



## ACCIÓN DE RATING

07 de julio, 2025

### Reseña anual de clasificación

#### RATINGS

##### Esval S.A.

Solvencia	AA
Bonos	AA
Títulos accionarios	Nivel 4
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2025

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

#### METODOLOGÍAS

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

#### 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 de Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

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

## Esval S.A.

### Informe anual de clasificación de riesgo

**ICR ratifica en categoría AA/Estable, la solvencia y bonos de Esval S.A.**, sustentado tanto de su fortaleza financiera —categorizada por ICR como “Adecuada”—, como por las características propias de su negocio, que lo posicionan como uno de los principales prestadores de servicios sanitarios del país, medido sobre el número de clientes regulados.

Uno de los factores clave en el proceso de rating incluye el marco regulatorio bajo el cual Esval desarrolla su negocio, cuya clasificación ratificamos en esta oportunidad porque consideramos que no existen nuevos lineamientos en discusión que pudiesen debilitar la posición competitiva del sector ni del emisor en los próximos 12-18 meses. Cualquier cambio al respecto, será evaluado y comunicado oportunamente al mercado por ICR. Si bien el resultado del proceso tarifario para el próximo quinquenio es una variable material para esta compañía, consideramos que es parte de la estabilidad característica del sector, basada en el establecimiento de un modelo regulatorio con bases tarifarias conocidas, con una Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS) enfocada en la supervisión de un sector clave para la ciudadanía y en la participación de una comisión de expertos de generarse discrepancias entre la SISS y alguna empresa sanitaria sobre el ajuste tarifario correspondiente, como en este caso.

En relación con la fortaleza financiera de Esval, que hemos ratificado en una categorización “Adecuada”, ésta se sustenta en la estabilidad de sus márgenes, en la capacidad de generar flujo operacional suficiente para mantener sus ratios de deuda y cobertura de gastos financieros en rangos propios de una categoría AA y en la estructura de su deuda (mayoritariamente concentrada al largo plazo) que además de beneficiar los niveles de liquidez y liberar recursos para financiar el plan de Capex, también ha cubierto los constantes altos requerimientos de dividendos que ha tenido este emisor y que, recién en la Junta Ordinaria de Accionistas (JOA) de 2025, se aprobó una reducción material del reparto de flujo, esto es, al 30% de la utilidad líquida distribuable, aspecto que consideramos positivo en esta etapa intensiva de inversiones.

Aun cuando consideramos que la generación operacional de esta compañía beneficia sus niveles de solvencia —permitiendo consistentemente que en todos los períodos de evaluación su EBITDA luego de cubrir inversiones sea superavitario—, las exigencias de Capex para el quinquenio son exigentes, por tanto, proyectamos cierta estabilidad en sus principales indicadores utilizados en la clasificación, en lugar de un fortalecimiento tal que pueda incidir en una mejora en su rating en los próximos 12-18 meses, sobre todo considerando la habitualidad de financiar estas inversiones con un mix de deuda y recursos propios, escenario que ha incidido, por ejemplo, en la estabilidad de su ratio de DFN/EBITDA en un nivel superior a las 5,0 veces en lugar de las 3,0-3,5 veces exigido para optar a un rating de AA+ (con metodología de cálculo de ICR).

### Perfil de la Empresa

Esval se dedica a la producción y distribución de agua potable, recolección, tratamiento y disposición de aguas servidas, atendiendo a más de 900 mil clientes en las regiones de Valparaíso y Coquimbo, a través de la matriz Esval, y de sus filiales Aguas del Valle (ADV) y Servicios Sanitarios Las Vegas.

Inversiones OTPPB Chile II Limitada (relacionada al fondo de pensiones canadiense Ontario Teacher’s Pension Plan Board) con Mareco Holding Corp controlan a Esval con el 94,35% de las acciones con derecho a voto en la elección de directorio (series A y B).

El directorio de Esval está compuesto por ocho miembros que permanecen dos años en su cargo, pudiendo ser reelegidos. La última elección de directorio se llevó a cabo en 2025, siendo reelegidos en sus cargos Jorge Lesser y Juan Ignacio Parot como presidente y vicepresidente, respectivamente.

### Industria sanitaria en Chile

Sector sanitario continúa caracterizado en 2025 por un ambiente operacional estable, con un elevado nivel de inversiones y todavía con un acceso a financiamiento poco atractivo

Durante 2024, el sector sanitario presentó una mejora operacional debido, de forma general, al incremento en ingresos asociado principalmente al alza de la tarifa media dadas las últimas indexaciones por polinomios, propio de su estructura regulada. A su vez, las compañías han logrado mantener altos márgenes operacionales, dando cuenta con ello del beneficio de sus inversiones pasadas en la continuidad y efectividad operativa del sector, pese a que el cambio climático ha generado costos adicionales para las empresas, lo que consideramos se trata de una variable intrínseca para los incumbentes que se ha mitigado en parte con los planes de desarrollo y en el último tiempo con una tarificación que ha tendido a incorporar esta cualidad.

Pese al buen performance operativo de las empresas sanitarias, los resultados financieros siguen enfrentando presiones derivadas de un acceso todavía limitado a financiamiento de largo plazo, teniendo en cuenta que el fortalecimiento de las variables macro ha tardado un tiempo mayor al presupuestado en retomar su senda, evitando que el mercado financiero exponga condiciones favorables para masificar colocaciones de bonos locales de largo plazo generando, en consecuencia, una mayor dependencia de deuda bancaria de corto y mediano plazo para refinanciar los vencimientos de las obligaciones financieras corrientes.

De todas formas, las empresas sanitarias han tendido a inscribir nuevas líneas y series de bonos en el último año y durante los primeros meses de 2025, por lo que es esperable que conforme se fortalezcan las variables macroeconómicas, se retomen las colocaciones de bonos como mecanismo de financiamiento del sector, considerando además que las tasas de interés han ido paulatinamente disminuyendo en los últimos periodos, y que para el quinquenio en curso la industria sanitaria tiene contemplados exigentes planes de inversión (comprometidos y no comprometidos), que requieren altos niveles de financiamiento externo para ser cubiertos, de modo tal de no desalinearse de su foco principal: la continuidad de suministro en un escenario climático complejo. Dado lo anterior, consideramos que el principal desafío de corto y mediano plazo de las empresas sanitarias está, precisamente, mayormente concentrado en la gestión de deuda.

Aun cuando no esperamos que este periodo de elevados desembolsos de inversiones necesariamente tenga un efecto negativo transversal para el sector, el impacto en los indicadores financieros de las compañías es foco de seguimiento por parte de ICR en los

ACCIONISTAS ESVAL	
Accionista	%
Inversiones OTPPB Chile II	94,35%
Corporación de Fomento de la Producción	5,00%
Inversiones Guallatiri Limitada	0,11%
Manuel Bustillos M.	0,05%
Suc. David Zamora	0,05%
Inversiones Tacora Limitada	0,05%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	0,03%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,02%
Fisco de Chile	0,02%
Patricio Aliaga V.	0,02%
Inmob. e Inv. Luigi Mattera Mazzella S.A.	0,02%
Mareco Holdings Corp	0,02%

Fuente: CMF, marzo 2025.

DIRECTORIO ESVAL	
Jorge Lesser G-H.	Presidente
Juan Ignacio Parot B.	Vicepresidente
Alejandro Ferreiro Y.	Director
Susana Jiménez S.	Director
María Olivia Recart H.	Director
Michael R. Niggli	Director
Roberto Robert-Girón	Director
Christopher Parker	Director

Fuente: CMF.

CARACTERÍSTICAS DE LAS ACCIONES	
<b>Serie A:</b> Corresponden a acciones comunes.	
<b>Serie B:</b> Corresponden a acciones preferentes de propiedad de CORFO y del FISCO que, ante materias como la venta de derechos de aprovechamiento de aguas o concesiones sanitarias, gozan del privilegio de requerir que la aprobación de la JEA sea con la votación del 75% de las acciones con derecho a voto y con la mayoría de las acciones serie B.	
<b>Serie C:</b> Corresponden a acciones preferentes que, si bien tienen derecho limitado a voto en las elecciones de directores de la compañía, gozan de preferencia para convocar a juntas de accionistas.	

Fuente: Memoria anual 2024.

próximos 12-18 meses, considerando que algunas compañías presentan acotado margen de apalancamiento adicional.

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

### Estabilidad regulatoria influye positivamente en la clasificación de Esva

Dado que las principales legislaciones inherentes a la industria se han mantenido sin cambios en el último tiempo, y considerando adicionalmente que la reforma al Código de Aguas de 2022 dejó a las empresas sanitarias en un lugar de prelación respecto al resto de los sectores productivos en un evento de redistribución del recurso, al establecer el consumo humano como prioritario, ratificamos nuestra opinión en que los factores de riesgo regulatorio —plazo de las concesiones, proceso de fijación tarifaria, planes de desarrollo, cumplimiento de la inversión, acceso a los recursos hídricos, por ejemplo—, proporcionan cierta estabilidad en los márgenes de Esva, los cuales se han mantenido consistentemente bordeando el 45% (en términos de EBITDA) y con un 1Q-25 que incluso alcanzó el 47,5%.

En consecuencia, con la información actual no tenemos antecedentes que modifiquen nuestra opinión sobre el **marco normativo** del sector sanitario, por lo que ratificamos nuestra opinión al respecto.

### Número de clientes regulados posiciona a Esva (en conjunto con Aguas del Valle) dentro de las principales empresas de servicios sanitarios en Chile

El comportamiento de las ventas del sector regulado de Esva —que representó el 96,4% de los ingresos al 1Q-25— sigue siendo favorable desde 2021, con una trayectoria creciente desde dicho ejercicio tanto en el servicio de agua potable como de alcantarillado y tratamiento de aguas servidas, en línea con el aumento de las tarifas por polinomio, aunque con ciertas variabilidades en número de clientes y volúmenes de venta.

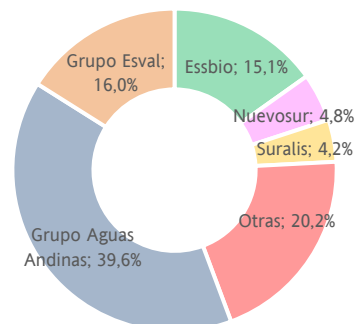
Precisamente, dado que el último proceso tarifario de la compañía (2020-2025) está próximo a vencer, el hito material más cercano sobre el que se sostendría el performance de Esva en los próximos cinco años estaría muy al corto plazo resuelto, luego que la comisión de expertos establezca la tarifa luego de ciertas discrepancias entre el regulador (SISS) y Esva, por lo que cualquier sensibilización de resultados en esta etapa del proceso, de momento, es provisoria.

Con la zona de concesión que tiene Esva y con el número de clientes que ha alcanzado esta compañía, se ubica actualmente dentro de las “empresas mayores” de acuerdo con la categorización contenida en la Ley General de Servicios Sanitarios si es que se efectúa la medición juntamente con Aguas del Valle, lo que significa que sus clientes representan sobre el 15% del total nacional. Para ser precisos, el porcentaje de clientes regulados de Esva al cierre de 2024 alcanzó el 11,75% y los de ADV el 4,28%, lo que en conjunto (16,03%) los ubica en segundo lugar en la industria chilena, luego de Aguas Andinas que acumula el 39,64% de los clientes regulados (incluidas sus filiales Aguas Cordillera y Manquehue). Evaluados de manera individual, esto representaría el tercer lugar para Esva en la industria (detrás de Essbio) y el quinto lugar para Aguas del Valle (detrás de Nuevosur).

No esperamos que esta estructura de mercado se modifique significativamente en los próximos 12-18 meses dado que habitualmente la industria, homogéneamente, se expande en rangos acotados anualmente (medido en número de clientes regulados), sin alterar radicalmente el *market share*. Tampoco esperamos que la paulatina normalización

**N° de clientes regulados ubica a Esva y ADV (conjuntamente) con una participación de mercado superada sólo por Aguas Andinas**

*Market share* sector sanitario chileno (%). Cifras de 2024, clientes regulados



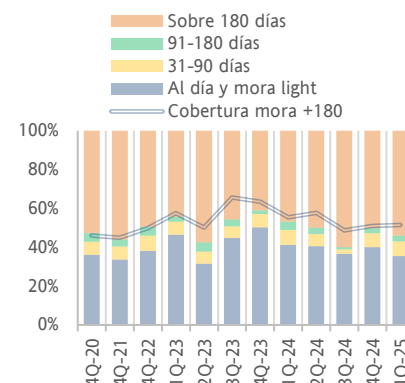
Fuente: SISS

- Grupo Aguas Andinas incluye operación de Aguas Andinas, Aguas Cordillera y Aguas Manquehue.

- Grupo Esva incluye operación de Esva y Aguas del Valle.

### Nivel de morosidad de los clientes de Esva, aumentó al 1Q-25, principalmente en el tramo sobre los 180 días

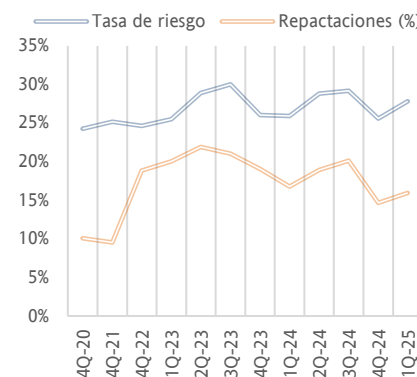
Evolución estructura de morosidad medida sobre cartera bruta (%), donde mora *light* incluye mora entre 1 y 30 días



Fuente: Elab. propia con info de EEFF

### Tasa de riesgo de la cartera de Esva tuvo un crecimiento al 1Q-25, en línea con el alza de repactaciones durante el trimestre

Evolución tasa de riesgo y repactaciones (%), donde tasa de riesgo = provisiones / cartera bruta



Fuente: Elab. propia con info de EEFF

de la inflación en el país —con el consecuente menor ajuste tarifario por polinomio en los próximos periodos— debilita operacionalmente a Esval, por lo que ratificamos nuestra opinión tanto en términos de **escala** de la compañía, como de su **estabilidad operacional**.

### Niveles de riesgo de cartera de Esval permanecen en niveles superiores al período prepandemia

Luego de la reducción en los niveles de recaudación del sector sanitario en período de pandemia y de firmarse los acuerdos contractuales correspondientes con clientes en el año 2023 para recuperar paulatinamente las cuentas morosas, los periodos siguientes han sido de reordenamiento de la gestión de cobranza para esta empresa.

Así, mientras antes de pandemia la fracción de la cartera que se encontraba al día o con mora inferior a 30 días bordeaba el 50%, en su valle más bajo esta proporción se redujo por debajo del 30% y se incrementó de manera significativa la mora sobre 180 días (desde 45% en un período anterior a pandemia hasta cerca de 60% en trimestres intermedios de 2022). Al 1Q-25, y luego de un proceso extenso de gestión al respecto, la estructura de la cartera muestra que las cuentas por cobrar al día o con mora blanda (menor a 30 días) alcanzó el 35,5% de la cartera total bruta, mientras que la mora sobre 180 días llegó a 54%, lo que refleja una cierta mejora al respecto, pero todavía con un amplio espacio de mejora respecto a su trayectoria y a las empresas sanitarias pares.

Se debe tener en cuenta también, que con la alta proporción de cartera con mora sobre 180 días, la cobertura con el stock de provisiones constituidas es históricamente insuficiente, con una tasa de repactaciones que se ha mantenido a doble dígito desde 2022, aunque con ciertas disminuciones puntuales en algunos trimestres. En consecuencia, consideramos que si bien las gestiones de cobranza de esta compañía deberían significar cierta mejora en estos indicadores hacia el mediano y largo plazo, para los próximos 12-18 meses no estimamos que dichos cambios sean lo suficientemente representativos para influir en una mejora de nuestra opinión sobre el pilar del negocio relacionado a **clientes**, por lo que ratificamos su clasificación en esta oportunidad.

### Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

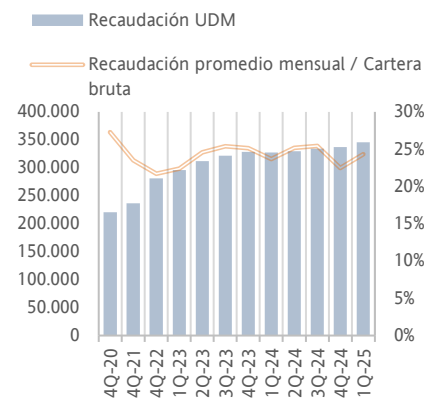
#### Resultados de Esval del 1Q-25 impactados por mayores gastos financieros netos, por las pérdidas por unidades de reajuste y por una generación de EBITDA puntualmente más baja

La utilidad del ejercicio de Esval en los 3M-25 fue de \$10.114 millones, lo que representa una disminución material de 30,3% respecto al mismo periodo de 2024, asociado a una baja tanto operacional como no operacional.

Respecto al resultado operacional, particularmente, el EBITDA<sup>1</sup> se redujo 3,5% (-\$1.450 millones) y el margen EBITDA varió negativamente desde 50,9% hasta 47,5%, debido a que el aumento en los ingresos ordinarios de 3,5% (+\$2.880 millones, asociado a la mayor tarifa media y volúmenes vendidos) y la disminución de \$650 millones en el deterioro de valor de las cuentas por cobrar, no alcanzaron a compensar los incrementos en las materias primas y consumibles utilizados (+\$1.852 millones, debido a los mayores costos de energía por el alza de tarifas) y en los otros gastos por naturaleza (+\$2.889 millones, producto de mayores multas asociadas a algunos incumplimientos de los planes de desarrollo de Esval y Aguas del Valle).

Sobre el resultado no operacional, por su parte, destacan la mayor pérdida por unidades de reajuste (+\$2.381 millones) debido a la revalorización de la deuda en base a la

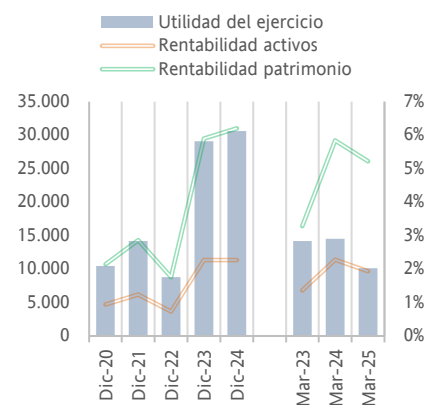
**Flujo de recaudación creció muy levemente al 1Q-25 (UDM), con una tasa de recaudación promedio mensual sin variaciones materiales**  
Evolución recaudación (anualizada y en MM\$) y relación de la recaudación promedio mensual respecto a la cartera bruta (%)



Fuente: Elab. propia con info de EEFF

#### Rentabilidades de Esval se redujeron a marzo de 2025, explicado por un menor resultado operacional y no operacional

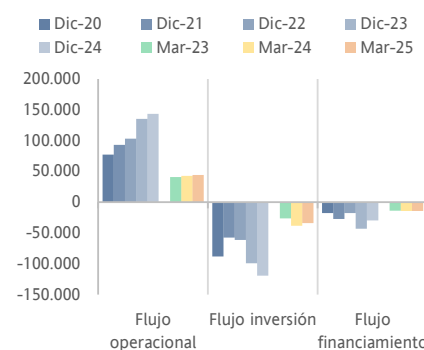
Evolución del resultado del ejercicio después de impuestos (MM\$) y rentabilidades del patrimonio y de los activos (%)



Fuente: Elaboración propia

#### Mayor flujo operacional del 1Q-25 permitió cubrir parte del Capex del período y de los desembolsos de financiamiento

Evolución Estado de Flujo de Efectivo (MM\$)

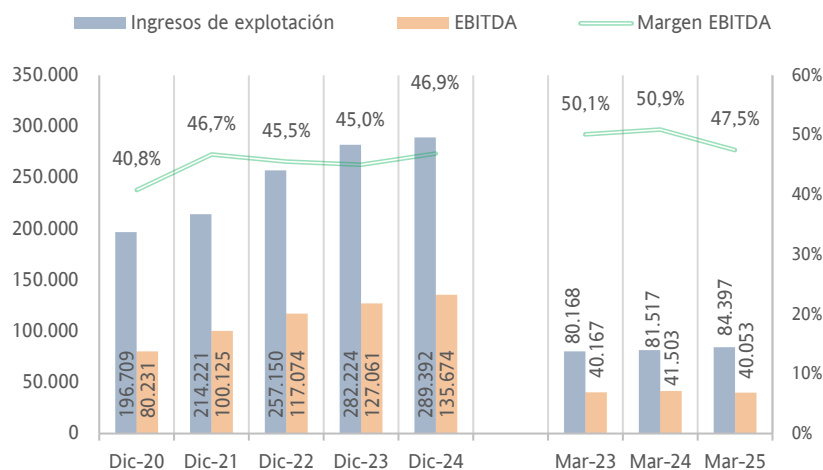


Fuente: Estados financieros

variación de la UF, y el aumento de \$888 millones en los gastos financieros netos asociado a mayores costos financieros por préstamos bancarios.

**Desempeño operacional de Esval se redujo levemente al 1Q-25, asociado a un incremento extraordinario de los gastos, que no deberían ser repetibles en los ejercicios siguientes**

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



Fuente: Elab. Propia con inf. de EEFF

En relación con los principales movimientos del flujo de caja, destacó en el trimestre la contabilización del cobro del seguro por siniestros, lo que justifica que pese a que la compañía redujo su generación de EBITDA en el 1Q-25, el flujo operacional lograra crecer 2,7% (+\$1.181 millones). En paralelo, en el trimestre se contabilizó el flujo procedente de la venta de la desaladora en Coquimbo que explicó que la cuenta de importe procedente de ventas de activos intangibles creciera \$6.661 millones, lo cual logró mitigar en cierta medida los mayores niveles de inversión. El flujo de financiamiento, en tanto, se mantuvo estable, tanto en giro de nuevos créditos, pagos de obligaciones financieras (k+i) y arrendamientos.

**Indicadores crediticios de Esval ubican la fortaleza financiera del emisor en un nivel “Adecuado”, pero presentan muy baja holgura respecto a las exigencias de su actual clasificación de riesgo**

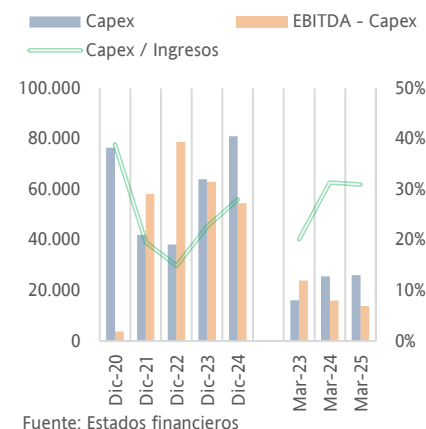
La compañía cerró el primer trimestre de 2025 con una deuda financiera<sup>2</sup> de \$740.753 millones, (+0,2% respecto al cierre de 2024) y de \$710.267 millones<sup>3</sup> si se excluyen los AFR (+0,1% respecto al cierre de 2024). Con esto, si bien los indicadores de endeudamiento presentaron leves mejoras entre el cierre de 2024 y el primer trimestre de este año, se observa una clara tendencia al alza si se evalúa bajo un período más extenso de medición, impulsado los últimos ejercicios por el impacto de la inflación en el resultado del ejercicio y en la deuda que, complementado de una usualmente alta tasa de dividendos y de continuos requerimientos de financiamiento para cubrir inversiones, han restringido el crecimiento patrimonial a mayores tasas.

Aun cuando la aprobación del reparto de un dividendo equivalente al mínimo legal (30%) en la JOA de este año da cuenta del respaldo del accionista por resguardar la caja en estos períodos intensivos de inversión y de presión de sus indicadores de solvencia respecto a su rating actual, no tenemos antecedentes que esta política de dividendos sea estructural, vale decir, de largo plazo.

De acuerdo con nuestras estimaciones, con el stock de caja al cierre del 1Q-25 y con la generación operacional estimada por ICR, Esval podría requerir el curse de bajos montos

**EBITDA luego de cubrir inversiones de Esval ha sido históricamente superavitario, pese a robusto plan de Capex de los últimos años**

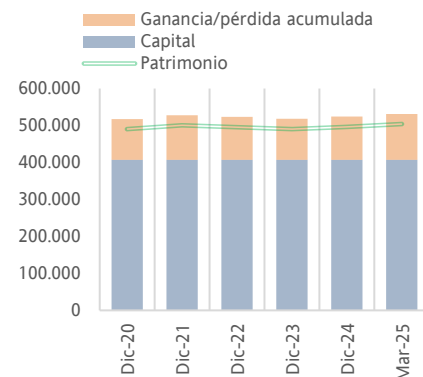
Evolución de Capex (MM\$), EBITDA neto de Capex (MM\$) y Capex/Ingresos (%)



Fuente: Estados financieros

**Tasa de dividendo de 30% aprobada en la última JOA, da cuenta de los altos requerimientos de caja para plan de Capex**

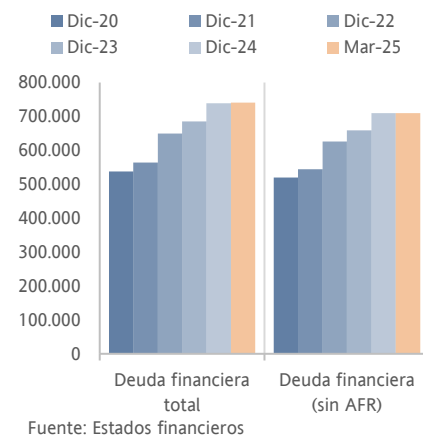
Evolución ganancia acumulada, capital y patrimonio (MM\$)



Fuente: Estados financieros

**Trayectoria creciente del stock de deuda producto del financiamiento del Capex y de la revalorización e intereses devengados**

Evolución deuda financiera total y ajustada de AFR (MM\$)



Fuente: Estados financieros

de nuevas obligaciones financieras para cubrir su servicio de la deuda de los próximos 12 meses (incluyendo Capex, impuestos y dividendos), aunque lo anterior está sujeto a la evolución operacional que tenga la compañía durante el resto del año, que podría beneficiar nuestras proyecciones iniciales de flujo operacional.

#### Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2020	2021	2022	2023	2024	Mar-25
Endeudamiento total <sup>4</sup>	1,29	1,33	1,52	1,68	1,80	1,75
Endeudamiento total sin AFR <sup>5</sup>	1,26	1,29	1,48	1,63	1,74	1,69
Endeudamiento financiero <sup>6</sup>	1,10	1,13	1,31	1,40	1,49	1,47
Endeudamiento financiero sin AFR <sup>7</sup>	1,06	1,09	1,26	1,35	1,43	1,41
Endeudamiento financiero neto <sup>8</sup>	1,06	1,08	1,21	1,31	1,41	1,40
Cobertura gastos financieros netos <sup>9</sup>	4,84	6,18	7,65	8,35	6,08	5,78
Deuda financiera / EBITDA <sup>10</sup>	6,70	5,64	5,55	5,39	5,45	5,52
Deuda financiera neta / EBITDA <sup>11</sup>	6,50	5,39	5,12	5,06	5,17	5,27
Deuda financiera neta sin AFR / EBITDA <sup>12</sup>	6,28	5,19	4,93	4,85	4,95	5,04
Razón circulante <sup>13</sup>	0,95	1,09	1,48	0,61	1,09	1,04
Razón ácida <sup>14</sup>	0,91	1,05	1,42	0,59	1,04	0,98

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Para Esval, no estimamos variaciones materiales de sus indicadores crediticios para los próximos 12-18 meses, lo que justifica la tendencia Estable asignada a su clasificación. Lo anterior, porque dado que existe un intensivo plan de Capex en ejecución, consideramos que existe baja probabilidad de desapalancamiento al corto plazo que permita mejorar su clasificación de riesgo. Si bien existen variables endógenas que podrían seguir una trayectoria inversa a nuestras expectativas, como la reducción del plan de Capex, o una recuperación significativa de las cuentas por cobrar y ciertas eficiencias operacionales y/o administrativas que se traduzcan a flujo de caja, consideramos que la probabilidad de influir en el rating de la compañía todavía es acotada, dado que las exigencias para acceder a una mayor clasificación son elevadas, considerando que Esval ya cuenta con un alto nivel de rating en el mercado local con ratios crediticios que están más próximos a una clasificación inferior (AA-) que a una clasificación superior (AA+) respecto a la que mantiene actualmente el emisor (AA).

## Instrumentos clasificados

### Títulos accionarios

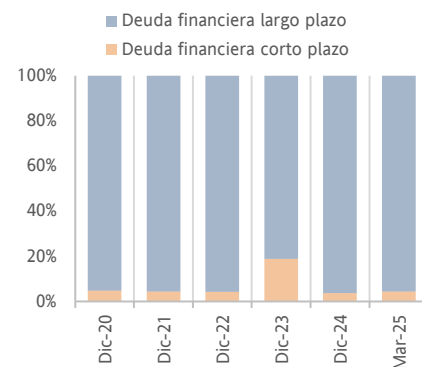
Los títulos accionarios de Esval (ESVAL-A, ESVAL-B y ESVAL-C) han mostrado prácticamente un nulo nivel de *floating* en el tiempo, debido a que el grupo controlador concentra cerca del 94% de los derechos, mientras que CORFO y Fisco mantienen la gran parte de las acciones de la serie B.

Adicionalmente, los títulos no cuentan con presencia bursátil ni *market maker*, lo que, sumado a su clasificación de solvencia (categoría AA), justifican su clasificación en Primera Clase Nivel 4.

### Bonos corporativos

Esval mantiene vigentes las líneas de bonos N°s 293 (series D1 y D2), 374 (series O y P), 419 (serie H), 493 (serie J), 562 (serie M), 810 (series Q y T), 850, 851 (series U y V), 1.172 y 1.173 que, en nuestra opinión, la estructura estipulada en los contratos de emisión, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no incluyen condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

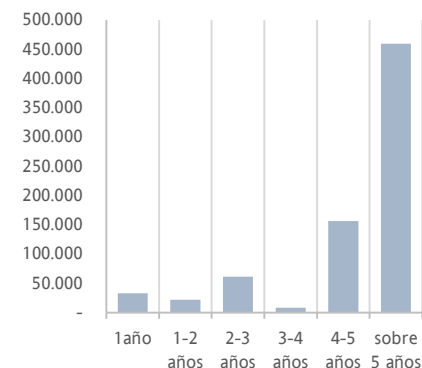
**Estructura de la deuda continúa concentrada al largo plazo, siendo principalmente bonos los que vencen en los próximos doce meses**  
Evolución estructura de la deuda (%)



Fuente: Estados financieros

**Calendario de amortización concentrado al largo plazo reduce la presión de liquidez para Esval**

Calendario de amortización a marzo de 2025 (MM\$)



Fuente: Estados financieros

**Principales características líneas de bonos vigentes**

	Línea 293	Línea 374	Línea 419	Línea 493	Línea 562	Línea 810	Línea 850	Línea 851	Línea 1.172	Línea 1.173
Fecha inscripción	10-may-02	14-jul-04	21-jun-05	02-mar-07	31-dic-08	30-abr-15	04-ene-17	04-ene-17	09-abr-24	09-abr-24
Plazo (años)	25-mar-28	24-may-34	25-abr-35	28-dic-36	18-nov-38	30-abr-45	04-ene-27	04-ene-47	09-abr-34	09-abr-54
Monto inscrito (miles)	UF 4.000	UF 2.500	UF 2.500	UF 2.500	UF 2.500	UF 6.000	UF 6.000	UF 6.000	UF 8.000	UF 8.000
Monto colocado vigente (miles)	UF 495,3	UF 2.500	UF 166,7	UF 363,2	UF 1.000	UF 6.000	-	UF 2.700	-	-
Series vigentes	D1, D2	O, P	H	J	M	Q, T	-	U, V	-	-
Garantía	No contempla ninguna de las líneas vigentes									

Fuente: Elaboración propia con información de CMF a abril de 2025.

Respecto a las series de bonos, Esval mantiene deuda vigente a través de once series de bonos cuyo calendario de amortización está concentrado mayoritariamente al largo plazo. Pese a ello, actualmente existen cinco de estos bonos amortizando capital (series D1, D2, H, J y M) que son habitualmente cubiertos con un mix de recursos propios y nueva deuda. Respecto a las principales características de estas series de bonos:

**Principales características series de bonos vigentes**

	Serie D1	Serie D2	Serie O	Serie P	Serie H	Serie J	Serie M	Serie Q	Serie T	Serie U	Serie V
N° de inscripción	293	293	374	374	419	493	562	810	810	851	851
Fecha inscripción	31-may-02	31-may-02	11-abr-12	20-dic-13	29-jun-05	19-mar-07	21-ene-09	13-may-15	16-oct-15	15-mar-17	19-nov-18
Monto inscrito (miles)	UF 2.300	UF 200	UF 1.000	UF 1.500	UF 2.500	UF 2.300	UF 2.000	UF 2.100	UF 3.900	UF 1.200	UF 1.500
Monto colocado (miles)	UF 2.300	UF 200	UF 1.000	UF 1.500	UF 2.500	UF 2.300	UF 2.000	UF 2.100	UF 3.900	UF 1.200	UF 1.500
Deuda vigente (miles)	UF 455,7	UF 39,6	UF 1.000	UF 1.500	UF 166,7	UF 363,2	UF 1.000	UF 2.100	UF 3.900	UF 1.200	UF 1.500
Tasa emisión (%)	6,00	6,00	3,95	3,80	3,50	3,40	4,90	3,10	3,20	2,80	2,85
Vencimiento	1-jun-27	1-jun-27	19-abr-32	15-ene-34	15-feb-26	15-mar-28	27-ene-30	15-abr-40	15-sep-39	15-dic-41	15-dic-43

Fuente: Elaboración propia con información CMF a abril de 2025.

Respecto a las principales restricciones contempladas en los contratos de bonos, Esval dio cumplimiento con holgura en todos los períodos de medición del último año:

**Principales resguardos financieros bonos vigentes**

Covenant (N° de veces)	Exigencia	Serie	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dic-24	Mar-25
Deuda financiera neta sobre EBITDA <sup>15</sup>	<= 5,5x	M, O, P, Q, T, U y V	4,57	4,78	4,75	4,77	4,88
Cobertura de gastos financieros individual <sup>16</sup>	>= 2,0x	M	5,41	5,06	4,65	4,40	4,20
Cobertura de gastos financieros netos consolidado <sup>17</sup>	>= 2,0x	D, H, J, M, O, P, Q, T, U, V	5,63	5,40	5,00	4,71	5,90
Endeudamiento total <sup>18</sup>	<= 1,5x	D, H, J	1,08	1,14	1,15	1,13	1,10

Fuente: Elaboración propia con información de 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 una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, se utiliza 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.

## Evolución de ratings

### Evolución clasificaciones

Fecha	Solvencia y bonos	Efectos de comercio	Acciones	Tendencia	Motivo
30-jun-17	AA	N1+/AA	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
29-jun-18	AA	N1+/AA	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
28-jun-19	AA	N1+/AA	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
09-jun-20	AA	-	-	Estable	Llamado junta de tenedores de bonos
30-jun-20	AA	N1+/AA	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-21	AA	-	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-22	AA	-	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-23	AA	-	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
3-abr-24	AA	-	Primera Clase Nivel 4	Estable	Nuevos instrumentos: líneas de bonos
28-jun-24	AA	-	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-25	AA	-	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Más información del evolutivo de rating en [Esval S.A. - ICR Chile](#)

## 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 4

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

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

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Mar-24	Mar-25
Activos totales	1.124.921	1.165.563	1.249.245	1.316.112	1.390.900	1.322.506	1.385.861
Efectivo y equivalentes	16.085	25.053	49.568	42.873	37.400	33.527	33.706
Pasivos totales	634.656	664.981	754.078	825.876	894.091	822.093	882.014
Deuda financiera corriente	26.354	25.347	27.626	129.931	28.057	131.758	32.884
Deuda financiera no corriente	511.538	539.231	621.734	555.364	710.869	551.293	707.869
Deuda financiera total	537.892	564.578	649.361	685.295	738.926	683.051	740.753
Deuda financiera neta	521.807	539.525	599.792	642.423	701.526	649.525	707.047
Patrimonio	490.265	500.582	495.167	490.236	496.809	500.413	503.847
Aportes Financieros Reembolsables (AFR)	17.965	20.016	23.191	25.708	29.434	26.461	30.486
Deuda financiera ajustada de AFR	519.927	544.562	626.169	659.588	709.492	656.590	710.267
Ingresos de explotación	196.709	214.221	257.150	282.224	289.392	81.517	84.397
Gastos financieros netos	16.568	16.193	15.302	15.218	22.332	4.639	5.528
Utilidad del ejercicio	10.443	14.159	8.752	29.046	30.610	14.507	10.114
EBITDA	80.231	100.125	117.074	127.061	135.674	41.503	40.053
Margen EBITDA (%)	40,8%	46,7%	45,5%	45,0%	46,9%	50,9%	47,5%
ROA (%)	0,9%	1,2%	0,7%	2,3%	2,3%	2,3%	1,9%
ROE (%)	2,1%	2,9%	1,8%	5,9%	6,2%	5,8%	5,2%

<sup>1</sup> EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos – materias primas y consumibles utilizados – gastos por beneficios a los empleados – pérdidas por deterioro de valor – otros gastos por naturaleza.

<sup>2</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes. Excluye obligaciones por arrendamientos.

<sup>3</sup> Deuda financiera neta de AFR = Deuda financiera – AFR contenidos en la nota de Otros pasivos financieros.

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

<sup>5</sup> Endeudamiento total neto de AFR = (Pasivos totales – AFR) / Patrimonio total.

<sup>6</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

<sup>7</sup> Endeudamiento financiero neto de AFR = (Deuda financiera – AFR) / Patrimonio total.

<sup>8</sup> Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

<sup>9</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

<sup>10</sup> Deuda financiera / EBITDA = Deuda financiera / EBITDA.

<sup>11</sup> Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes al efectivo) / EBITDA.

<sup>12</sup> Deuda financiera neta sin AFR / EBITDA = (Deuda financiera neta de AFR – Efectivo y equivalentes al efectivo) / EBITDA.

<sup>13</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

<sup>14</sup> Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

<sup>15</sup> Deuda financiera neta / EBITDA, según metodología de covenants = (Otros pasivos financieros, corrientes + otros pasivos financieros, no corrientes + costos financieros de emisión de deuda – pagarés AFR – efectivo y equivalente al efectivo + otros activos financieros, corrientes) / (Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos por naturaleza – materias primas y consumibles utilizados – gastos por beneficios a los empleados – otros gastos, por naturaleza), 12 meses y ajustado por IPC.

<sup>16</sup> Cobertura de gastos financieros netos individual, según metodología de covenants = (Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos por naturaleza – materias primas y consumibles utilizados – gastos por beneficios a los empleados – otros gastos, por naturaleza), 12 meses y ajustado por IPC / (Costos financieros – ingresos financieros), 12 meses y ajustado por IPC.

<sup>17</sup> Definición covenant series H, I = Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

<sup>18</sup> Pasivo exigible / Patrimonio, según metodología de covenants = (Total pasivos corrientes + total pasivos no corrientes + total pasivos en IFRS – dividendos provisionados y no declarados + costo financiero de emisión de deuda corriente + costo financiero de emisión de deuda no corriente + activo neto por impuestos diferidos – saldo impuesto diferido por retenciones en implementación de IFRS) / (Patrimonio en IFRS trimestre actual + dividendos provisionados y no declarados + patrimonio en IFRS trimestre anterior + patrimonio ajustado trimestre anterior + ajuste por variación del IPC del trimestre).

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.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.