



## ACCIÓN DE RATING

05 de diciembre, 2025

### Reseña anual de clasificación

#### RATINGS

##### Coca-Cola Embonor S.A.

Solvencia	AA
Bonos	AA
Títulos accionarios	Nivel 3 (EMBONOR-A) Nivel 1 (EMBONOR-B)
Tendencia	Estable
Estados financieros	3Q-2025

Para mayor información, ir a sección  
[Evolución de ratings](#)

#### METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de clasificación industria de consumo](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

#### CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8200  
Gerente de Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Maricela Plaza +56 2 2896 8200  
Directora Senior Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

Vicente Escudero +56 2 2896 8200  
Analista de Corporaciones  
[vescudero@icrchile.cl](mailto:vescudero@icrchile.cl)

## Coca-Cola Embonor S.A.

### Reseña anual de clasificación de riesgo

ICR ratifica en categoría AA/Estable la clasificación de solvencia y bonos de Coca-Cola Embonor S.A., al mismo tiempo que sus títulos accionarios nemotécnicos EMBONOR-A y EMBONOR-B se ratifican en Primera Clase Nivel 3 y Primera Clase Nivel 1, **respectivamente**, ratificación sustentada en las características propias de su negocio relacionadas, por ejemplo, con el buen posicionamiento de sus marcas, su alta participación de mercado, buen grado de diversificación de su portafolio de productos, en su gran tamaño relativo y en su fortaleza financiera que ratificamos en esta evaluación en una categorización de “Adecuada”.

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. En general, las marcas que comercializa Embonor están muy bien valoradas, con significativos niveles de lealtad de sus consumidores y durante los últimos ocho años la estrategia de negocios ha incluido la ampliación de su portafolio mediante la distribución de productos alcohólicos de terceros, además de las continuas innovaciones comerciales.

Precisamente, consideramos que la penetración de su modelo de negocio y de sus marcas, junto con los planes de eficiencia que desarrolla la compañía, han propiciado cierta estabilidad en su generación operacional, pese al complejo panorama de divisas en Bolivia, dando cuenta de la holgura con la que cuenta la compañía dentro de su categoría de clasificación de AA, para hacer frente a ciertas contingencias sin debilitar su posición financiera ni su perfil de crédito. Así, si bien a septiembre de 2025 el emisor tuvo una presión muy significativa asociada a los mayores costos para la compra de dólares, los mitigantes aplicados por Embonor tuvieron un impacto en disminución de volúmenes en Bolivia de sólo 4,3%. Además, la diversificación de operaciones en dos países contribuyó a que la caída a doble dígito de EBITDA en Bolivia (medida en CLP), pudiera ser absorbida casi en su totalidad por la operación chilena, propiciando que la disminución consolidada de EBITDA fuese sólo de 3,3% en los 9M-25.

Respecto a los principales indicadores crediticios, estos tuvieron una trayectoria positiva en los primeros nueve meses de este año. Si bien la aplicación de la enmienda a la NIC 21 tuvo una incidencia muy significativa en el balance de la compañía y propició esta mejora en indicadores, la ratificación de la fortaleza financiera de la compañía en una categorización de “Adecuada” contempla la robustez de su modelo de negocios y su impacto en los indicadores de largo plazo, por lo que consideramos que la aplicabilidad de esta norma vuelve a hacer converger los ratios del emisor a los rangos de largo plazo, además de generarle una mayor consistencia a las cifras reportadas.

Perfil de la Empresa

Coca-Cola Embonor es una compañía dedicada hace más de 60 años a la producción y distribución de bebidas analcohólicas bajo la licencia de *The Coca-Cola Company*, en Chile y Bolivia. Adicionalmente, tras una serie de acuerdos comerciales en Chile, distribuye y comercializa productos alcohólicos de Diageo (desde 2018), Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui y Viña Francisco de Aguirre (desde 2019), Cervecerías Chile — filial de AB InBev— (desde 2020) y de Viña Santa Rita (desde 2021).

La compañía es controlada por la familia Vicuña con el 90,3% de las acciones serie A y el 21,2% de las acciones serie B, lo que, en conjunto, representa el 54,2% de la totalidad de las acciones. El resto de la propiedad pertenece a AFPs y compañías de seguro (16,0%), fondos de inversión (14,3%), corredoras de bolsa (8,5%) y otros (7,0%).

Respecto al gobierno corporativo, 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, pudiendo ser reelegidos. La última designación de directorio se llevó a cabo en abril de 2025, instancia en la que se reeligieron seis de los siete directores y directores suplentes.

Dentro de los hechos relevantes del último tiempo, destaca la inauguración en agosto de 2024 de la nueva planta Re-Ciclar, desarrollada en colaboración con Coca-Cola Andina y que permitirá que ambas embotelladoras produzcan envases elaborados con material reciclado, obtenido mediante alianzas estratégicas con recicladores locales en Chile.

Otro antecedente que es relevante de señalar por el impacto contable que tuvo para Embonor, fue la aplicación inicial de la enmienda a la NIC 21 que se relaciona con la ausencia de convertibilidad en Bolivia dada la imposibilidad de acceder al dólar estadounidense al tipo de cambio oficial. En base a esta norma contable, a partir del tercer trimestre de este año los estados financieros de las subsidiarias en Bolivia fueron traducidos a la moneda de presentación de Coca-Cola Embonor S.A., utilizando el tipo de cambio dólar estadounidense determinado mediante cotizaciones de bancos comerciales locales en reemplazo del tipo cambio dólar oficial de Bolivia. Con ello, la compañía tuvo un impacto patrimonial negativo de \$32.358 millones (-\$45.872 millones contabilizados en reservas de conversión y +\$13.514 millones en la cuenta de resultados acumulados), además de haberse generado varias variaciones relevantes en las cuentas de activos, pasivos, del estado de resultado y de flujo de efectivo.

Industria embotelladora: Portafolio de marcas Coca-Cola mantiene su liderazgo en Chile y Bolivia

El sistema Coca-Cola opera 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* (A1/Estable por Moody's) 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.

En general, la industria de embotelladoras 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, además de una fuerte red de distribución y un mix de productos cada vez más diversificados, permitiendo con ello generar sinergias al momento de optimizar la logística y la venta.

Para *The Coca-Cola Company* (TCCC), Latinoamérica es un mercado relevante en términos de volúmenes de venta, destacando México dentro de la región que es representado, entre otros embotelladores, por Coca-Cola FEMSA (embotellador y

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Libra Inversiones Limitada	49,57%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	7,36%
Rentas Latinsa Limitada	3,30%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,59%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	2,52%
Inv. V y T Ltda.	2,29%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	2,15%
Pionero Fondo de Inversión	2,11%
Inv. V y S Ltda.	2,04%
AFP Habitat S.A. Fondo C	1,65%
Inversiones Nilahue Limitada	1,51%
AFP Habitat S.A. Fondo A	1,38%

Fuente: Información CMF a septiembre de 2025

DIRECTORIO

Andrés Vicuña G-H.	Director
Paz Ovalle P.	Director
Leonidas Vial E.	Director
Jorge A. Lesser G-H.	Director
Diego Vicuña G-H.	Director
José T. Errázuriz G.	Director
Jaime García R.	Director
José M. Bambach S.	Director Suplente
Carola Trucco H.	Director Suplente
Ricardo Matte E.	Director Suplente
Jacinta Vicuña T.	Director Suplente
Hernán Vicuña S.	Director Suplente
Andrés Vicuña T.	Director Suplente
Juan D. Vicuña S.	Director Suplente

Fuente: CMF

ANTECEDENTES DE LAS ACCIONES

- **Acciones serie A:** tienen derecho a elegir seis directores titulares y sus respectivos suplentes. Además, tienen derecho a voto pleno y sin limitaciones.
- **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 reciban los accionistas de la serie A. Además, tienen derecho a citar a JOA o JEA cuando a lo menos el 5% de las acciones serie B lo requiera y citar a directorio extraordinario cuando el director electo con las acciones serie B lo requiera.

Fuente: Memoria anual

comercializador de bebidas más grande del mundo dentro del sistema Coca-Cola, en términos de volumen) y Arca Continental (segunda embotelladora de Coca-Cola más grande de Latinoamérica y una de las más importantes del mundo).

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 representan el 59% y 41%, respectivamente, de las ventas del Sistema Coca-Cola en nuestro país. Ambos embotelladores producen y comercializan productos bajo licencia de TCCC en sus respectivos territorios y compiten mayoritariamente con CCU, a través de ECUSA.

En Bolivia, por su parte, el 95% de las ventas del Sistema Coca-Cola se desarrollan mediante la filial Embol (Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A), quien presenta sólidas participaciones de mercado en bebidas gaseosas (70,4%), aguas (52,4%) y bebidas no carbonatadas (49,9%). En cuanto a la competencia, otros actores con algún grado de relevancia en el país son Cervecería Boliviana Nacional, Bebidas Bolivianas, PIL Andina y La Cascada.

Dado que el consumo per cápita está correlacionado con el ingreso disponible de las personas (así como con las actividades comerciales de los competidores, la densidad poblacional, el porcentaje de población trabajando y las condiciones climáticas), durante este año se ha observado una leve mejora en el performance de la industria local, aunque un menor rendimiento en Bolivia, producto de la crisis cambiaria y de combustible que existe en el país. Pese a ello, la industria embotelladora muestra una mayor resiliencia respecto a otros sectores, gracias a la menor elasticidad de la demanda por los productos ofrecidos.

## Clasificación de riesgo del negocio: **AA**

### Marcas distribuidas por Embonor sostienen su alto reconocimiento por parte de los consumidores y persiste el liderazgo en el mercado de gaseosas

Dada la estructura de la industria y la existencia de territorios franquiciados, Coca-Cola Embonor opera en un mercado sin competencia entre operadores de Coca-Cola en términos geográficos, traduciéndose en el 41% de las ventas del sistema Coca-Cola en Chile y 95% en Bolivia. Para cada territorio franquiciado, la compañía tiene posición de liderazgo en la categoría de gaseosas, con una participación de mercado en torno al 68% en Chile y 70% en Bolivia.

La distribución de productos alcohólicos en Chile, por su parte, si bien se ha visto afectada por la debilidad de demanda en el último tiempo, consideramos que igualmente aporta con la transformación de la sociedad hacia una Compañía Total de Bebidas, potenciando una oferta de mayor profundidad para el cliente. Además, el continuo lanzamiento de nuevas categorías no alcohólicas representa una estrategia de posicionamiento de sus marcas y que potencia la generación robusta de ingresos consolidados.

Dado lo anterior, consideramos que las marcas comercializadas por Embonor tienen un significativo reconocimiento y lealtad por parte de los consumidores, por lo que no estimamos debilitamiento al respecto en los próximos 12-18 meses, lo que justifica que en esta evaluación ratifiquemos los pilares del negocio relacionados a **Fortaleza de la Marca** y **Participación de Mercado**. Si bien en el último tiempo el mercado boliviano ha tenido un menor rendimiento producto de la crisis cambiaria, consideramos que la posición de Embonor en dicho país se mantiene sólida, pese al complejo escenario económico y social que le ha tocado atravesar en los últimos años.

### ANTECEDENTES DE DISTRIBUCIÓN

- ❖ **Territorios franquiciados en Chile:** Arica, Iquique, Valparaíso, Talca, Chillán, Concepción, Temuco, Valdivia y Puerto Montt.
- ❖ **Territorios franquiciados en Bolivia:** La Paz, Santa Cruz, Potosí, Cochabamba, Sucre, Tarija y Oruro.
- ❖ Desde agosto de 2018, en los territorios franquiciados en Chile se **distribuye Diageo** (principales marcas: Johnnie Walker, White Horse, Sandy Mac, Smirnoff, Tanqueray y Baileys, entre otras).
- ❖ Desde octubre de 2019, se distribuyen y comercializan las bebidas alcohólicas producidas por **Cooperativa Agrícola Pisquera Elqui y por la Viña Francisco de Aguirre** (piscos marcas Capel, Alto del Carmen, Artesanos del Cochiguaz, entre otros).
- ❖ Desde noviembre de 2020, en los territorios franquiciados en Chile se distribuyen y comercializan cervezas elaboradas o importadas por **Cervecería Chile (ABInBev Chile)**, tales como Corona, Stella Artois, Budweiser, Becker, Báltica, Cusqueña, Kilometro 24.7, Quilmes y otras.
- ❖ Desde noviembre de 2021, en los territorios franquiciados en Chile se distribuyen y comercializan los productos de **Viña Santa Rita**, tales como Santa Rita, 120, Casa Real, Medalla Real, Carmen y Terra Andina, entre otras.

Fuente: Memoria anual.

### MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO DE COCA-COLA EMBONOR

	AA	A	BBB	BB	B
Fortaleza de la marca					
Participación de mercado					
Diversificación					
Economías de escala / tamaño relativo					

Fuente: Metodología de clasificación de industria de bienes de consumo, ICR.

### Alta diversificación de Embonor en términos geográficos, por clientes y por productos

Opinamos que la presencia de Embonor en dos países proporciona un buen grado de diversificación al emisor, dado que al aportar Chile con el 53,3% de los volúmenes de venta en los 9M-25 y Bolivia con el 46,7% restante, se diluye una parte de los riesgos que pueda afectar a alguna de las economías en particular. Un ejemplo de ello es que pese a las complejidades de divisas del último tiempo en Bolivia —con el consecuente impacto en volúmenes, ingresos y EBITDA en dicha unidad de negocios—, la operación chilena permitió que el performance consolidado tuviera muy acotado decrecimiento de volúmenes (-1,1%) y de EBITDA (-3,3%) y que los ingresos de explotación incluso crecieran en los primeros nueve meses del año (+1,8%).

Consideramos que lo anterior está en parte explicado por su amplia red de clientes (desde pequeños quioscos y almacenes hasta supermercados y mayoristas), extenso portafolio de marcas, productos (gaseosas, jugos, aguas, isotónicas, energéticas, helados, cervezas, vinos y licores) y formatos de envases (retornables y no retornables), lo que mitiga parcialmente cualquier riesgo asociado con una línea de productos en particular.

En consecuencia, en esta evaluación ratificamos el pilar del negocio relacionado a **Diversificación** porque consideramos que todos sus componentes deberían sostenerse al corto plazo dado el enfoque en lanzamientos comerciales que tiene esta compañía para potenciar su *pool* de oferta, además de las continuas inversiones en marketing y en crecimiento orgánico.

### Modelo de negocios permite generar altas economías de escala y sostener su gran tamaño relativo

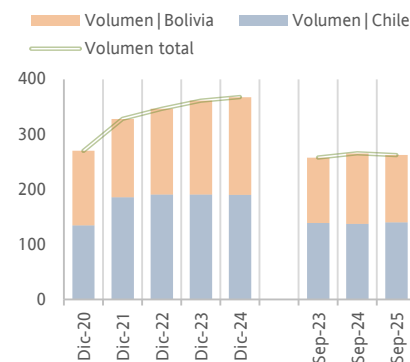
Si bien Embonor posee un gran tamaño relativo que ofrece un fuerte poder de compra de insumos, aproximadamente un 20% del costo de explotación está expuesto a las fluctuaciones de precio en los mercados internacionales de ciertos insumos, tales como azúcar, resina pet, tapas e insumos necesarios para la elaboración de bebestibles y envases. En consecuencia, sus costos pueden verse afectados por estas variaciones, pese a la escala que tiene la empresa y a sus mitigantes establecidos que suelen relacionarse con contratos de abastecimiento y de coberturas de tipo de cambio. En efecto, si bien en los últimos años ha existido cierta presión de costos que no ha logrado diluirse del todo con las alzas de precio, consideramos que Embonor todavía tiene holgura dentro de su categoría de clasificación para hacer frente a algunas complejidades asociadas a este aspecto, sin afectar su rating de solvencia.

Opinamos que el gran tamaño relativo de Embonor también contribuye positivamente en la capacidad de la compañía para desarrollar su plan de inversión y uso de nuevas tecnologías para mejorar la logística e incrementar la eficiencia, lo que es relevante sobre todo tras el avance paulatino de la empresa hacia una Compañía Total de Bebidas, que ha significado aumentar el volumen comercializado producto de los acuerdos comerciales de distribución de productos alcohólicos y del continuo lanzamiento de productos Coca-Cola.

Actualmente, el proceso productivo y de distribución de Embonor es apoyado por ocho plantas de producción (Chile: 4, Bolivia: 4) y 24 centros de distribución (Chile: 19, Bolivia: 5), con ventas fuertemente concentradas en el canal tradicional (almacenes, botillerías y autoservicios) para ambas operaciones y secundariamente en supermercados, restaurantes, mayoristas y otros. En temas de marketing, por su parte, la compañía ha demostrado que su escala es lo suficientemente significativa para profundizar su estrategia de transformación digital y para la realización de grandes campañas de marketing, las que son efectuadas de manera conjunta con *The Coca-Cola Company*.

### Pese a crisis cambiaria en Bolivia, la caída en volúmenes ha sido poco significativa y mitigada por la operación chilena

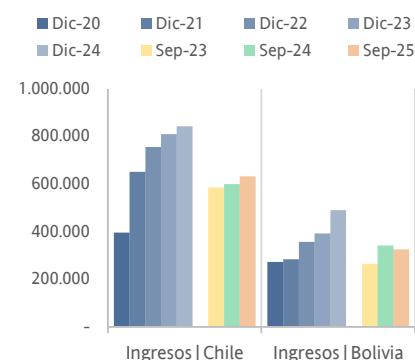
Evolución volúmenes de venta de Embonor, por país de operación (millones de cajas unitarias)



Fuente: Análisis Razonado

### Crecimiento en ingresos derivó de las operaciones en Chile, que contrarrestaron la reducción evidenciada en Bolivia

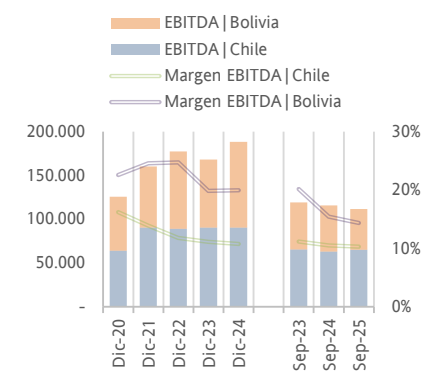
Evolución ingresos de Embonor por país de operación (MM\$)



Fuente: Análisis Razonado

### Margen EBITDA de Bolivia continuó retrocediendo en 2025 dada la presión de costos y de comisiones de divisa

Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) de Embonor, por país



Fuente: Análisis Razonado

Considerando todo lo anterior, no tenemos antecedentes que en los próximos 12-18 meses puedan ocurrir variaciones significativas en las variables que componen el pilar del negocio relacionado a **Economías de escala/Tamaño relativo**, lo que justifica la ratificación de su clasificación en esta evaluación.

## Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

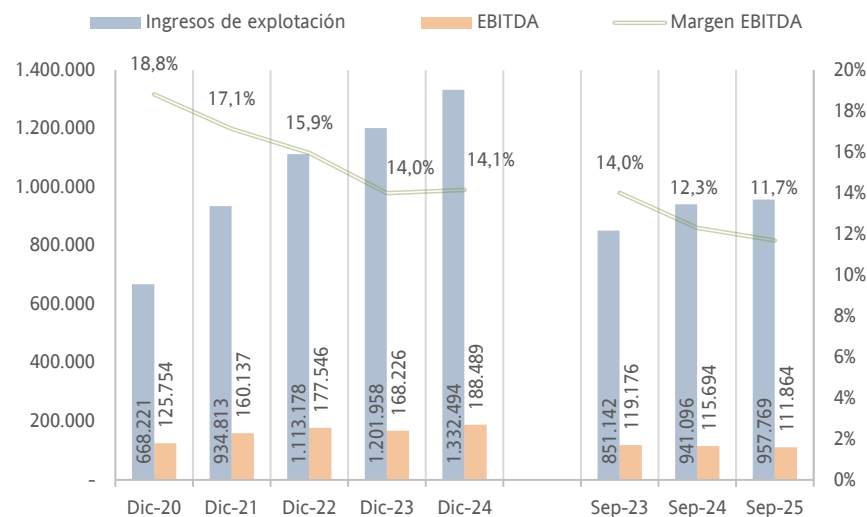
**A septiembre 2025, resultado del ejercicio de Embonor estuvo explicado por presiones de costos, impacto de la inflación en la deuda denominada en UF, mayor gasto financiero neto y la aplicación de la enmienda de NIC 21**

Coca-Cola Embonor finalizó septiembre de 2025 con una disminución de 9,5% en la utilidad del ejercicio (-\$3.153 millones), explicada tanto por factores no operacionales, como por la reducción de su nivel de EBITDA<sup>1</sup> en 3,3% (-\$3.830 millones) y de su margen EBITDA<sup>2</sup> desde 12,3% hasta 11,7%.

Respecto a esto último, se produjo una disminución de volúmenes comercializados en Bolivia (-4,3%) por primera vez desde 2020, lo que influyó en la disminución de ingresos (-4,7%) y de EBITDA (-11,4%) de dicha operación. De todas formas, es relevante de destacar que las variaciones negativas de la operación hayan sido en rangos muy acotados, teniendo en cuenta el significativo costo que han debido asumir las empresas bolivianas para la compra de dólares requeridos para el pago de ciertos insumos, materias primas y bienes importados, lo que ha puesto a prueba la capacidad de las compañías para diluir el efecto vía mayores eficiencias de modo tal de continuar siendo rentables en un escenario macroeconómico complejo.

Si bien el alza de precios y mayor volumen de venta en Chile generaron un leve crecimiento en los ingresos, los altos costos laborales en ambas operaciones y mayores costos para la compra de dólares en Bolivia generaron una reducción del EBITDA

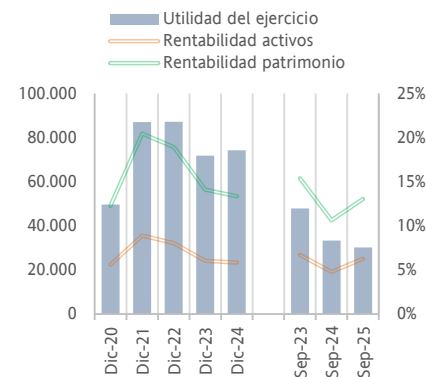
Evolución ingresos (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) consolidados de Embonor



Fuente: Estados financieros

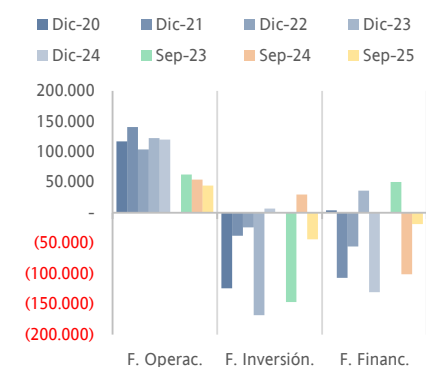
Para Embonor —que tiene el 53% de su volumen de venta en Chile—, el complejo escenario operativo de Bolivia fue contrarrestado a septiembre de 2025 por un alza de volúmenes y precios en Chile que, consecuentemente, generaron un alza de ingresos (+5,5%) y de EBITDA (+3,5%) en dicha operación, variaciones que consideramos

**Variaciones negativas en EBITDA, ingreso financiero, resultado a VPP y unidad de reajuste, impactaron la utilidad en los 9M-25**  
Evolución utilidad del ejercicio (MM\$) de Embonor y rentabilidades (%)



Fuente: Elaboración propia

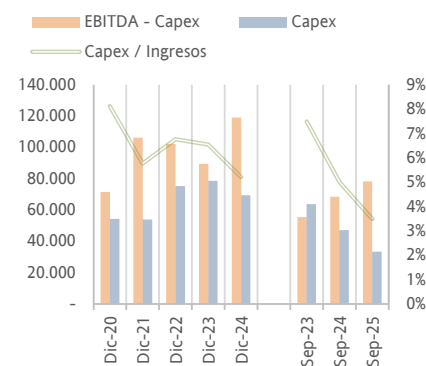
**Sólida generación operacional y giro de créditos bancarios han permitido cubrir inversiones y desembolsos de financiamiento**  
Evolución Estado de Flujo de Efectivo (MM\$)



Fuente: Estados financieros

**EBITDA luego de cubrir inversiones ha sido superavitario en todos los periodos, sin expectativas que ello se revierta**

Evolución Capex (MM\$) EBITDA ajustado de inversiones (MM\$) y Capex/Ingresos (%)



Fuente: Estados financieros



relevantes considerando que en Chile también se ha producido cierta presión de costos y gastos que han incidido en la trayectoria negativa de su margen EBITDA en los últimos años.

En el ámbito no operacional, en los primeros nueve meses de 2025 Embonor registró un mayor gasto financiero neto, un impacto negativo de la inflación en el resultado por unidades de reajuste y un resultado desfavorable por sus afiliadas que no consolida, lo que fue parcialmente contrarrestado por la aplicación de la enmienda a la NIC 21 en Bolivia, que significó un resultado \$3.954 millones más favorable en diferencias de cambio.

Respecto a los principales movimientos del flujo de caja, se tuvo que a septiembre 2025 Embonor tuvo un alza en su recaudación —alineada con el aumento de ingresos de explotación—, pero que no alcanzó a diluir la presión de gastos laborales, produciendo un retroceso de 18,3% del flujo operacional neto. De todas formas, el flujo operativo continuó siendo robusto y junto con el giro de algunos préstamos en Chile y Bolivia, permitieron cubrir los niveles de inversión, el servicio de la deuda (incluyendo dividendos, intereses y arrendamientos) e invertir los excedentes.

### Trayectoria y expectativa de indicadores de deuda ratifica la fortaleza financiera de Embonor en categoría “Adecuada”

El stock de deuda financiera<sup>3</sup> de Embonor llegó a \$335.442 millones a septiembre de 2025, lo que representa una disminución de 21,3% respecto al cierre de 2024, explicado por el pago de un crédito bancario en Chile y por el impacto de la aplicación de la enmienda de la NIC 21. La deuda financiera neta, en tanto, también tuvo una reducción significativa (-33,4%), lo que incidió positivamente en los ratios de endeudamiento y de DFN/EBITDA del emisor. Para el caso de la cobertura de gastos financieros netos, en tanto, si bien disminuyó respecto al cierre de 2024, se mantiene en niveles altos.

#### Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación (N° de veces)

Indicadores	2020	2021	2022	2023	2024	Sep-25
Endeudamiento total <sup>4</sup>	1,17	1,42	1,29	1,38	1,22	1,00
Endeudamiento financiero <sup>5</sup>	0,73	0,74	0,69	0,84	0,73	0,62
Endeudamiento financiero neto <sup>6</sup>	0,41	0,49	0,52	0,52	0,54	0,39
Cobertura de gastos financieros netos <sup>7</sup>	8,50	12,92	12,52	15,77	14,73	12,15
Deuda financiera neta / EBITDA	1,37	1,31	1,43	1,64	1,68	1,14
Deuda financiera neta ajustada / EBITDA <sup>8</sup>	1,37	1,31	1,43	1,55	1,59	1,14
Razón circulante <sup>9</sup>	1,41	0,99	1,17	1,30	1,31	1,72
Razón ácida <sup>10</sup>	1,03	0,67	0,76	0,95	0,84	1,16

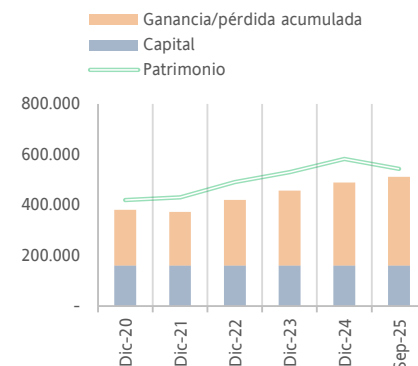
Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Considerando el actual calendario de pagos de Embonor, estimamos que el emisor podría cubrir sus obligaciones de los próximos doce meses con amplia holgura. Esto incluye la cobertura de la deuda financiera, las obligaciones tributarias, el Capex y la distribución de dividendos.

Con la información actual, no tenemos antecedentes sobre variables que puedan debilitar financieramente a la compañía en los próximos 12-18 meses, lo que justifica que la categorización de su fortaleza financiera se ratifique en “Adecuada”. Respecto a

### Impacto de la aplicación de NIC 21 en Bolivia explicó la reducción patrimonial de Embonor a septiembre 2025

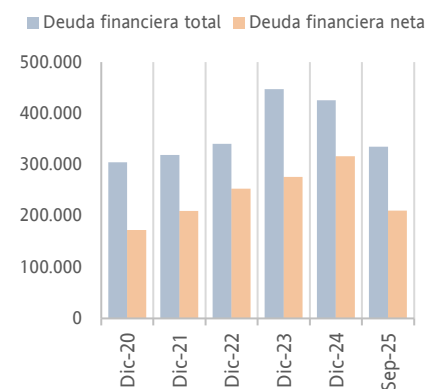
Evolución ganancia acumulada, capital y patrimonio (MM\$) de Embonor



Fuente: Estados financieros

### Reducción material de la deuda financiera de Embonor tras la aplicación de la enmienda a la NIC 21 en Bolivia

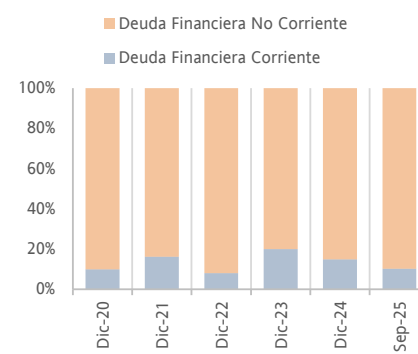
Evolución deuda financiera y deuda financiera neta (MM\$) de Embonor



Fuente: Estados financieros

### Estructura de la deuda beneficia la flexibilidad financiera de Embonor y la alta capacidad de pago del emisor

Evolución estructura de deuda de Embonor (%)



Fuente: Elaboración propia

la aplicación de la enmienda de NIC 21 relacionada a la ausencia de convertibilidad de monedas en Bolivia que impactó materialmente el balance Embonor, consideramos que genera información más consistente y que representa en una mejor medida el performance de la operación boliviana.

## Instrumentos clasificados

### Bonos corporativos

Embonor mantiene vigente las líneas de bonos N°s 505, 695 (series F y G), 1.187 y 1.188, según el siguiente detalle:

#### Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 505	Línea 695	Línea 1.187	Línea 1.188
Fecha inscripción	09-jul-07	13-dic-11	17-sep-24	17-sep-24
Plazo (años)	09-jul-37	13-dic-41	17-sep-34	17-sep-54
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 4.000.000	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	-	UF 4.000.000	-	-
Series vigentes	-	F, G	-	-
Garantía	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla

Fuente: Elaboración propia con información de CMF a octubre 2025

Las series de bonos vigentes tienen estipuladas las siguientes características principales:

#### Principales características series de bonos vigentes

	Serie F	Serie G
N° de inscripción	695	695
Fecha inscripción	04-sep-14	18-may-23
Monto inscrito	UF 4.000.000	UF 2.500.000
Monto colocado	UF 1.500.000	UF 2.500.000
Deuda vigente	UF 1.500.000	UF 2.500.000
Tasa emisión (%)	3,20%	3,20%
Vencimiento	01-sep-35	01-nov-41

Fuente: Elaboración propia con información CMF a octubre 2025

Los contratos de emisión estipulan como restricción un *covenant* de endeudamiento con amplia holgura de cumplimiento en todos los períodos evaluados:

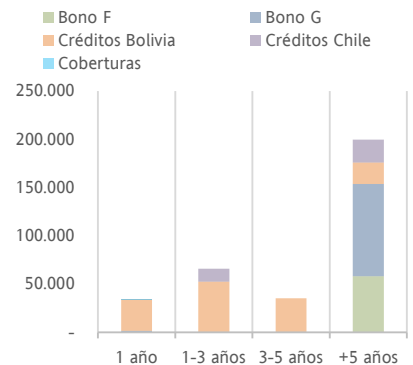
#### Principales resguardos financieros bonos

<i>Covenant</i>		Dic-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25
Razón de endeudamiento <sup>11</sup>	Nivel alcanzado	0,54	0,48	0,55	0,39
(N° de veces)	Nivel exigido	1,26	1,28	1,28	1,28

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Deuda a corto y mediano plazo se encuentra mayormente concentrada en préstamos bancarios, principalmente de Bolivia

Perfil de amortización (MM\$) de Embonor



Fuente: Estados financieros

### METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

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 primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. 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 mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

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

### 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 10,4% para la serie A y 78,8% 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 38%.

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

### Evolución de ratings

### DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

#### 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.

#### Primera Clase Nivel 1

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

#### Primera Clase Nivel 3

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

#### Evolución clasificaciones Embonor

Fecha	Solvencia	Bonos	Tendencia	Títulos accionarios	Motivo
02-abr-18	AA	AA	Estable	-	Cambio de clasificación y tendencia
28-nov-18	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual
29-nov-19	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual
27-ago-20	AA	AA	Estable	-	Hecho relevante (contrato de distribución)
27-nov-20	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual
23-ago-21	AA	AA	Estable	-	Hecho relevante (contrato de distribución)
30-nov-21	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual
28-nov-22	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual
30-nov-23	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual
06-sep-24	AA	AA	Estable	-	Nuevas líneas de bonos
29-nov-24	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual
28-nov-25	AA	AA	Estable	Primera Clase Nivel 3 (EMBONOR-A) Primera Clase Nivel 1 (EMBONOR-B)	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Más detalle sobre el evolutivo de rating en [Coca Cola Embonor S.A. – ICR Chile](#)



**ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)**

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	sep-24	sep-25
Activos totales	913.277	1.041.860	1.123.657	1.260.096	1.291.471	1.181.682	1.087.416
Efectivo y equivalentes	61.267	61.641	87.653	83.719	92.558	75.142	73.192
Otros activos financieros corrientes	70.784	47.448	-	87.562	16.892	39.182	51.563
Inventarios	72.783	99.989	119.815	121.477	148.809	128.875	124.670
Pasivos totales	493.336	611.228	632.883	730.367	709.135	633.174	544.414
Deuda financiera corriente	30.134	51.602	27.602	89.711	63.470	56.849	34.363
Deuda financiera no corriente	274.433	267.424	313.303	357.757	362.536	344.248	301.079
Deuda financiera total	304.567	319.026	340.905	447.467	426.006	401.097	335.442
Deuda financiera neta	172.516	209.937	253.252	276.187	316.557	286.773	210.688
Patrimonio	419.941	430.633	490.774	529.729	582.336	548.509	543.002
Ingresos de explotación	668.221	934.813	1.113.178	1.201.958	1.332.494	941.096	957.769
Gastos financieros	15.384	13.035	15.972	17.131	20.125	15.352	15.183
Utilidad/pérdida del ejercicio	49.637	87.072	87.239	71.887	74.285	33.295	30.142
EBITDA	125.754	160.137	177.546	168.226	188.489	115.694	111.864
Margen EBITDA (%)	18,8%	17,1%	15,9%	14,0%	14,1%	12,3%	11,7%
ROA	5,6%	8,9%	8,1%	6,0%	5,8%	4,8%	6,3%
ROE	12,3%	20,5%	18,9%	14,1%	13,4%	10,6%	13,0%
Flujo operacional	117.111	140.702	104.019	122.783	120.160	54.704	44.719
Flujo inversión	-124.027	-37.561	-23.756	-167.991	6.936	30.175	-43.695
Flujo financiamiento	4.085	-106.969	-55.517	36.579	-130.313	-101.096	-18.696

<sup>1</sup> EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración y ventas + otros ingresos + otras ganancias/pérdidas + depreciación y amortización.

<sup>2</sup> Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos de explotación.

<sup>3</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes.

<sup>4</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

<sup>5</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

<sup>6</sup> Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

<sup>7</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, 12 meses).

<sup>8</sup> Deuda financiera neta ajustada / EBITDA, donde: 1) Deuda financiera neta ajustada = Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes - Efectivo y equivalentes - Otros activos financieros corrientes – Depósitos a plazo, no corriente y; 2) EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración y ventas + otros ingresos + otras ganancias/pérdidas + depreciación y amortización.

<sup>9</sup> Razón circulante = Activos circulantes / Pasivos circulantes.

<sup>10</sup> Razón ácida = (Activos circulantes – inventarios) / Pasivos circulantes.

<sup>11</sup> Deuda financiera neta / Patrimonio, donde: 1) Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes - Efectivo y equivalentes - Otros activos financieros corrientes y; 2) Patrimonio = patrimonio + interés minoritario.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA (“ICR”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS (“EVALUACIONES”) Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACIÓN LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee “TAL COMO ESTÁ”, sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.