préstamos bancarios + obligaciones con el público + obligaciones por arrendamiento financiero.

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 Superintendencia de Valores y Seguros, 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.