

Ratings

Elisa Medel  
Analista Corporaciones  
[emedel@icrchile.cl](mailto:emedel@icrchile.cl)

Maricela Plaza  
Subgerente Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

Fernando Villa  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

Francisco Loyola  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia; Bonos	AA	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas; Industria de productos industriales
Títulos accionarios	Primera Clase Nivel 2	Confirmación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría AA con tendencia estable**, la clasificación asignada a la solvencia y bonos de CRISTALERÍAS DE CHILE S.A. (en adelante CRISTALERÍAS, la compañía o la empresa). Respecto a la clasificación asignada a los **títulos accionarios**, nemo-técnico CRISTALES, se **ratifica su clasificación en Primera Clase Nivel 2**.

La clasificación asignada a la solvencia y bonos de la compañía, se sustenta en el ambiente competitivo, eficiencia en costos, participación de mercado, diversificación, tamaño relativo y en el riesgo financiero. Al respecto:

- **Ambiente competitivo y participación de mercado:** CRISTALERÍAS – a través de Cristalchile – participa en un mercado altamente concentrado, existiendo pocos oferentes de vidrio en Chile, donde la compañía prácticamente mantiene una posición de mercado dominante en su segmento de vidrio y una sólida participación de mercado de su segmento vitivinícola, por medio de Viña Santa Rita, lo que significa que la posición de mercado de la compañía, por tanto, es alta en la industria y establecida por varios años, sin deterioro o riesgo de cambiar al corto o mediano plazo.
- **Eficiencia en costos y tamaño relativo:** CRISTALERÍAS es una compañía que ha logrado eficiencias en costos y economías de escala, derivadas del uso eficiente y actualización constante de tecnología e innovación (modernización de las líneas de envasado, creación de nuevos envases, diseños y disminución de peso, mejora en los estándares de calidad de los productos, entre otras).
- **Diversificación:** El segmento vidrio, si bien se encuentra diversificado por producto (envases de vino, cervezas, licores, bebidas gaseosas, jugos, aguas minerales, alimentos y productos con procesos gráficos) tiene presencia significativa en líneas de productos clave (envases de vino, principalmente), donde una porción relevante de las ventas se deriva de ciertos segmentos de industrias específicos (vitivinícola), lo que significa que sus resultados están fuertemente relacionados con este nicho de mercado, sumado al impacto que tiene Viña Santa Rita en los resultados consolidados de la compañía. El segmento vino, por la naturaleza de su negocio no tiene una diversificación relevante por producto, sino por cobertura geográfica, donde tiene presencia significativa en varios países y una fuerte posición en el mercado local.

- **Riesgo financiero:** Si bien a junio de 2018 los indicadores de endeudamiento evidencian una leve alza respecto al cierre de 2017 (derivados del aumento de capital de trabajo de Viña Santa Rita), estos mantienen un comportamiento estable respecto a su evolución histórica. Asimismo, CRISTALERÍAS genera un flujo que le permitiría cubrir sus obligaciones financieras de los próximos doce meses con holgura, reflejando una buena posición para hacer frente a necesidades de inversión durante los próximos períodos, sobre todo considerando que la compañía, tanto en su segmento vidrio como vitivinícola, enfrenta cada cierto tiempo necesidades de Capex de reposición.

ICR destaca el perfil de endeudamiento conservador de la empresa, lo que se hace relevante considerando su significativa exposición al segmento vitivinícola. Lo anterior significa que, en períodos de contracción de esa industria, CRISTALERÍAS estaría en una mejor posición para hacer frente al ciclo.

La evaluación de riesgo del negocio, esto es, ambiente competitivo, participación de mercado, eficiencia en costos, tamaño relativo, diversificación, 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, apoyan esta clasificación al tratarse de niveles, por el momento, adecuados, pero que podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, toda vez que la compañía incorpore mayores niveles de deuda que impacten negativamente en los indicadores, o bien si el rendimiento de los negocios, no generara los flujos suficientes como para cubrir la deuda con la holgura que acostumbra esta empresa.

Respecto a la clasificación de sus bonos, la estructura de los contratos de emisión, 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.

En relación a los títulos accionarios, su ratificación en Primera Clase Nivel 2, obedece a la presencia bursátil, *floating* y a la clasificación de solvencia de la compañía (categoría AA).

## Antecedentes de la Compañía<sup>1</sup>

CRISTALERÍAS lleva más de un siglo produciendo y vendiendo envases de vidrio a diversas industrias de la economía chilena, principalmente bebidas y alimentos. Desde 1980, la compañía participa en la industria vitivinícola por medio de su inversión en Viña Santa Rita, empresa con alta presencia en el mercado nacional y tercera en el ranking valorado de exportaciones de vino embotellado. Asimismo, la compañía participa también en negocios considerados *non core*, como son la industria de medios de comunicación (desde 1989) y generación eléctrica (desde fines de 2016), según el siguiente detalle:

Segmento	Empresas	Participación	Descripción
Envases	Cristalchile	100%	Fabricación y venta de envases de vidrio.
Vino	Viña Santa Rita (clasificada en categoría A+, por ICR)	60,56%	Producción y venta de vinos y licores.
Comunicaciones	Ediciones Chiloé	99,92%	Prensa escrita y editoriales.
Generación Eléctrica	Taguavento SpA.	100%	Generación y venta de energía a través del Parque Eólico Las Peñas

**Tabla 1:** Áreas de negocio Cristalerías Chile.

(Fuente: Elaboración propia con información de memoria anual 2017)

En cuanto a los hechos más relevantes del último tiempo, en marzo de 2017, se aprobó una inversión aproximada de US\$ 100 millones para llevar a cabo la tercera etapa de la planta ubicada en la comuna de Llay-Llay. Esta etapa forma parte del plan de inversiones aprobado por el directorio en junio de 2004, cuyas dos primeras etapas se concretaron con la puesta en marcha del primer horno en noviembre de 2006 y del segundo horno en junio de 2012.

La inversión considera la construcción de un nuevo horno para fabricación de envases de vidrio con capacidad de fundición de 400 toneladas diarias. Su entrada en operación está prevista para el segundo semestre de 2019 y permitirá a la empresa aumentar la capacidad de producción en aproximadamente 100.000 toneladas anuales.

En relación a su estructura de propiedad, la compañía es controlada por la familia Claro, que mantiene el 53,57% de participación a junio de 2018 a través de las sociedades Cía. Electro Metalúrgica, Bayona y

## La Industria<sup>2</sup>

### 1. Industria del vidrio

En Chile, el mercado de fabricación de envases de vidrio se encuentra concentrado en pocos participantes, donde el principal competidor – Cristalchile – mantiene una alta participación de mercado.

Servicios y Consultorías Hendaya. Los doce mayores accionistas se presentan a continuación.

PRINCIPALES ACCIONISTAS	
CÍA. ELECTRO METALÚRGICA S.A.*	34,03%
SERVICIOS Y CONSULTORÍAS HENDAYA S.A.*	10,30%
MONEDA S.A. A.F.I. PARA PIONERO F.I.M.	9,55%
BAYONA S.A.*	9,24%
CÍA. DE INVERSIONES LA CENTRAL S.A.	6,90%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	3,16%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	2,37%
AFP HABITAT S.A. PARA FONDO TIPO C	2,25%
AFP PROVIDA S.A. PARA FONDO PENSIÓN C	1,98%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN	1,31%
AFP CUPRUM S.A. PARA FONDO TIPO C	1,17%
AFP HABITAT S.A. PARA FONDO TIPO B	1,10%
<b>Total 12 mayores accionistas</b>	<b>83,36%</b>

\* Sociedades vinculadas al controlador

**Tabla 2:** Estructura de propiedad a junio de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

La compañía es administrada por un directorio compuesto por diez miembros que son elegidos para ejercer su cargo por un período de tres años, de acuerdo a lo que establece la ley y los estatutos de la Sociedad. En junta ordinaria de accionistas de abril de 2016 fue elegido el señor Baltazar Sánchez Guzmán como presidente del directorio.

DIRECTORIO	
BALTAZAR SÁNCHEZ GUZMÁN	Presidente
JUAN ANTONIO ÁLVAREZ AVENDAÑO	Vicepresidente
SEBASTIAN SWETT OPAZO	Director
JUAN ANDRÉS OLIVOS BAMBACH	Director
JOSÉ IGNACIO FIGUEROA ELGUETA	Director
ALFONSO OMAR SWETT SAAVEDRA	Director
ANTONIO TUSET JORRAT	Director
JOAQUIN LADISLAO BARROS FONTAINE	Director
ARTURO CONCHA URETA	Director
FERNANDO FRANKE GARCÍA	Director

**Tabla 3:** Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En directorio de abril de 2016 se designó el comité de directores según lo establecido en el artículo 50 bis de la Ley 18.046, quedando conformados según el siguiente detalle:

COMITÉ DE DIRECTORES	
Arturo Concha Ureta	Presidente independiente
Juan Antonio Álvarez Avendaño	Representante del controlador
Antonio Tuset Jorrat	Director independiente

**Tabla 4:** Comité de directores.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

ductoras de vinos, licores, cervezas, bebidas gaseosas, jugos, aguas minerales y alimentos. En general, el destino de la producción de envases de vidrio es para abastecimiento interno y de exportación.

En Chile, la demanda de botellas de vidrio está fuertemente concentrada en el sector vitivinícola, por tanto, cualquier movimiento de esta industria impacta en una mayor/menor producción y venta de botellas de vidrio. Si bien la industria de fabricación de envases de vidrio corresponde a un mercado con altas barreras de entrada, dada la elevada inversión en instalaciones, existe una competencia significativa desde el punto de vista de los productos sustitutos, tales como plásticos, tetra-pack, latas de aluminio y latas de acero. A pesar de lo anterior, la preferencia por el vidrio es alta en la producción de algunos productos

**2. Industria del vino**

A nivel mundial, la producción está muy concentrada en unos pocos países, donde Italia, Francia y España representan cerca del 47% de lo producido en el mundo. Si bien Chile aportó con cerca del 4% de la producción de vinos durante el 2017, su volumen disminuyó respecto al año anterior. Según datos de la OIV, la producción mundial de vinos en 2017, debería haber disminuido cerca de 8,2% respecto a 2016.

de la economía. Al respecto, es importante mencionar la posición de liderazgo de Cristalchile en cada uno de los segmentos de envases de vidrio en que participa, y las ventajas que presenta el vidrio frente a los productos sustitutos.

Finalmente, los principales desafíos que presenta el mercado de envases de vidrios en el ámbito productivo es la eficiencia operativa y el cuidado del medioambiente. El propósito del primer desafío es producir de manera más eficiente, en donde exista un aumento en los márgenes sin alterar la calidad del producto final entregado a los clientes. En cuanto al segundo punto, se refiere a las medidas correspondientes a la mitigación medioambientales asociadas a la producción de las empresas pertenecientes a la industria del vidrio.

enero-julio de 2017. Sin embargo, hubo menores volúmenes de exportación de vino embotellado (-3%) respecto del mismo periodo del año anterior, lo que significa que en valor la exportación de vino embotellado varió 3,4% positivamente.

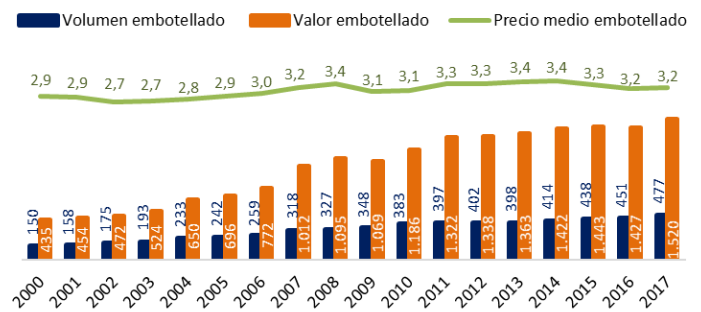


**Gráfico 1:** Producción de vino respecto a la producción total aproximada. (Fuente: Elaboración propia con información de OIV)

En relación a la industria nacional, el volumen de las exportaciones de vino embotellado aumentó 5,8% el año 2017 respecto al año anterior y el precio medio aumentó 0,7% en los mismos períodos de medición, lo que significa que, en valor, las exportaciones casi no sufrieron grandes variaciones respecto al año 2016.

En relación al destino de las exportaciones chilenas, China y Brasil fueron los países con mayor crecimiento entre 2016 y 2017 (29,2% y 16,5%, respectivamente). Asimismo, Japón anotó un crecimiento de 10,9% respecto a 2016. Lo anterior se relaciona al buen año de la industria en términos de comercialización, beneficiándose de la mayor demanda de algunas economías. Asimismo, entre enero y julio de 2018 el precio medio del vino embotellado aumentó 6,6% respecto a

**Volumen exportado (Millones de litros y US\$ Millones) y precio medio (US\$/litro)**



**Gráfico 2:** Volumen chileno exportado y precio medio por litro. (Fuente: Elaboración propia con información de boletín ODEPA)

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por Cristalerías Chile:

Principales Riesgos	Principales mitigadores aplicados por CRISTALERÍAS
Costo de energía	Contratos de largo plazo con proveedores.
Competencia	Estrategia de diferenciación enfocada hacia calidad de servicio, de producto y hacia la competitividad.
Dependencia del sector vitivinícola	Venta a otros sectores, que compensan parcialmente la dependencia al sector vitivinícola.
Riesgo agrícola (segmento vitivinícola principalmente)	Mitigado a través de plantaciones resistentes a ciertas plagas, pozos profundos que aseguran una mayor disponibilidad de agua y sistemas de control de heladas y granizo para parte importante de sus viñedos.
Regulaciones del medio ambiente	Inversiones necesarias para dar cumplimiento a la normativa correspondiente.
Tipo de cambio	Coberturas de balance y flujos de ventas.
Ciclo económico	Sin mitigadores en específicos.

**Tabla 5:** Principales riesgos del negocio y mitigadores de CRISTALERÍAS. (Fuente: Elaboración propia con información de memoria anual 2017)

## 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:

### AMBIENTE COMPETITIVO Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO

CRISTALERÍAS – a través de Cristalchile – participa en un mercado altamente concentrado, lo que significa que existen pocos oferentes de envases de vidrio en Chile, donde la compañía mantiene un fuerte posicionamiento en el mercado en un producto relevante como el vidrio, lo que le otorga un liderazgo sustancial por sobre los otros participantes de la industria, reflejándose en la posición de mercado dominante en su segmento vidrio, y en la sólida participación de mercado de su segmento vitivinícola (entre los primeros actores de mercado chileno, a pesar de los altos niveles de competencia).

Además de ser un actor relevante en los segmentos vidrio y vitivinícola, su posición de mercado está establecida desde hace varios años, sin deterioro o riesgo de cambiar al corto o mediano plazo.

En opinión de ICR, aun cuando la filial Cristalchile tiene una alta participación de mercado, sólo tiene cierto poder de fijación de precios, donde pueden existir ofertas, descuentos y/o acuerdos con los clientes en períodos de baja actividad económica.

Por las características de la industria, Cristalchile cuenta con liderazgo en tecnología, con limitada amenaza de las tecnologías emergentes en

el mediano plazo (lo que crea muy altas barreras de entrada) necesarias para la fabricación del producto, sobre todo considerando que la compañía se enfoca fuertemente hacia la eficiencia por medio de la mejora tecnológica constante. Viña Santa Rita, por su parte, tiene ciertas amenazas competitivas, sobre todo en aquellos productos de venta masiva.

En opinión de ICR, CRISTALERÍAS mantiene un alto reconocimiento de marca y reputación de calidad establecida en el tiempo, lo que se refleja en parte, en la amplia cartera de clientes – más de 250 en CRISTALCHILE –, aun cuando el segmento vidrio depende fuertemente de empresas vitivinícolas, lo que es considerado dentro de los riesgos de esta compañía.

Viña Santa Rita por su parte, tiene una cartera de clientes altamente diversificada, compuesta tanto por clientes locales como extranjeros y se encuentra dentro de las principales viñas chilenas. Además, Viña Santa Rita ha obtenido importantes reconocimientos en Chile y en el extranjero, destacándose en materia de sustentabilidad como la segunda viña más sostenible de Chile por el ranking ISC 2017, ocupando el lugar 30 a nivel nacional, incluyendo todas las industrias.

### EFICIENCIA EN COSTOS

CRISTALERÍAS es una compañía que ha logrado altas eficiencias en costos, derivadas de políticas consistentes en innovación y uso de tecnología, además de su poder de negociación con proveedores (derivado de su alto volumen de compra). Para Cristalchile, la incapacidad de algún proveedor para realizar entregas puede dar como resultado una desorganización operacional o incremento en costos acotado.

Respecto a la producción, aun cuando la compañía tiene la capacidad productiva para cambiar su stock de productos hacia artículos de mayores márgenes, la fabricación de envases depende directamente de la demanda de los clientes, la que puede ser variable entre períodos.

A la fecha, la compañía satisface esta demanda por medio de dos plantas de fabricación (Padre Hurtado y Llay-Llay), a través de un alto porcentaje de utilización de la capacidad instalada al igual que los niveles de eficiencia operacional.

En relación a los costos de mano de obra, energía y distribución, estos se mantienen estables y bien gestionados, asegurando así buenos niveles de márgenes operacionales. Adicionalmente, la adquisición de materias primas, en general, se realiza a través de contratos que aseguran el suministro para un periodo razonable de tiempo.

### DIVERSIFICACIÓN

El segmento vidrio, si bien se encuentra bien diversificado por producto (envases de vino, cervezas, licores, alimentos, bebidas analcohólicas y productos con procesos gráficos), con presencia significativa en líneas de productos clave, una porción relevante de las ventas deriva de ciertos segmentos de industrias (vitivinícola), lo que significa que sus resultados están fuertemente influidos por esta industria, sumado al impacto que tiene Viña Santa Rita en los resultados consolidados de la compañía.

El segmento vino, por la naturaleza de su negocio no tiene una diversificación relevante por producto, sino por cobertura geográfica, donde tiene presencia significativa en varios países como Irlanda, Brasil, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Japón, Dinamarca y China, aun cuando en el mercado doméstico, tiene una fuerte posición.

En este segmento no existen clientes del mercado de exportaciones que representen más del 10% del total de sus ingresos consolidados. En el segmento vidrio, por su parte, la cartera de clientes está muy

poco diversificada, donde pocos clientes representan gran parte de las ventas del segmento<sup>3</sup>.

TAMAÑO RELATIVO

En opinión de ICR, la compañía mantiene poderosas economías de escala (sostenidas en el uso eficiente de tecnología), fuertes barreras de entrada (dadas las inversiones necesarias para competir en el mercado del vidrio) y flexibilidad operacional.

La industria vitivinícola, por su parte, si bien es altamente competitiva, se encuentra concentrada en pocos exponentes, de los cuales se destaca Viña Santa Rita y sus filiales, ya que cuenta con una importante participación de mercado en Chile y es, junto a sus filiales, el tercer grupo vitivinícola en lo referido a exportaciones valoradas de vino embotellado.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A junio del año 2018, los ingresos consolidados de la compañía tuvieron un incremento de 0,9%, cerrando el semestre con \$131.062 millones, respecto a los \$129.902 millones del mismo período del año 2017.

Este aumento se debe a la mayor venta de Cristalchile (+3,2%), lo que fue contrarrestado por una venta levemente menor del segmento vitivinícola (-1,1%)<sup>4</sup>.

El segmento vitivinícola tuvo aumento en sus ventas en el mercado de exportación, lo que se relaciona con un mayor precio promedio FOB (+6,1% respecto al primer semestre del año anterior) y mayor volumen exportado (+2,3%), pero que fue contrarrestado por las ventas del mercado nacional que disminuyeron 2,0% respecto al ingreso del primer semestre del año anterior.

En relación al EBITDA<sup>5</sup>, a junio de 2018 éste disminuyó 15,1% respecto al mismo semestre del año anterior, cuya variación se explica principalmente por los menores ingresos y resultados obtenidos por Viña Santa Rita al cierre del primer semestre de este año y también al aumento de 7,0% en los costos y gastos consolidados, relacionados con mayores costos de energía y mayores cargos por depreciación de Cristalchile y por el mayor costo de Viña Santa Rita producto de las ventas 2016 y 2017.

Ingresos consolidados (Millones de pesos)

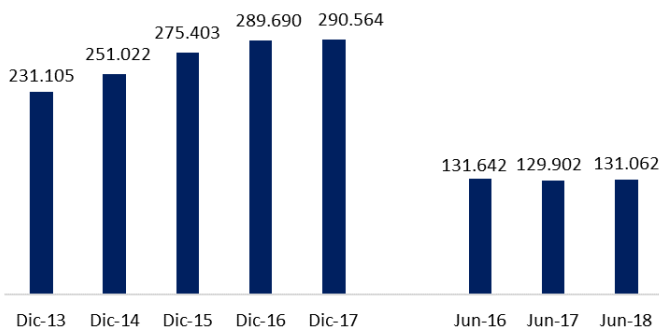


Gráfico 3: Evolución de los ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de los estados financieros)

Evolución ingresos (MM\$)

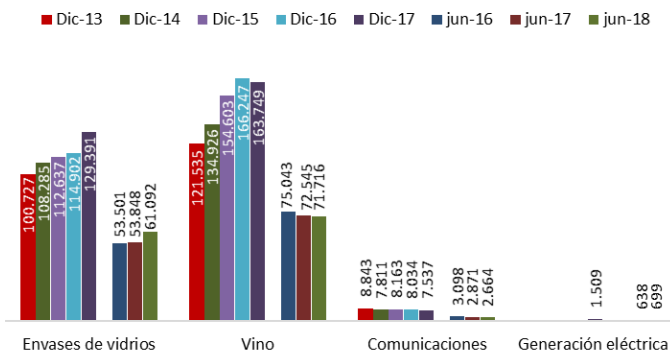


Gráfico 4: Ingresos de las principales filiales de la sociedad.

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

EBITDA (Millones de pesos) y margen EBITDA (%)

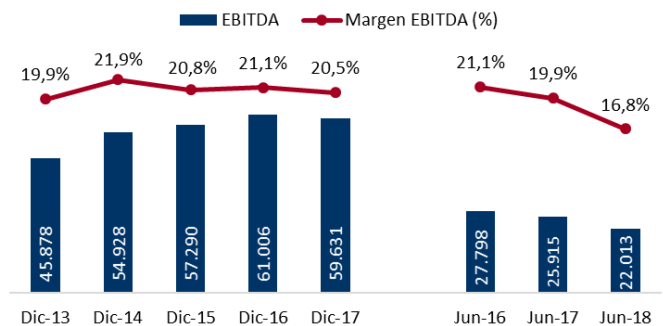


Gráfico 5: Evolución de EBITDA y margen EBITDA consolidado.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En relación a los resultados, a junio de 2018 la compañía obtuvo una utilidad de \$11.929 millones, siendo menor a lo presentado a junio de 2017 (\$14.126 millones), en línea con la variación negativa del EBITDA ya mencionado.

En cuanto a los índices de rentabilidad, dada la disminución del resultado del ejercicio, estos disminuyeron a junio 2018 respecto al mismo período del año anterior.

Resultados (Millones de pesos)

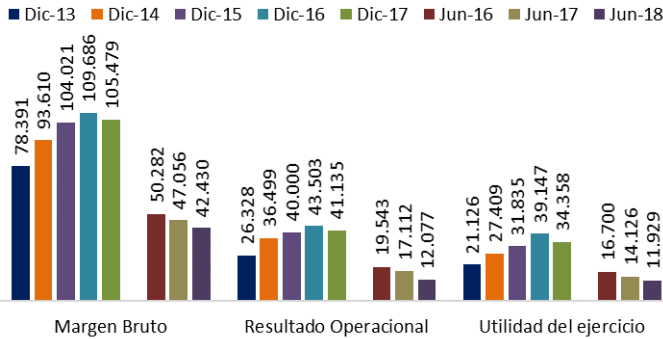


Gráfico 6: Evolución de resultados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Utilidad del ejercicio (Millones de pesos), ROE (%) y ROA (%)

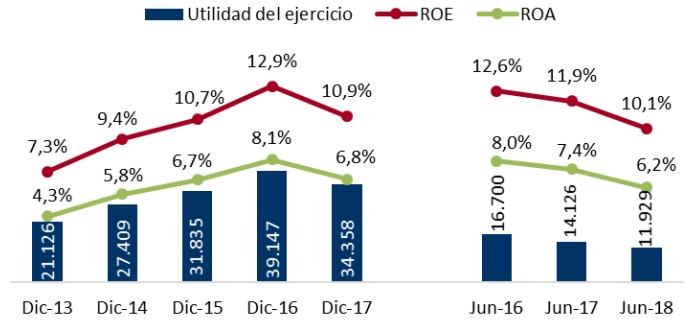


Gráfico 7: Evolución de utilidad del ejercicio y rentabilidades.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

A junio de 2018, la deuda financiera total aumentó hasta \$135.206 millones (\$115.516 millones a diciembre de 2017) debido a mayores créditos bancarios de la Viña Santa Rita (capital de trabajo), los que totalizan \$54.064 millones (\$36.338 millones a diciembre de 2017).

En cuanto a las obligaciones totales con el público, éstas fueron de \$66.705 millones al primer semestre de este año. De éstas, \$18.298 millones corresponden a bonos emitidos por la matriz y \$48.407 millones a bonos emitidos por la afiliada Viña Santa Rita.

A pesar de lo anterior, la compañía sigue en una adecuada posición financiera para hacer frente a ciertas inversiones futuras, tanto en el segmento vidrio como vitivinícola, ambos con requerimientos de Capex de reposición cada cierto tiempo.

Respecto a los principales indicadores de deuda, el endeudamiento total fue de 0,64 veces a junio de 2018, cifra muy similar a la del cierre de 2017, pero se observan incrementos en el endeudamiento financiero y endeudamiento financiero neto dados los requerimientos de capital de trabajo del período.

En el caso de la deuda financiera neta sobre EBITDA, el indicador se situó en 1,91 veces a junio de 2018 producto del incremento de la deuda financiera antes señalada.

Por otro lado, la cobertura de gastos financieros netos disminuyó respecto a diciembre de 2017, pasando de 15,24 hasta 13,43 veces.

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

Deuda financiera consolidada (Millones de pesos)

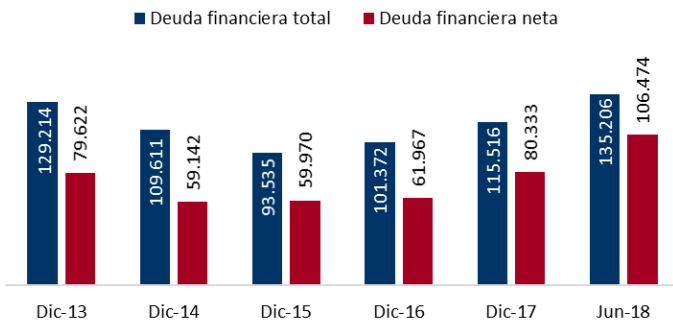


Gráfico 8: Deuda financiera total y neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Indicador (N° de veces)	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento total <sup>6</sup>	0,59	0,60	0,61	0,62	0,64
Endeudamiento financiero <sup>7</sup>	0,37	0,31	0,33	0,36	0,42
Endeudamiento financiero neto <sup>8</sup>	0,20	0,20	0,20	0,25	0,33
Cobertura de gastos financieros netos <sup>9</sup>	15,90	12,26	18,63	15,24	13,43
Deuda financiera neta <sup>10</sup> sobre EBITDA	1,08	1,05	1,02	1,35	1,91
Razón circulante <sup>11</sup>	4,45	2,88	3,00	3,54	3,12
Razón ácida <sup>12</sup>	2,91	1,95	2,00	2,28	1,79

Tabla 6: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En relación a la cobertura del servicio de la deuda financiera<sup>13</sup>, dado el flujo que genera la compañía, cubriría sus obligaciones financieras de los próximos doce meses con suficiente holgura.

## 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 industriales](#) 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 industriales](#) 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, en cuyo caso

## Instrumentos Clasificados

### 1. Bonos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos N° 421, 605 y 606 (serie F), según el siguiente detalle:

CARACTERÍSTICAS SERIES VIGENTES	
Serie	F
N° de línea	606
Fecha de inscripción	19-ago-09
Plazo	21 años
Monto inscrito	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.000.000
Deuda vigente	UF 657.892
Tasa de emisión	3,75
Vencimiento	20-ago-30

**Tabla 7:** Principales características de las emisiones de bonos.

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

Los contratos de emisión contemplan restricciones financieras sobre el endeudamiento de la compañía. Al respecto:

## 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 probabilidad de default evaluada por ICR continúa siendo una combinación del riesgo del negocio y financiero, pero con fuerte énfasis en el riesgo financiero y en los indicadores de liquidez y cobertura de la deuda a corto plazo.

Para el caso de CRISTALERÍAS, la evaluación del riesgo del negocio, esto es: ambiente competitivo, eficiencia en costos, participación de mercado, diversificación y 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, apoyan esta clasificación al tratarse de niveles, por el momento, adecuados, pero que podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, toda vez que la compañía incorpore mayores niveles de deuda que impacten significativamente sus indicadores, o bien si el rendimiento de los negocios en los cuales participa, no generara los flujos suficientes para cubrir la deuda con la holgura que acostumbra esta empresa.

Covenants	Restricción	Dic-17	Jun-18
Nivel de endeudamiento <sup>14</sup>	<=1,4 veces	0,57 veces	0,60 veces

**Tabla 8:** Covenants asociados a los contratos de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La estructura de los contratos de emisión, 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.

### 2. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación acciones nemotécnico CRISTALES con presencia bursátil a través de Credicorp Capital Corredores de Bolsa y con un *floating* de 51,57%, aproximadamente.

La ratificación en Primera Clase Nivel 2 obedece a la presencia bursátil y *floating* ya mencionados, y a la clasificación de solvencia de la compañía (categoría AA).

### TÍTULOS ACCIONARIOS

#### 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 bonos

Fecha	Bonos	Tendencia	Motivo
3-oct-12	AA	Estable	Reseña anual
1-oct-13	AA	Estable	Reseña anual
30-sep-14	AA	Estable	Reseña anual
30-sep-15	AA	Estable	Reseña anual
30-sep-16	AA	Estable	Reseña anual
29-sep-17	AA	Estable	Reseña anual
28-sep-18	AA	Estable	Reseña anual

## Historial de clasificación títulos accionarios

Fecha	Acciones	Tendencia	Motivo
3-oct-12	Primera Clase Nivel 2	Estable	Reseña anual
1-oct-13	Primera Clase Nivel 2	Estable	Reseña anual
30-sep-14	Primera Clase Nivel 2	Estable	Reseña anual
30-sep-15	Primera Clase Nivel 2	Estable	Reseña anual
30-sep-16	Primera Clase Nivel 2	Estable	Reseña anual
29-sep-17	Primera Clase Nivel 2	N/A	Reseña anual
28-sep-18	Primera Clase Nivel 2	N/A	Reseña anual



## Anexo

## ESTADOS FINANCIEROS RESUMIDOS DE CRISTALERÍAS DE CHILE (MILLONES DE PESOS)

INDICADORES	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18
Activos corrientes	216.421	209.771	231.707	232.056	228.671	228.281
Activos no corrientes	253.311	264.210	265.882	285.404	278.801	296.146
Activos totales	469.732	473.981	497.589	517.461	507.471	524.427
Efectivo y equivalentes	38.259	33.533	30.853	29.043	32.602	24.773
Otros activos financieros corrientes	12.210	32	8.553	6.140	3.321	3.960
Inventarios	75.071	67.510	77.001	82.449	95.784	96.890
Pasivos corrientes	48.621	72.793	77.214	65.575	76.626	73.272
Pasivos no corrientes	125.016	104.047	111.416	131.577	116.184	131.126
Pasivos totales	173.637	176.840	188.630	197.152	192.810	204.398
Deuda financiera corriente	4.946	9.789	11.066	10.402	31.328	30.014
Deuda financiera no corriente	104.665	83.746	90.307	105.113	90.608	105.193
Deuda financiera total	109.611	93.535	101.372	115.516	121.936	135.206
Deuda financiera neta	59.142	59.970	61.967	80.333	86.014	106.474
Patrimonio	296.095	297.141	308.959	320.308	314.661	320.028
Ingresos de explotación	251.022	275.403	289.690	290.564	129.902	131.062
Margen bruto	93.610	104.021	109.686	105.479	47.056	42.430
Resultado operacional	36.499	40.000	43.503	41.135	17.112	12.077
Gastos financieros netos	3.454	4.675	3.275	3.913	1.676	1.913
Utilidad del ejercicio	27.409	31.835	39.147	34.358	14.126	11.929
Razón circulante (N° de veces)	4,45	2,88	3,00	3,54	2,98	3,12
Razón ácida (N° de veces)	2,91	1,95	2,00	2,28	1,73	1,79
Endeudamiento total (N° de veces)	0,59	0,60	0,61	0,62	0,61	0,64
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,37	0,31	0,33	0,36	0,39	0,42
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,20	0,20	0,20	0,25	0,27	0,33
EBITDA	54.928	57.290	61.006	59.631	25.915	22.013
Margen EBITDA (%)	21,9%	20,8%	21,1%	20,5%	19,9%	16,8%
EBITDA 12 meses	54.928	57.290	61.006	59.631	59.123	55.729
EBITDA - Capex	46.751	38.563	31.048	24.669	6.051	1.876
Cobertura de gastos financieros 12 meses (N° de veces)	10,84	9,94	12,66	11,32	10,53	10,62
Cobertura gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	15,90	12,26	18,63	15,24	15,28	13,43
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,00	1,63	1,66	1,94	2,06	2,43
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,08	1,05	1,02	1,35	1,45	1,91
Ingreso segmento envases	118.274	123.282	114.902	129.391	53.848	61.092
Ingreso segmento vino	134.926	154.603	166.247	163.749	75.535	71.716
Ingreso segmento comunicaciones	7.811	8.163	8.034	7.537	2.871	2.664
Ingreso segmento generación eléctrica				1.509	638	699
ROE (%)	9,4%	10,7%	12,9%	10,9%	11,9%	10,1%
ROA (%)	5,8%	6,7%	8,1%	6,8%	7,4%	6,2%

<sup>1</sup> Fuente: La compañía (estados financieros a junio 2018, memoria anual 2017, página web); CMF.

<sup>2</sup> Fuente: Memoria anual 2017, OIV Producción de vinos en 2017 y boletín ODEPA vino agosto 2018.

<sup>3</sup> Principales clientes: Compañía Cervecerías Unidas S.A., Compañía Pisquera de Chile S.A., Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui Ltda., Sociedad Anónima Viña Santa Rita, Viña Concha y Toro S.A. y Viña San Pedro Tarapacá S.A.

<sup>4</sup> El análisis por segmento no incluye ajustes de consolidación.

<sup>5</sup> EBITDA = Ingresos ordinarios – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + ajustes por gastos en depreciación y amortización.

<sup>6</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

<sup>7</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera total / patrimonio total.

<sup>8</sup> Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera neta / patrimonio total.

<sup>9</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

<sup>10</sup> Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes – Efectivo y equivalentes – Otros activos financieros corrientes.

<sup>11</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

<sup>12</sup> Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

<sup>13</sup> Ratio de cobertura del servicio de la deuda = (EBITDA – Capex – Impuesto, proyectados) / Obligaciones financieras próximos 12 meses (incluye capital e interés)

<sup>14</sup> Según las escrituras, definen al nivel de endeudamiento como pasivo total menos efectivo equivalente, sobre patrimonio total.

*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.*