

Humphreys comenta la adquisición de Concha y Toro:

Clasificación de riesgo se mantendrá si el perfil del financiamiento es consistente con la generación de caja de la empresa

Santiago, 21 de marzo de 2011. Tras analizar las implicancias que la adquisición de la bodega estadounidense Fetzer Vineyard puede tener para la clasificación de riesgo de **Viña Concha y Toro**, **Humphreys** concluyó que la clasificación de los bonos y títulos accionarios de la empresa no se verá afectada con la anunciada compra, en la medida que el financiamiento de la operación se estructure de manera tal que implique una presión acotada al flujo de caja de la firma, evento totalmente factible dada las características del emisor. Actualmente los títulos de deuda se han clasificado en *Categoría AA/Nivel 1* y las acciones en *Primera Clase Nivel 1*.

En opinión de **Humphreys**, **Concha y Toro** presenta la capacidad financiera, operativa y comercial para llevar a cabo la compra de Fetzer sin afectar los aspectos estructurales que sustenta su clasificación de riesgo. La transacción involucraría una inversión de US\$ 238 millones. Por otra parte, los activos adquiridos implicarían un EBITDA adicional de aproximadamente US\$ 25,2 millones anuales¹, sin asumir sinergias de ningún tipo, pero manteniendo la relación EBITDA sobre ingresos que actualmente exhibe el emisor (16,2% a diciembre de 2010, inferior a la relación estimada que mantiene la sociedad objeto de la compra).

Según los últimos estados financieros, la razón de endeudamiento financiero de **Concha y Toro**, medida como la relación entre deuda financiera y patrimonio, asciende a 0,22 veces. Se espera que después de la adquisición, *ceteris paribus*, el indicador como máximo llegue a 0,52 veces².

Asumiendo que la inversión se financia íntegramente con deuda, criterio más conservador, la relación pasivo financiero sobre EBITDA, que a diciembre de 2010 ascendió a 1,33 veces, se incrementaría en forma puntual a cerca de 2,7 veces³ (a la fecha el emisor mantiene obligaciones con banco y bonos del orden de los US\$ 170 millones). Si bien dicho guarismo podría ser considerado elevado para una clasificación en *Categoría AA*, se debe tener en cuenta la capacidad de la empresa para estructurar una deuda cuyo perfil de pago sea consistente con su generación de flujos de caja y con el carácter de largo plazo de la futura adquisición. Esta presunción es totalmente razonable atendiendo al eminente carácter conservador que en el pasado ha mostrado la compañía y sus controladores.

Actualmente, la deuda de largo plazo de la compañía implica amortizaciones del orden de los US\$ 28 millones anuales (a partir del 2014 baja a US\$ 8,5 millones). Si se considera que la empresa está capacitada para acceder a préstamos a diez años plazo (y superiores), con cupones de pagos cercanos a US\$ 35 millones (si el crédito es a 10 años plazo), sus desembolsos totales por concepto de servicio de la deuda sería de alrededor US\$ 65 millones (US\$ 45 millones a partir del 2014); monto totalmente abordable para una empresa que tiene un EBITDA de US\$ 130 millones, con posibilidad de incrementarse, luego de la inversión, a US\$ 155 millones. Se observa que la empresa presenta la flexibilidad financiera necesaria, incluso bajo el supuesto de una caída en su generación de caja.

¹ Calculado como Ventas Fetzer*(EBITDA/Ingresos Viña Concha y Toro)

² Se calculó manteniendo constante el patrimonio de **Viña Concha y Toro** a diciembre de 2010 y asumiendo que toda la operación se financia con deuda financiera.

³ Calculado como (deuda financiera actual + nueva deuda)/EBITDA con adquisición y tomando como referencia los EEFF a diciembre de 2010.

Es atinente destacar en este análisis que dentro de las fortalezas de **Concha y Toro** figura su buen acceso a las fuentes de financiamiento (ha sido emisor de acciones, ADR y títulos de deuda). A la fecha, dispone de dos líneas de bonos vigentes y sin utilizar por un total de cuatro millones de Unidades de Fomento.

Otro elemento no menos relevantes dice relación con la existencia de una administración que ha mostrado capacidad y conocimiento del sector, con un exitoso desarrollo de su modelo de negocio, que ha logrado diversificar sus áreas de producción y sus líneas de productos.

Sumado a lo anterior, se espera que la inversión permita sinergias positivas para en el mercado vitivinícola estadounidense, tales como la mejora en la posición negociadora, principalmente con los canales de distribución, dada por el aumento del volumen transado (3,1 millones de cajas), el mayor conocimiento del mercado que aportará Fetzer y la posibilidad de ampliar su gama de productos hacia los orgánicos, por medio del *know how* que posee Fetzer a través de Bonterra.

Tampoco es ajeno al análisis de **Humphreys** la posibilidad que tiene el emisor de ampliar las áreas de cobertura de sus vinos en Estados Unidos y la oportunidad de potenciar sus productos en ese mercado. Por otro lado, Fetzer podrá expandir sus exportaciones (que a diciembre 2010 alcanzaban el 20% de sus ingresos), por medio de la fuerte presencia internacional que posee **Concha y Toro**, así como fortalecer su producción, dado que las cosechas de ambas sociedades serán contra cíclicas.

En tanto, se espera que los costos y gastos de **Concha y Toro** se mantengan acotados en el tiempo, dados los antecedentes de la adquisición. Por ello, expectativas razonables, debieran esperar un aprovechamiento de economías de escala que debieran repercutir positivamente en la rentabilidad de los activos.

No obstante las fortalezas mencionadas anteriormente, **Humphreys** reitera que es fundamental para la mantención de la clasificación de riesgo que el perfil del financiamiento de la inversión sea acorde con la capacidad de generación de flujos de la viña y le otorgue la holgura suficiente para enfrentar eventual ciclos negativos del negocio.

Viña Concha y Toro es la principal empresa vitivinícola del país. En la actualidad sus productos se distribuyen a nivel doméstico y en 135 países en el mundo. A diciembre de 2010 generó ingresos del orden de los US\$ 799 millones, un EBITDA de US\$ 130 millones aproximadamente y mantiene en caja cerca de US\$ 38 millones. Los activos alcanzan los US\$ 1.249 millones, los cuales son financiados con US\$ 457 millones de pasivos y US\$792 millones de patrimonio.

Contacto en **Humphreys**:

Pablo Besio M.

Teléfono: 562 - 433 5200

E-mail: pablo.besio@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 433 5200– Fax (562) 433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".