

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 EMBONOR-A	Primera Clase Nivel 3	Confirmación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas
Títulos accionarios EMBONOR-B	Primera Clase Nivel 1	Confirmación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría AA con tendencia estable**, la solvencia y bonos de COCA-COLA EMBONOR S.A. (en adelante EMBONOR, la compañía o la sociedad). Asimismo, ratifica en Primera Clase Nivel 3 los títulos accionarios nemotécnico EMBONOR-A, y en Primera Clase Nivel 1 los títulos accionarios nemotécnico EMBONOR-B.

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

- **Fortaleza de las marcas:** En general, las marcas que comercializa EMBONOR están muy bien valoradas, con significativos niveles de lealtad por los consumidores. Dada la estructura de la industria, y la existencia de territorios franquiciados, la compañía participa en un mercado sin competencia directa en la distribución de productos Coca-Cola, pero para cada categoría comercializada existen competidores locales, abarcando el mismo sector geográfico a través de otras marcas.

- **Participación de mercado:** La participación de mercado de la compañía en Chile es relativamente alta, con una buena posición en todas sus categorías de productos. En cuanto a Bolivia, se ha producido un crecimiento considerable en la participación de mercado durante los últimos años, impulsado por el aumento del consumo y la penetración de nuevas categorías, lo que le permite tener el liderazgo en ese país.

En relación al sistema Coca-Cola, EMBONOR en Chile representa cerca del 37,6% del volumen total de las ventas y en Bolivia alcanza aproximadamente el 96% de las ventas de productos Coca-Cola.

- **Diversificación:** La compañía posee una cartera de marcas y productos altamente diversificada (lo que se complementaría con la adquisición del 15% de participación de Guallaraucó), atendiendo a 63.000 clientes aproximadamente en Chile y 107.000 en Bolivia.

EMBONOR tiene presencia en Chile (52,4% del EBITDA) y Bolivia (47,6% restante, según cifras a septiembre de 2018). Lo anterior revela la importancia relativa que ha ido adquiriendo el mercado boliviano, que ha crecido a tasas relevantes en los últimos años.

- **Economías de escala/tamaño relativo:** Si bien EMBONOR tiene un gran tamaño relativo, aproximadamente un 30% del costo de explotación está expuesto a las fluctuaciones de precio en los mercados internacionales de ciertos insumos necesarios para la elaboración de bebidas, como el azúcar, la resina pet y tapas, entre otros, lo que implica que sus costos pueden verse afectados por estas variaciones, a pesar de su escala.

- **Situación financiera:** A septiembre de 2018 la compañía cerró el período con una deuda financiera total de \$227.195 millones, levemente superior respecto al cierre de diciembre de 2017, aun cuando la empresa ha estado destinando una mayor proporción de recursos en Capex para operar más eficientemente sus negocios.

En cuanto al perfil de amortización, éste muestra que la deuda financiera se encuentra concentrada al largo plazo, manteniéndose en buenos niveles sus indicadores financieros, mostrando un buen rendimiento de la compañía en sus países de operación. De acuerdo a las cifras a septiembre de 2018, la compañía tiene la capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones financieras de los próximos doce meses.

Para el caso de EMBONOR, 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, ratifican esta clasificación al tratarse de una situación financiera, por el momento, "Adecuada", pero que podría ser un factor inductor de un cambio de clasificación en la medida que los flujos generados disminuyan significativamente o si la deuda de la empresa se incrementara muy por sobre su nivel histórico.

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. Respecto a la clasificación de los títulos accionarios, su clasificación se relaciona con la presencia bursátil, *floating* y clasificación de solvencia.

Antecedentes de la Compañía¹

COCA-COLA EMBONOR es una compañía dedicada hace 56 años a la producción y distribución de bebidas refrescantes bajo la licencia de *The Coca-Cola Company*, tanto en Chile como en Bolivia, según el siguiente detalle:

País	Territorios	Instalaciones
Chile	Arica, Iquique, Viña del Mar, Talca, Concepción, Temuco y Puerto Montt.	4 plantas de embotellado
Bolivia	La Paz, Santa Cruz, Potosí, Cochabamba, Sucre, Tarija y Oruro.	4 plantas de embotellado

Tabla 1: Información mercados de operación.

(Fuente: Presentación Corporativa Embonor agosto 2018)

La compañía es actualmente controlada por la familia Vicuña con el 83,52% de las acciones serie A y el 20,46% de las acciones serie B, lo que en conjunto representa el 50,63% de la propiedad total. El resto de la propiedad pertenece principalmente a fondos de inversión, corredoras de bolsa, AFPs, compañías de seguros y fondos mutuos. El detalle de los doce mayores accionistas es el siguiente:

PRINCIPALES ACCIONISTAS	
Libra Inversiones Limitada	47,61%
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	6,48%
Banco de Chile por Cta. de Terceros no Residentes	4,09%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,33%
Rentas Latinsa Limitada	3,30%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	2,88%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,62%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2,10%
Inversiones Nilahue Limitada	1,51%
Inv. V y S Limitada	1,39%
Inv. V y T Limitada	1,29%
AFP Habitat S.A. para Fondo de Pensión C	1,27%
Total 12 Mayores Accionistas	77,87%

Tabla 2: Estructura de propiedad a septiembre de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

El directorio, está compuesto por siete miembros titulares con sus respectivos suplentes, los que son propuestos y elegidos cada dos años por la junta ordinaria de accionistas de la compañía.

Los directores son elegidos por votaciones separadas de las acciones serie A y serie B de la siguiente manera: las acciones serie A tienen derecho a elegir seis directores titulares y sus respectivos suplentes, y las acciones serie B tienen derecho a elegir un director titular y su respectivo suplente, además de recibir todos y cualquiera de los dividendos que reparta la sociedad aumentados en un 5% respecto a los que recibieren los tenedores de la serie A.

Los actuales directores de la compañía, tanto titulares como suplentes, fueron elegidos en la junta ordinaria de accionistas de abril 2017, quedando presidido por Andrés Vicuña García-Huidobro.

DIRECTORIO	
Andrés Vicuña García-Huidobro	Presidente
Manuel Antonio Tocornal Astoreca	Director
Leonidas Vial Echeverría	Director
Bernardo Fontaine Talavera	Director
Jorge Adolfo Lesser García-Huidobro	Director
Diego Hernan Vicuña García-Huidobro	Director
José Tomás Errázuriz Grez	Director

Tabla 3: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

COMITÉ DE DIRECTORES	
Manuel Antonio Tocornal Astoreca	Presidente independiente
Arturo Garnham Bravo	Director suplente independiente
Jorge Adolfo Lesser García-Huidobro	Director no independiente
Emilio Cousiño Valdés	Director suplente
José Tomás Errázuriz Grez	Director no independiente
Nicolás Balmaceda Jimeno	Director suplente

Tabla 4: Comité de directores.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En términos de gobierno corporativo, EMBONOR mantiene políticas de manejo de información de interés para el mercado, de transacciones de directores y ejecutivos, de remuneraciones y gastos del comité de directores, de operaciones con partes relacionadas revisadas por el comité de directores, entre otras.

En cuanto a los hechos más relevantes del último tiempo, durante el 2017 se invirtieron \$70.590 millones, la cifra más alta realizada por la compañía en un ejercicio (en la operación de Chile se invirtieron \$34.148 millones y en Bolivia se invirtieron \$36.442 millones). Esta inversión fue destinada principalmente a la ampliación de capacidad de producción, a la modernización de infraestructura y reemplazo de líneas de embotellado, a la incorporación de nuevas tecnologías y a la adquisición e instalación de equipos fríos en los puntos de ventas.

En octubre de 2018, 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 Guallaraucó.

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, EMBONOR pasó a ser propietaria indirecta del 15% de las acciones de Novaverde.

La Industria²

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 esta región. En Chile, en tanto, el sistema Coca-Cola mantiene una alta participación de mercado en términos de volumen, contando para ello sólo con 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 EMBONOR. 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 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.

Principales Riesgos	Principales mitigadores aplicados por EMBONOR
Dependencia a los proveedores	Relación de largo plazo con algunos proveedores.
Precios de <i>commodities</i>	Contratos de abastecimiento de compras anticipadas y/o contratos de cobertura de tipo de cambio.
Variaciones económicas y regulatorias	Sin mitigador específico. Evaluación de impacto y de 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.
Factores climáticos	Sin mitigadores específicos, impacto se evalúa caso a caso.

Tabla 5: Principales riesgos del negocio y mitigadores de EMBONOR.
(Fuente: Elaboración propia con información de EMBONOR)

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

La compañía comercializa marcas muy reconocidas, con significativos niveles de lealtad del consumidor, donde Coca-Cola propiamente tal, obtiene buenas posiciones en los últimos rankings de reputación corporativa, permitiendo que todas las marcas posean altos niveles de calidad y valor percibido por el consumidor, incluso a pesar de un precio elevado. EMBONOR mantiene una participación de mercado relativamente alta (primero o segundo en prácticamente todas las categorías de productos) en sus territorios franquiciados, derivada de una fuerte

mejora en las ventas de productos existentes a través de los años (principalmente en Bolivia), cuyos volúmenes se han incrementado 5,8% CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₇ y altos niveles de inversión en marketing, reforzando la fortaleza de la marca.

En Chile, por su parte, si bien corresponde a un mercado de mayor madurez en términos de consumo respecto a Bolivia, la compañía ha logrado incrementar sus volúmenes de venta en 0,9% CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₇.

Dada la estructura de la industria y la existencia de territorios franquiciados, la compañía mantiene una posición de liderazgo en los mercados donde opera, es decir, participa en un mercado sin competencia entre embotelladores Coca-Cola en términos geográficos, compitiendo sólo con embotelladores de otras marcas.

En relación al volumen de ventas, EMBONOR en Chile representa el 37,6% de las ventas del sistema Coca-Cola y en Bolivia el 96%, lo que significa que se ubica en una muy buena posición dentro de la industria.

DIVERSIFICACIÓN

La compañía posee una cartera de productos altamente diversificada, mitigando con ello, cualquier riesgo asociado con una línea de productos en particular, atendiendo a 63.000 clientes aproximadamente en Chile y 107.000 en Bolivia. La cartera de productos y clientes se podría incrementar en el corto-mediano plazo, dada la adquisición del 15% de participación de Guallaraucó.

Lo anterior revela la importancia relativa que ha ido adquiriendo el mercado boliviano, que ha crecido a tasas de dos dígitos durante los últimos años (en volumen de ventas), superior a lo que crece el mercado chileno.

En términos geográficos, la compañía tiene exposición significativa a diferentes países, regiones y localidades, como es el caso de Chile y Bolivia, quienes generan el 52,4% y 47,6% del EBITDA de EMBONOR, respectivamente (cifras a septiembre de 2018).

Los resultados de EMBONOR en Bolivia se explican en parte por el desempeño económico de dicho mercado, lo que ha impulsado la demanda y el consumo en general y ha permitido a EMBONOR tener un mix de acceso a mercados en desarrollo, asegurando oportunidades de crecimiento, con muy buen mix de productos discrecionales y no discrecionales.

ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

Si bien EMBONOR tiene un gran tamaño relativo, ofreciendo un fuerte poder de compra de insumos, aproximadamente un 30% del costo de explotación está expuesto a las fluctuaciones de precio en los mercados internacionales de ciertos insumos necesarios para la elaboración de bebidas como son el azúcar, la resina pet y tapas, entre otros. En consecuencia, sus costos pueden verse afectados por estas variaciones, pese a la escala que tiene la empresa.

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. En efecto, dada la significativa inversión realizada durante el 2017, se implementaron dos nuevas líneas de embotellado de última generación para bebidas en botellas de vidrio retornables en las plantas de Concón y Temuco. Además, la escala permite realizar grandes campañas de marketing, las que son realizadas de manera conjunta con *The Coca-Cola Company*.

A pesar de lo anterior, la compañía ha sido capaz de traspasar los incrementos en costos (parcialmente) a los clientes, lo que significa que EMBONOR 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 y de la relevancia de las marcas para los consumidores.

EMBONOR mantiene canales de distribución muy bien establecidos, sólidos y diversos, contando a la fecha con una red bien establecida que incluye 37 centros de distribución en total (23 centros en Chile y 14 centros en Bolivia), con ventas fuertemente concentradas en el canal tradicional (almacenes, botillerías y autoservicios) y secundariamente en supermercados, restaurantes, mayoristas y otros.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A septiembre de 2018, los ingresos de EMBONOR aumentaron 0,8%, totalizando \$394.278 millones, producto del crecimiento de las ventas en Chile (+1,6%), contrarrestadas parcialmente por la leve disminución de las ventas en Bolivia (-0,2%).

peso chileno y boliviano, pese al aumento de volúmenes en dicho país (+1,3%).

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 (-0,6%). La disminución de ingresos en Bolivia, por su parte, fue producto de la variación del tipo de cambio entre

En términos consolidados, al cierre de septiembre de 2018 la compañía alcanzó un volumen total de ventas físicas de 192 millones de cajas unitarias, lo que representa un incremento de 0,4% respecto a septiembre de 2017, evidenciando el crecimiento en Bolivia y la madurez del negocio chileno.

Respecto a las categorías del negocio, en Chile la compañía vende principalmente bebidas carbonatadas o gaseosas (80% de las ventas y 63,8% de participación de mercado³), seguido de aguas (11% de las ventas y 35,6% de participación de mercado) y bebidas no carbonatadas (9% de las ventas y 32,6% de participación de mercado).

En Bolivia, por su parte, la principal venta también corresponde a bebidas carbonatadas (85% de las ventas y 82,6% de participación de mercado), seguido de aguas (13% de las ventas y 67,9% de participación de mercado) y una proporción menor de bebidas no carbonatadas, compuesta por: bebidas energizantes, isotónicos y néctares (2% de las ventas y 2,6%, 93% y 13,3% de participación de mercado, respectivamente).

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

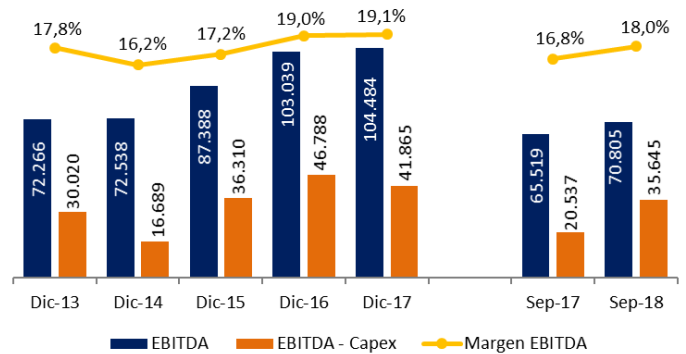


Gráfico 3: EBITDA y margen de EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En Chile, el EBITDA aumentó 13,9% a septiembre de 2018, mientras que en Bolivia aumentó sólo 2,3% en el mismo período de medición, con márgenes EBITDA de 16,1% (14,4% a septiembre de 2017) y 20,5% (20,0% a septiembre de 2017), respectivamente.

Evolución de ingresos (MM\$) y volumen de venta (millones de cajas unitarias)

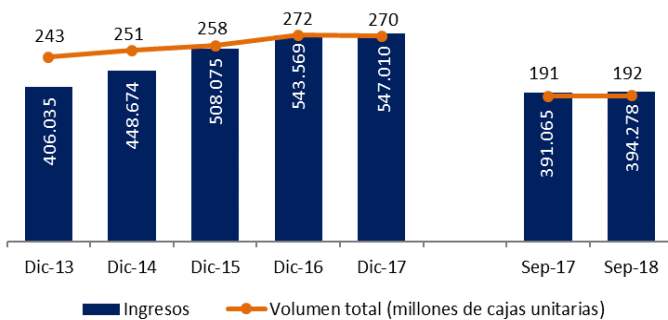


Gráfico 1: Evolución ingresos consolidados y volúmenes de venta.

(Fuente: Elaboración propia, en base a estados financieros y análisis razonado)

Evolución EBITDA, por país (MM\$)

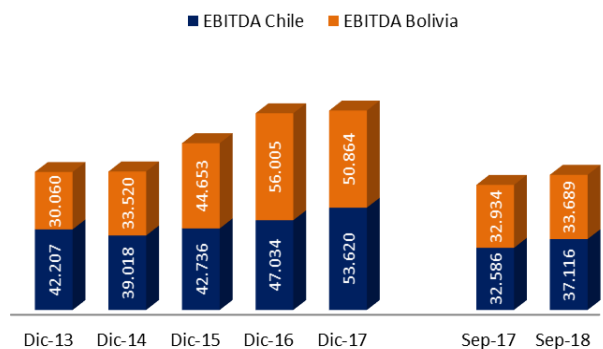


Gráfico 4: Evolución composición EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

Evolución ingresos, por país (MM\$)

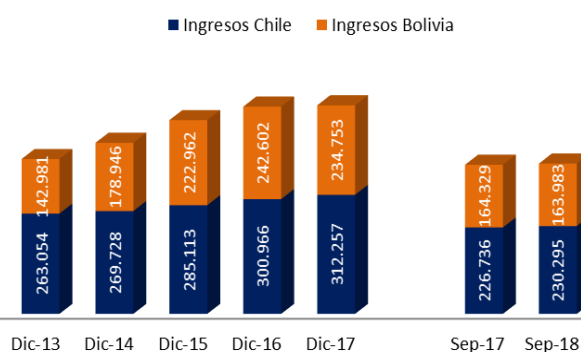


Gráfico 2: Evolución composición ingresos.

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

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

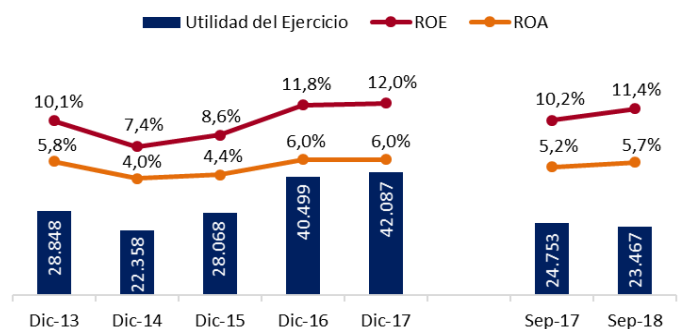


Gráfico 5: Evolución de utilidad del ejercicio y rentabilidades.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En relación al EBITDA⁴, a septiembre de 2018 éste aumentó 8,1% respecto al mismo período del año anterior, con un margen EBITDA⁵ de 18,0% (16,8% a septiembre de 2017). Esta variación obedece a mayores ingresos en la operación chilena y a menores costos en ciertas materias primas, tales como el azúcar, además de eficiencias operacionales.

En relación a los resultados, a septiembre de 2018 la compañía obtuvo una utilidad de \$23.467 millones, disminuyendo 5,2% respecto al mismo período del año anterior, explicado tanto por la mayor depreciación en Chile y en Bolivia, como por la mayor pérdida no operacional.

Las partidas no operaciones muestran que durante los primeros nueve meses del año 2018 hubo mayores costos financieros netos (+\$311 millones), menor ganancia de inversiones en asociadas (-\$1.043 millo-

nes), menor resultado por unidades de reajuste (-\$788 millones) debido a una mayor inflación acumulada en el año en Chile, siendo compensado parcialmente con un mayor resultado por diferencia de cambio (+\$1.918 millones), producto de una mayor depreciación del peso frente al dólar en Chile en el año 2018.

En cuanto a los índices de rentabilidad, dada la disminución del resultado del ejercicio, estos disminuyeron a septiembre 2018 respecto al mismo período de 2017.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

A septiembre de 2018, la compañía cerró con una deuda financiera total⁶ de \$227.195 millones, levemente superior respecto al cierre de diciembre de 2017. Esta deuda está compuesta principalmente por créditos bancarios en ambos países, seguido de bonos locales.

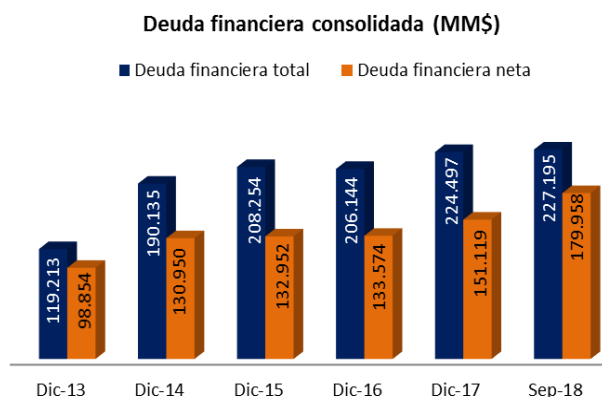


Gráfico 6: Evolución deuda financiera.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Si bien, la deuda financiera ha ido aumentando en el último tiempo, los indicadores financieros de la compañía se han mantenido en niveles adecuados, mostrando un buen rendimiento de la compañía en sus países de operación. Además, el perfil de amortización de EMBONOR muestra que la deuda financiera se encuentra concentrada al largo plazo.

En relación a la cobertura del servicio de la deuda⁷, dado el flujo que genera la compañía, cubriría sus obligaciones financieras de los próximos doce meses con suficiente holgura.

Respecto a los principales indicadores de deuda, el endeudamiento total fue de 1,02 veces a septiembre de 2018, cifra muy similar a la del cierre de 2017, mientras que el endeudamiento financiero y el endeudamiento financiero neto fueron de 0,62 veces y 0,49 veces, respectivamente. En el caso de la deuda financiera neta sobre EBITDA, el indicador se situó en 1,64 veces a septiembre de 2018, producto del incremento de la deuda financiera antes señalada.

Cabe destacar que el aumento en el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA a 1,64 veces radica en el menor nivel de efectivo y equivalentes al efectivo (-34,5% respecto a diciembre de 2017) producto del uso de recursos propios para el plan de inversiones que mantiene la compañía y pago de dividendos. Por otro lado, la cobertura de gastos financieros netos aumentó respecto a diciembre de 2017, pasando desde 9,97 hasta 10,18 veces.

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

Indicador (N° de veces)	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Endeudamiento total ⁸	0,96	0,99	0,95	1,04	1,02
Endeudamiento financiero ⁹	0,60	0,62	0,59	0,63	0,62
Endeudamiento financiero neto ¹⁰	0,42	0,40	0,38	0,43	0,49
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	9,57	9,94	8,99	9,97	10,18
Deuda financiera neta ¹² sobre EBITDA	1,81	1,52	1,30	1,45	1,64
Razón circulante ¹³	1,39	1,38	1,48	1,42	0,99
Razón ácida ¹⁴	1,02	0,98	1,07	1,04	0,62

Tabla 6: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En cuanto a los hechos relevantes del último tiempo, durante septiembre de 2018, EMBONOR informó que realizará dos rescates anticipados parciales de los bonos serie C, emitidos con cargo a la línea N° 696, los que serán materializados los días 26 de noviembre de 2018 y 07 de diciembre de 2018, por un valor nominal de UF 500.000 en cada oportunidad.

La clasificación asignada a EMBONOR podría ajustarse a la baja en el futuro conforme el flujo generado disminuya significativamente o bien si la compañía incrementara su deuda, de modo tal que deteriore de manera relevante sus indicadores respecto a sus niveles históricos.

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

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 EMBONOR, 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, ratifican esta clasificación al tratarse de una situación 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.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente los bonos de monto fijo B1 y B2 y las líneas de bonos N° 505, 695 (serie F) y 696 (serie C), según el siguiente detalle:

CARACTERÍSTICAS SERIES VIGENTES				
Serie	B1 (monto fijo)	B2 (monto fijo)	F	C
N° inscripción	224	224	695	696
Fecha de inscripción	30-mar-00	30-mar-00	04-sep-14	04-sep-14
Plazo	20,8 años	20,8 años	20,92 años	4,92 años
Monto inscrito	UF 200.000	UF 1.800.000	UF 4.000.000	UF 4.000.000
Monto colocado	UF 155.000	UF 1.400.000	UF 1.500.000	UF 1.500.000
Deuda vigente	UF 20.167	UF 94.118	UF 1.500.000	UF 1.500.000
Tase de emisión (%)	6,75	6,75	3,20	2,30
Vencimiento	01-feb-21	01-feb-21	01-sep-2035	01-sep-2019

Tabla 7: Principales características de las emisiones de bonos.

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

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.

Los principales *covenants* asociados a estas emisiones son los siguientes:

Indicador (N° de veces)	Restricción	Serie	dic-15	dic-16	dic-17	sep-18
Cobertura de gastos financieros	>= 2,5 veces	B1, B2	9,94	8,99	9,97	10,18
Deuda financiera neta sobre EBITDA	<= 4,0 veces	C, F	1,52	1,30	1,45	1,64
Endeudamiento financiero neto	<= 1,33 veces	C, F	0,40	0,38	0,43	0,49

Tabla 8: *Covenants* asociados a la emisión de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

2. Títulos accionarios

Los títulos accionarios de COCA-COLA EMBONOR, nemotécnico EMBONOR-A y EMBONOR-B, se transan en Bolsa de Comercio de Santiago, presentando un *floating* (porcentaje no controlador) de 16,48% para la serie A y 79,54% para la serie B.

Respecto a la presencia de los títulos accionarios, la serie A no mantiene presencia bursátil ni *market maker* durante los últimos doce meses, mientras que la serie B tiene presencia cercana al 85%.

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

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 verían afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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.

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 3

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

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN DE BONOS Y SOLVENCIA

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
28-dic-12	AA-	Estable	Reseña anual
29-nov-13	AA-	Estable	Reseña anual
28-nov-14	AA-	Estable	Reseña anual
30-nov-15	AA-	Estable	Reseña anual
30-nov-16	AA-	Estable	Reseña anual
27-mar-17	AA-	Positiva	Cambio de tendencia
30-nov-17	AA-	Positiva	Reseña anual
02-abr-18	AA	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
28-nov-18	AA	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS EMBONOR A

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
28-dic-12	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
29-nov-13	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
28-nov-14	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
30-nov-15	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
30-nov-16	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
30-nov-17	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual
28-nov-18	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS EMBONOR B

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
28-dic-12	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
29-nov-13	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
28-nov-14	Primera Clase Nivel 3	Estable	Reseña anual
30-nov-15	Primera Clase Nivel 2	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación
30-nov-16	Primera Clase Nivel 2	Estable	Reseña anual
30-nov-17	Primera Clase Nivel 1	N/A	Reseña anual con cambio de clasificación
28-nov-18	Primera Clase Nivel 1	N/A	Reseña anual

Anexo

ESTADOS FINANCIEROS RESUMIDOS DE EMBONOR (MILLONES DE PESOS)						
INDICADORES	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-17	Sep-18
Activos corrientes	163.737	173.854	179.953	201.096	170.220	178.688
Activos no corrientes	454.907	493.956	501.425	518.481	522.952	556.716
Activos totales	618.644	667.809	681.378	719.576	693.172	735.404
Efectivo y equivalentes	57.968	73.876	71.225	72.143	44.526	47.237
Otros activos financieros corrientes	1.217	1.425	1.345	1.236	1.363	0
Inventarios	43.547	50.680	49.153	53.813	59.906	66.468
Pasivos corrientes	117.647	125.666	121.798	141.232	122.280	180.201
Pasivos no corrientes	186.104	205.996	211.013	224.762	219.583	191.628
Pasivos totales	303.751	331.662	332.810	365.994	341.863	371.829
Capital de trabajo	46.090	48.188	58.155	59.864	47.940	-1.512
Deuda financiera corriente	20.233	20.594	14.122	18.657	16.111	60.064
Deuda financiera no corriente	169.903	187.660	192.021	205.840	200.688	167.131
Deuda financiera total	190.135	208.254	206.144	224.497	216.800	227.195
Deuda financiera neta	130.950	132.952	133.574	151.119	170.910	179.958
Patrimonio	314.893	336.147	348.568	353.583	351.309	363.575
Ingresos de explotación	448.674	508.075	543.569	547.010	391.065	394.278
Costos de explotación	-271.716	-293.204	-308.586	-318.891	-229.974	-230.463
Margen bruto	176.958	214.870	234.982	228.119	161.091	163.815
Resultado operacional	49.325	60.983	73.009	72.137	41.861	40.238
Depreciación	23.213	26.405	30.030	32.347	23.658	30.568
Ingresos financieros	277	537	511	713	517	855
Gastos financieros	7.858	9.330	11.976	11.189	8.070	8.718
Gastos financieros netos	7.582	8.793	11.465	10.477	7.552	7.863
Utilidad del ejercicio	22.358	28.068	40.499	42.087	24.753	23.467
Razón circulante (N° de veces)	1,39	1,38	1,48	1,42	1,39	0,99
Razón ácida (N° de veces)	1,02	0,98	1,07	1,04	0,90	0,62
Endeudamiento corto plazo (N° de veces)	0,37	0,37	0,35	0,40	0,35	0,50
Endeudamiento largo plazo (N° de veces)	0,59	0,61	0,61	0,64	0,63	0,53
Endeudamiento total (N° de veces)	0,96	0,99	0,95	1,04	0,97	1,02
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,60	0,62	0,59	0,63	0,62	0,62
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,42	0,40	0,38	0,43	0,49	0,49
EBITDA	72.538	87.388	103.039	104.484	65.519	70.805
Margen EBITDA (%)	16,2%	17,2%	19,0%	19,1%	16,8%	18,0%
EBITDA – Capex	16.689	36.310	46.788	41.865	20.537	35.645
Capex	55.849	51.078	56.251	62.618	44.982	35.160
Gastos financieros 12 meses	7.858	9.330	11.976	11.189	10.815	11.838
Gastos financieros netos 12 meses	7.582	8.793	11.465	10.477	10.140	10.787
Cobertura de gastos financieros (N° de veces)	9,23	9,37	8,60	9,34	9,20	9,27
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	9,57	9,94	8,99	9,97	9,81	10,18
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,62	2,38	2,00	2,15	2,18	2,07
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,81	1,52	1,30	1,45	1,72	1,64
Margen bruto (%)	39,4%	42,3%	43,2%	41,7%	41,2%	41,5%
Margen operacional (%)	11,0%	12,0%	13,4%	13,2%	10,7%	10,2%
Volumen Chile (millones de cajas unitarias)	122	123	127	125	91	90
Volumen Bolivia (millones de cajas unitarias)	129	135	145	145	100	102
Volumen total (millones de cajas unitarias)	251	258	272	270	191	192
EBITDA Chile	39.018	42.736	47.034	53.620	32.586	37.116
EBITDA Bolivia	33.520	44.653	56.005	50.864	32.934	33.689
EBITDA total	72.538	87.389	103.039	104.484	65.519	70.805
Ingresos Chile	269.728	285.113	300.966	312.257	226.736	230.295
Ingresos Bolivia	178.946	222.962	242.602	234.753	164.329	163.983
Total ingresos consolidados	448.674	508.075	543.569	547.010	391.065	394.278
Margen EBITDA Chile (%)	14,47%	14,99%	15,63%	17,17%	14,37%	16,12%
Margen EBITDA Bolivia (%)	18,73%	20,03%	23,09%	21,67%	20,04%	20,54%

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a septiembre 2018, memoria anual 2017, página web); CMF.

² Fuente: Memoria anual 2017.

³ Fuente: Memoria anual 2017 y presentación corporativa EMBONOR agosto 2018, disponible en su página web.

⁴ EBITDA = Ingresos de explotación – costos de explotación – costos de distribución – gastos de administración + otros ingresos + otras ganancias (pérdidas) + ajustes por gastos en depreciación y amortización.

⁵ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de explotación.

⁶ Deuda financiera total = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁷ Ratio de cobertura del servicio de la deuda = (EBITDA + caja – Capex – impuesto, proyectados) / obligaciones financieras próximos 12 meses (incluye capital e interés).

⁸ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero = Deuda financiera total / patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera neta / patrimonio total.

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / gastos financieros netos 12 meses.

¹² Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes.

¹³ Razón circulante = Activo circulante / pasivo circulante.

¹⁴ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / pasivo circulante.

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.