



ACCIÓN DE RATING

06 de agosto, 2025

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Inv. Southwater Ltda.

Solvencia	A+
Bonos	A+
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2025

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

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus filiales](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8200
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8200
Directora Senior de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Vicente Escudero +56 2 2896 8200
Analista de Corporaciones
vescudero@icrchile.cl

Inversiones Southwater Ltda.

Informe anual de clasificación de riesgo

ICR ratifica en categoría A+/Estable, la solvencia y bonos de Inversiones Southwater Ltda., sustentado en los siguientes puntos:

- ❖ El desempeño de sus empresas operativas ([Essbio](#), [Esval](#) y [Nuevosur](#)), todas clasificadas en categoría AA/Estable por ICR, rating que si bien esperamos se mantenga en los próximos 12-18 meses, se debe tener en cuenta que la holgura que presentan dos de sus filiales dentro de su categoría es muy reducida, lo que significa que cualquier contingencia que pueda contraer sus resultados podría influir negativamente en su clasificación crediticia y, en consecuencia, en la de su matriz, Inv. Southwater. En este sentido, si bien las sociedades operativas mantienen una sólida generación de caja, los significativos desembolsos de Capex y dividendos, sumados al escenario todavía desfavorable de costo de fondos, han incidido negativamente en sus indicadores crediticios, con un ratio de DFN/EBITDA que permanece sobre las 5,0 veces para el caso de Esval y Essbio, aunque con una cobertura de gastos financieros netos todavía alineada a su clasificación de AA.
- ❖ El marco regulatorio bajo el cual Essbio, Esval y Nuevosur desarrollan 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 de los emisores 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, 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.
- ❖ El alto riesgo individual del holding, sostenido de la política financiera del grupo, que contempla la concentración de deuda financiera tanto en las filiales como en la matriz, con un muy alto nivel de apalancamiento individual de Inv. Southwater, pero con un calendario de amortización concentrado al largo plazo que genera holgura en la cobertura de sus obligaciones financieras (intereses). No proyectamos cambios en este nivel de riesgo en los próximos 12-18 meses, lo que justifica la tendencia Estable asignada a su clasificación.

En consecuencia, si bien el rating de Inv. Southwater deriva de la clasificación asignada a sus filiales (AA), el alto riesgo relativo de la matriz y la subordinación estructural reducen este rating hasta categoría A+.

Perfil de la Empresa

Inversiones Southwater es una sociedad de inversiones que, a través de su participación en [Essbio](#) (AA/Estable, por ICR), [Nuevosur](#) (AA/Estable, por ICR), [Esval](#) (AA/Estable, por ICR) y Aguas del Valle, se dedica a la prestación de servicios sanitarios en las regiones de Coquimbo, Valparaíso, Libertador General Bernardo O'Higgins, Maule y Bío Bío, entregando soluciones y servicios en el ciclo integral del agua (agua potable, alcantarillado y descontaminación de aguas servidas).

El fondo de pensiones canadiense, Ontario Teacher's Pension Plan Board (OTPPB) controla indirectamente a Inversiones Southwater a través de Castlefrank Investment Limitada quien, además de su participación directa en Inv. Southwater, mantiene el 99,999% de las acciones de AndesCan SpA y el 100% sobre AndesCan II.

Si bien Inversiones Southwater como sociedad holding no tiene definido un directorio, Jorge Lesser actúa como administrador de la sociedad matriz, y como presidente del directorio de Essbio, Esval y Aguas del Valle.

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

ACCIONISTAS

Accionista	%
AndesCan SpA	68,81%
AndesCan II SpA	31,19%
Castlefrank Investment Limited*	0,00%

Fuente: CMF, diciembre 2024.
*mantiene 1 acción suscrita y pagada de Inv. Southwater.

PRINCIPALES INVERSIONES

Sociedad	Participación
Inversiones OTPPB Chile II ⁽¹⁾	99,9910%
Essbio S.A. ⁽²⁾	89,6450%
Esval S.A. ⁽²⁾	94,3407%
Biodiversa S.A. ⁽²⁾	88,8830%
Aguas del Valle S.A. ⁽²⁾	93,2494%
Nuevosur S.A. ⁽³⁾	90,10%

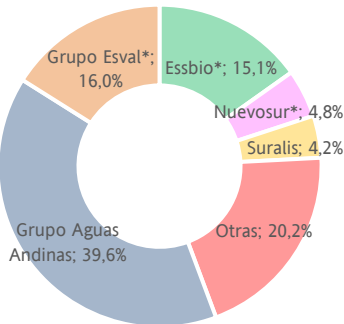
Fuente: Memoria anual 2024.
⁽¹⁾ Inversión directa.
⁽²⁾ Inversión indirecta a través del holding Inv. OTPPB Chile II.
⁽³⁾ Inversión indirecta y no controladora. Si bien el 90,1% corresponde al total del capital social, la participación sobre los derechos a voto es de 9,85% (serie A) y de 90,13% sobre las acciones preferentes (serie B).

ZONA DE OPERACIÓN

Aguas del Valle	Región de Coquimbo
Esval	Región de Valparaíso
Essbio	Regiones de O'Higgins, Ñuble y Bío Bío
Nuevosur	Región del Maule

Fuente: Memoria anual del holding y de sus filiales.

Southwater acumula el 36% de participación de mercado, medido sobre el número de clientes regulados (incluye Nuevosur)
Market share sector sanitario chileno (%). Cifras de 2024, clientes regulados



Fuente: SISS
* Corresponde a las empresas del grupo Southwater.
- Grupo Aguas Andinas incluye operación de Aguas Andinas, Aguas Cordillera y Aguas Manquehue.
- Grupo Esval incluye operación de Esval y Aguas del Valle.

indicadores financieros de las compañías es foco de seguimiento por parte de ICR en los próximos 12-18 meses, considerando que algunas compañías presentan acotado margen de apalancamiento adicional.

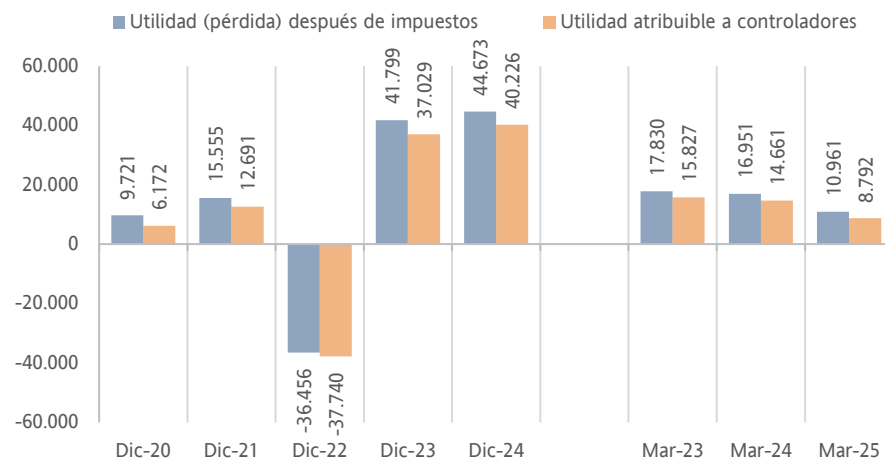
Clasificación en categoría A+ asignada a Inv. Southwater está sostenida del rating ponderado asignado a sus filiales, del riesgo financiero individual del holding y de factores adicionales (de existir)

Evaluación crediticia de Inv. Southwater inicia con el rating ponderado asignado a sus filiales por ICR, esto es, categoría AA, que esperamos se mantenga en los próximos 12-18 meses

En 2024, Inversiones Southwater presentó una utilidad atribuible a los propietarios de la controladora de \$40.226 millones, lo que representa un aumento de 8,6% respecto al año anterior, dando cuenta del aporte de sus empresas operativas, y de algunos aspectos no operacionales, que fueron lo suficientemente significativos para compensar el mayor gasto financiero.

Al 1Q-25, en tanto, el holding generó una utilidad atribuible a los controladores de \$8.792 millones, una reducción de 40,0% respecto a marzo 2024, relacionada al menor resultado de Esval y a la mayor pérdida por unidades de reajuste y al aumento de los gastos financieros netos del holding.

Menor utilidad del holding al 1Q-25 se explica tanto por una baja en el VPP asociado a Esval, como a efectos no operacionales del holding ligados a unidades de reajuste y gastos financieros netos
Resultado del ejercicio de Inv. Southwater, consolidada y atribuible a los controladores (MM\$)

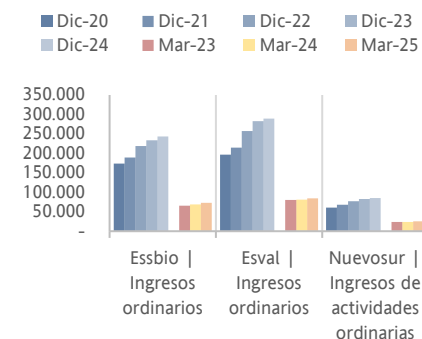


Fuente: Estados financieros

De todas formas, aun cuando el 1Q-25 estuvo caracterizado por una baja significativa de la utilidad del ejercicio de Southwater, opinamos que los fundamentos de largo plazo de sus empresas operativas se mantienen sólidos, lo que justifica la tendencia Estable ratificada en esta evaluación. No obstante, se debe tener en cuenta que la holgura que presentan los indicadores de Esval y Essbio dentro de la categoría AA es acotada, dando cuenta de la solidez de su negocio, pero con escasa maniobra financiera para hacer frente

Mayor tarifa media y volúmenes vendidos explicaron el crecimiento de ingresos de las empresas operativas de Southwater

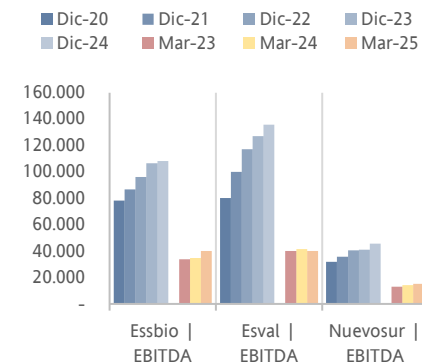
Evolución ingresos de explotación (MM\$). Se incluye Nuevosur como referencia, pese a que Inv. Southwater no consolide sus ingresos



Fuente: Estados financieros

Presiones de costos han desafiado la generación de EBITDA de los últimos años de las empresas operativas de Southwater

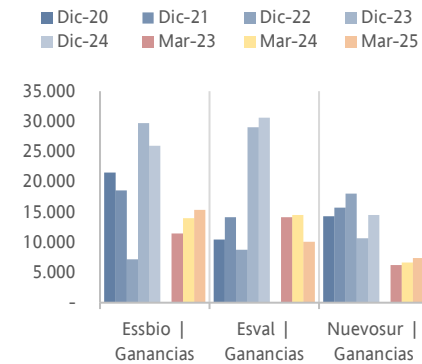
Evolución EBITDA (MM\$). Se incluye Nuevosur como referencia, pese a que Inv. Southwater no consolide su EBITDA



Fuente: Estados financieros

Crecimiento de utilidad de Essbio y Nuevosur no alcanzaron a compensar la caída a doble dígito de Esval

Evolución utilidad del ejercicio (MM\$). Se incluye Nuevosur como referencia, pese a que Inv. Southwater sólo contabilice su dividendo



Fuente: Estados financieros

a eventualidades que puedan contraer su generación de EBITDA. Así, respecto a las empresas operativas se tiene que:

- 1) Essbio [último informe de clasificación de junio 2025]:** La utilidad del ejercicio en los 3M-25 fue de \$15.373 millones, lo que representa un aumento de 9,7% respecto al mismo periodo de 2024, explicado por el mejor resultado operacional que fue lo suficientemente material para diluir el resultado más negativo por unidades de reajuste (-\$2.670 millones).

Así, el EBITDA¹ creció 14,9% (+\$5.205 millones) y el margen EBITDA varió positivamente desde 50,6% hasta 55,2%, debido tanto al incremento en los ingresos ordinarios (+\$3.646 millones, asociado al efecto precio tras las indexaciones de tarifas y al mayor volumen vendido), como a la baja en los otros gastos por naturaleza (-\$1.736 millones, que tuvo un desfase planificado de gastos para la optimización financiera de *covenants* en el 2025, además de la reversa de gastos de años anteriores no ejecutados). Con este *performance*, Essbio finalizó el 1Q-25 con un ratio de DFN/EBITDA² de 5,23 veces, lo que si bien representa una mejora respecto al cierre de 2024 (5,46 veces), todavía corresponde a un nivel alto dentro de la categoría de rating de AA.

- 2) Esval [último informe de clasificación de junio 2025]:** La utilidad del ejercicio 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 EBITDA¹ se redujo 3,5% (-\$1.450 millones) y el margen EBITDA¹ 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).

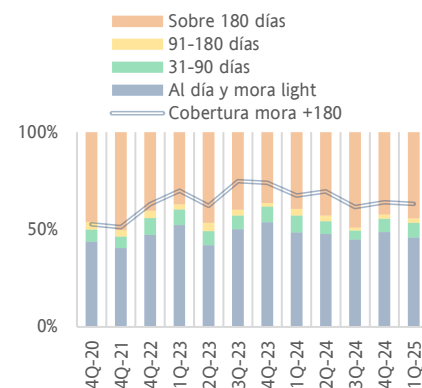
Sobre el resultado no operacional, por su parte, destacan la mayor pérdida por unidades de reajuste (+\$2.381 millones) debido a la revalorización de la deuda en base a la variación de la UF, y el aumento de \$888 millones en los gastos financieros netos asociado a mayores costos financieros por préstamos bancarios. Con este *performance*, Esval finalizó el 1Q-25 con un ratio de DFN/EBITDA² de 5,27 veces, lo que representa un incremento respecto al cierre de 2024 (5,17 veces) y todavía corresponde a un nivel alto dentro de la categoría de rating de AA.

Nuevosur [último informe de clasificación de julio 2025]: Sobre esta empresa, Southwater mantiene una inversión indirecta y no controladora, contabilizada en los activos como un Instrumento Financiero y los dividendos percibidos en el flujo de inversión del Estado de Flujo de Efectivo.

La utilidad del ejercicio en los 3M-25 fue de \$7.412 millones, lo que representa un aumento de 11,4% respecto al mismo periodo de 2024, explicado tanto por el mejor resultado operacional como por factores no operacionales asociados, específicamente, a la baja de \$1.339 millones en el gasto financiero neto debido a una menor tasa variable de créditos bancarios.

Nivel de morosidad de la cartera de Southwater aumentó al 1Q-25, principalmente en el tramo sobre los 180 días

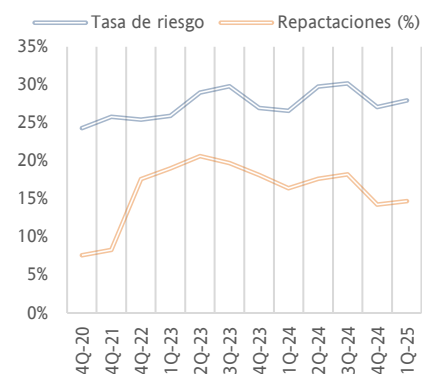
Evolución cobertura de la mora sobre 180 días con el stock de provisiones (%) y estructura de morosidad, medida sobre cartera bruta (%), donde mora *light* incluye mora entre 1 y 30 días. *Excluye Nuevosur*



Fuente: Elab. propia con info de EEFF

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

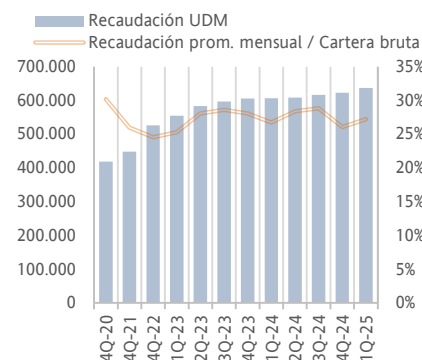
Evolución tasa de riesgo y repactaciones (%), donde tasa de riesgo = provisiones / cartera bruta. *Excluye Nuevosur*



Fuente: Elab. propia con info de EEFF

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 (%). *Excluye Nuevosur*



Fuente: Elab. propia con info de EEFF

Respecto al resultado operacional, el EBITDA¹ creció 5,8% (+\$835 millones) y el margen EBITDA varió levemente desde 59,3% hasta 59,9%, debido principalmente al incremento en los ingresos ordinarios (+\$1.177 millones, asociado al efecto precio tras las indexaciones de tarifas y al mayor volumen vendido) y, en menor medida, a la menor pérdida por deterioro de valor (-\$213 millones), que compensaron los incrementos en las materias primas y consumibles (+\$289 millones, debido a los mayores costos de energía por el alza de tarifas) y en los otros gastos por naturaleza (+\$402 millones, por mayores gastos en mantenciones, disposición de lodos y arriendo de inmuebles). Con este *performance*, Nuevosur finalizó el 1Q-25 con un ratio de DFN/EBITDA² de 3,99 veces, lo que representa una mejora respecto al cierre de 2024 (4,05 veces) y un nivel que captura una amplia holgura dentro de la categoría de rating de AA.

Respecto al riesgo de cartera del grupo, las empresas sanitarias de Inv. Southwater presentan un leve retroceso en sus indicadores de riesgo de cartera, incidiendo en que algunas continúen rezagados respecto a los niveles observados previo a la pandemia. En particular, si bien al 4Q-24 se observó una mejora tanto en la tasa de riesgo —esto es, provisiones/cartera bruta— como en la estructura de morosidad y repactaciones, al 1Q-25 hubo cierto retroceso en estos indicadores, dando cuenta que Esval es la sociedad del grupo con mayores indicadores de riesgo al respecto.

Evaluación crediticia de Inv. Southwater prosigue con la evaluación de la fortaleza financiera individual del holding que, en nuestra opinión, debería mantenerse con su alto nivel de riesgo

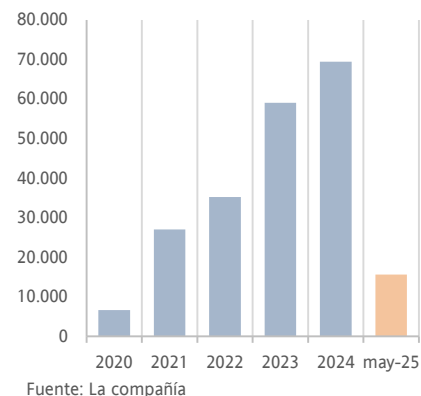
La evaluación del riesgo individual del holding incluye variables tales como: el apalancamiento, la estructura de la deuda, la capacidad de pago de las obligaciones con los flujos de dividendo percibidos desde las filiales operativas, el plan de inversiones del grupo, la política de dividendos del holding hacia sus accionistas finales y el acceso a financiamiento.

Dentro de los principales factores evaluados —y que permiten concluir que Inv. Southwater mantiene un alto nivel de riesgo individual— se encuentra el **apalancamiento** del holding, el que históricamente se ha mantenido muy por sobre lo estipulado como “Adecuado” por ICR de acuerdo con su nomenclatura utilizada en la Metodología de Matrices y Filiales. Particularmente, el holding cerró el primer trimestre de 2025 con una deuda individual de \$420.124 millones, (+1,2% respecto al cierre de 2024), concentrada exclusivamente en bonos locales (series E, I), pero con un **calendario de amortización** que expone que los primeros vencimientos se producirían recién al año 2032 (serie E) y que al 2035 comenzaría a amortizar la serie I.

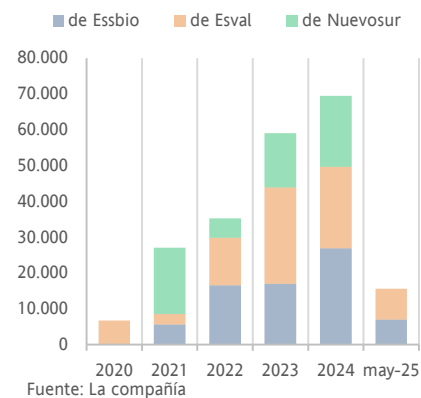
Aun cuando este calendario de pagos beneficia la liquidez del holding, posibilitando la salida de flujo desde la matriz hacia sus accionistas o bien, permitiendo hacer frente a contingencias de mercado que reduzcan los dividendos percibidos, en términos relativos, esto es, respecto al patrimonio total individual del holding, Inv. Southwater sigue presentando un alto nivel de endeudamiento, lo que restringe su clasificación de riesgo y que esperamos se mantenga así en los próximos 12-18 meses, lo que justifica la ratificación de la clasificación en esta oportunidad. En específico, a marzo de 2025 el *leverage* financiero³ alcanzó las 0,75 veces (manteniéndose estable respecto al cierre de 2024), lo que lo sitúa muy por sobre lo establecido en nuestra metodología de holdings y filiales (0,3 veces).

De todas formas, y considerando que los únicos desembolsos financieros que debe cubrir el holding corresponden a intereses, el **servicio de la deuda** habitualmente se cumple con holgura con los **dividendos percibidos**, incluso con el menor reparto de 2025 luego que en las Juntas Ordinarias de Accionistas de las empresas operativas se aprobara disminuir la tasa de reparto para 2025.

Dividendos percibidos por el holding se han reducido en 2025 producto de repartos más conservadores aprobados en las JOA de 2025
Evolución dividendos percibidos por Inv. Southwater (MM\$)

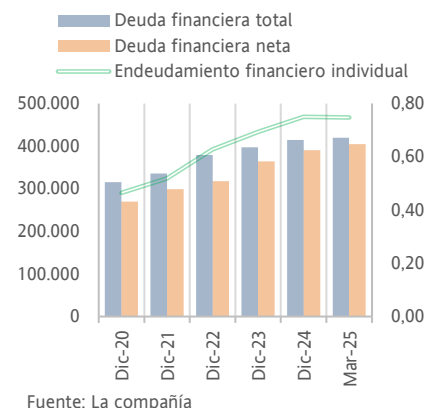


Exigentes planes de inversiones de las empresas operativas explican la baja en los dividendos percibidos hasta mayo 2025
Evolución dividendos percibidos, por filial (MM\$)



Incremento más acotado de la deuda en los últimos periodos se debe a la mayor estabilidad inflacionaria en Chile

Evolución deuda financiera individual (total y neta) de Inv. Southwater (MM\$) y endeudamiento financiero (N° de veces)



Pese a la muy baja presión de liquidez que presenta Inv. Southwater —beneficiada del calendario de amortización y de la recurrencia en el reparto de dividendos que siguen sus filiales operativas—, se debe tener en consideración que gran parte del remanente del flujo egresa como dividendos hacia los accionistas del holding, por lo que consideramos que la **política de dividendos de Inv. Southwater** es exigente, aunque con recursos en caja suficientes para cubrir sus gastos corrientes.

Respecto a la **política de inversiones** del grupo, el ajuste en el reparto de dividendos en las empresas operativas da cuenta del intensivo período de desembolsos de Capex que atraviesa la industria sanitaria, donde Essbio y Esval aprobaron un reparto de 30% de la utilidad líquida distribuible, mientras que Nuevosur ratificó el dividendo provisorio repartido en diciembre de 2024. En los tres casos, como respuesta al plan de desarrollo que se encuentran ejecutando bajo condiciones de financiamiento todavía transversalmente poco atractivas. Respecto a este último punto, consideramos que el grupo tiene **acceso a financiamiento**, toda vez Essbio, Esval, Nuevosur e Inv. Southwater tienen deuda pública colocada en el mercado y que las empresas operativas, además, complementan con deuda bancaria. Por la estructura operativa del sector, el financiamiento suele ser de tipo estructurado de mediano y largo plazo, con casi nula exposición a capital de trabajo.

Evaluación crediticia de Inv. Southwater culmina con la evaluación de factores adicionales que pudiesen limitar o mejorar el rating del holding

Dentro de los factores adicionales evaluados por ICR en la clasificación de Inv. Southwater, destacamos tanto la especialización en el sector sanitario como la **diversificación** de fuentes de dividendos del holding, dado que permite mitigar parcialmente los vaivenes de alguna filial en particular o soportar el proceso de inversión de alguna de ellas, con el consecuente impacto en la tasa de reparto de flujo hacia la matriz.

Adicionalmente, también computa en la clasificación del Holding la **subordinación estructural** de Inv. Southwater (individual), ya que la deuda de la matriz se encuentra subordinada al pago de las obligaciones de las empresas operativas —lo que significa que los acreedores de las filiales poseen prioridad sobre los activos y flujos de éstas, en caso de default— y que, para el caso de este emisor, significa restringir su clasificación respecto al rating ponderado de sus empresas operativas.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

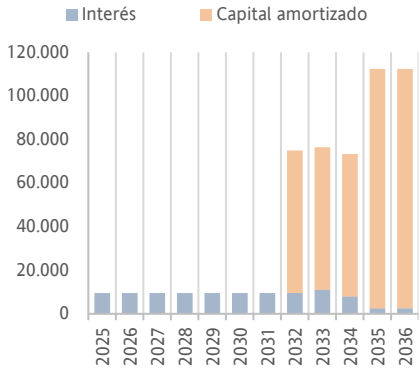
Inversiones Southwater mantiene vigentes las líneas de bonos N°s 604 (serie E) y 685 (serie I), según el siguiente detalle:

Principales características líneas de bonos vigentes		
	Línea 604	Línea 685
Fecha inscripción	18-ago-09	27-oct-11
Plazo (años)	18-ago-39	27-nov-41
Monto inscrito	UF 7.500.000	UF 5.600.000
Monto colocado vigente	UF 5.000.000	UF 5.600.000
Serie vigentes	E	I
Garantía	No contempla	No contempla

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

Calendario de amortización concentrado al largo plazo beneficia la liquidez de la compañía

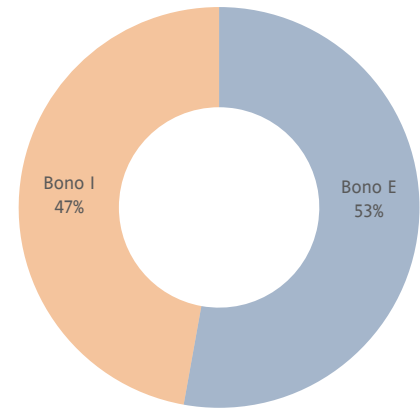
Calendario de amortización a marzo de 2025 (MM\$), donde UF = \$39.249



Fuente: La compañía

Deuda financiera del holding continúa concentrada exclusivamente en dos bonos locales

Composición de la deuda individual del holding (%)



Fuente: La compañía

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría.

Respecto a sus dos únicas series de bonos vigentes, sus principales características son:

Principales características series de bonos vigentes

	Serie E	Serie I
N° de inscripción	604	685
Fecha inscripción	07-sep-09	09-nov-11
Monto inscrito	UF 7.500.000	UF 5.600.000
Monto colocado	UF 5.000.000	UF 5.600.000
Deuda vigente	UF 5.000.000	UF 5.600.000
Tasa emisión (%)	4,70	4,50
Vencimiento	08-sep-34	08-sep-36

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

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

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant (N° de veces)	Exigencia	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dic-24	Mar-25
Deuda financiera neta sobre EBITDA ⁴	<= 6,5	5,84	6,12	6,15	6,02	6,03
Cobertura de gastos financieros netos ⁵	>= 2,0	5,13	5,35	5,38	4,78	4,60
Cobertura del servicio de la deuda ⁶	>= 1,4	3,39	3,92	3,87	3,08	-*

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

*Covenant de cobertura del servicio de la deuda sólo aplica en los trimestres que se reparten dividendos, según se estipula en las escrituras de los contratos de bonos.

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.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bonos	Tendencia	Motivo
29-jul-16	A+	A+	Estable	Reseña anual
31-jul-17	A+	A+	Estable	Reseña anual
31-jul-18	A+	A+	Estable	Reseña anual
31-jul-19	A+	A+	Estable	Reseña anual
9-jun-20	A+	A+	Estable	Junta de tenedores de bonos
31-jul-20	A+	A+	Estable	Reseña anual
27-jul-21	A+	A+	Estable	Reseña anual
25-jul-22	A+	A+	Estable	Reseña anual
25-jul-23	A+	A+	Estable	Reseña anual
31-jul-24	A+	A+	Estable	Reseña anual
31-jul-25	A+	A+	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Mayor detalle del evolutivo de rating en [Inversiones Southwater Limitada - ICR Chile](#)

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

Generalmente, la clasificación de riesgo de solvencia refleja el riesgo de crédito de una compañía dada su deuda total, sin tomar en cuenta la prelación de pagos de los distintos instrumentos. Los holdings son un caso especial, ya que, en general, no son compañías operativas. Por lo tanto, el riesgo de crédito se explica directa e indirectamente por diversos factores, incluyendo: (i) el riesgo financiero/de liquidez del holding; (ii) la fortaleza financiera de sus principales filiales; (iii) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo del holding.

Para establecer clasificaciones de riesgo para holdings, ICR generalmente considera lo siguiente:

1. Estructura corporativa, con el fin de determinar si opera como una entidad única (área de tesorería central, con deuda y toma de decisiones centralizada) o si los miembros del grupo operan de manera independiente, cuyo caso sería el de Inversiones Southwater Ltda. según lo detallado en Grupo II de Criterio: [Clasificación de Compañías Holdings y sus filiales](#).

2. Evaluación de solvencia para las filiales más relevantes. Hecho esto, se determina una clasificación de riesgo para el grupo de empresas que conforman el conglomerado, el que es ajustado, de ser necesario, y asignado a la compañía matriz del holding. El ajuste puede obedecer a muchos factores, sin embargo, la subordinación estructural es generalmente el factor más relevante (los acreedores de las filiales poseen prelación de pagos frente a los acreedores de la matriz) y el nivel de endeudamiento del holding a nivel individual. Usualmente, esto deriva en un ajuste a la baja del rating del holding respecto a sus filiales.

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.

ANEXO 1: Resumen situación financiera consolidada (MM\$)

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Mar-24	Mar-25
Activos totales	2.255.949	2.292.201	2.425.251	2.554.154	2.651.719	2.567.185	2.657.989
Efectivo y equivalentes	120.282	106.666	121.614	97.070	75.947	93.737	76.943
Otros activos financieros corrientes	0	0	8.642	18.516	10.595	9.249	3.990
Pasivos totales	1.506.697	1.575.276	1.751.846	1.912.978	2.031.075	1.909.813	2.027.216
Deuda financiera corriente	47.057	42.464	80.598	146.643	45.753	151.626	53.553
Deuda financiera no corriente	1.261.853	1.331.962	1.462.713	1.510.645	1.708.466	1.514.296	1.718.004
Deuda financiera total	1.308.910	1.374.427	1.543.311	1.657.288	1.754.218	1.665.922	1.771.557
Deuda financiera neta	1.188.628	1.267.760	1.413.055	1.541.702	1.667.676	1.562.936	1.690.625
Patrimonio consolidado	749.252	716.925	673.405	641.176	620.644	657.371	630.773
Patrimonio atribuible al controlador	678.429	647.309	605.076	572.583	553.164	587.183	561.790
Ingresos ordinarios	367.822	400.417	472.866	512.190	528.913	149.786	156.160
Ingresos totales del grupo	369.136	420.703	480.486	530.254	554.952	150.310	157.558
Utilidad controladores	6.172	12.691	-37.740	37.029	40.226	14.661	8.792
Utilidad del ejercicio	9.721	15.555	-36.456	41.799	44.673	16.951	10.961
Flujo operacional	147.536	170.490	199.052	243.812	246.121	75.613	79.686
Flujo de inversión	-133.839	-73.127	-124.805	-168.841	-165.262	-52.782	-51.463
Flujo de financiamiento	10.410	-110.978	-59.300	-99.516	-101.982	-26.164	-27.228

¹ 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.

² DFN/EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes - Efectivo y equivalentes) / EBITDA. Incluye Aportes Financieros Reembolsables.

³ *Leverage* financiero = Deuda financiera individual / patrimonio individual.

⁴ Deuda financiera neta / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes – AFR corrientes – AFR no corrientes – Efectivo y equivalentes – depósitos a plazo e inversiones en pagarés con vencimiento dentro de un año o que garanticen el cumplimiento de pago de intereses y capital de los bonos mantenidos por la matriz y filiales incorporadas) / (Ingreso de actividades ordinarias + Otros ingresos por naturaleza – Materias primas consumibles utilizados – Gastos por beneficios a empleados – Otros gastos por naturaleza + en caso que no consolide a Nuevosur, se deberá sumar las distribuciones por concepto de dividendos, reducciones de capital u otros conceptos que perciba el emisor de Inv. OTTPB Chile II).

⁵ Cobertura de gastos financieros = (Ingreso de actividades ordinarias + Otros ingresos por naturaleza – Materias primas consumibles utilizados – Gastos por beneficios a empleados – Otros gastos por naturaleza + en caso que no consolide a Nuevosur, se deberá sumar las distribuciones por concepto de dividendos, reducciones de capital u otros conceptos que perciba el emisor de Inv. OTTPB Chile II) / (Costos financieros – Ingresos financieros, anualizados).

⁶ Servicio de la deuda = (Flujos de efectivo neto procedente de (utilizado en) actividades de operación + intereses pagados (de actividades de operación, valor absoluto) + cobros a entidades relacionadas + dividendos recibidos (actividad de inversión) + intereses recibidos (actividad de inversión) + otros cobros procedentes de reducción de capital o ventas de participaciones en entidades controladas) / deuda financiera de corto plazo.

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 SÍMBOLOS 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.