



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Aguas Magallanes S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Benjamín Rodríguez W.

Paula Acuña L.

Hernán Jiménez A.

benjamin.rodriguez@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Septiembre 2022

| Categoría de riesgo | |
|-------------------------------------|-----------------------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Línea de bonos y bonos Tendencia | AA Estable |
| EEFF base | Junio 2022 ¹ |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda | |
|---|---------------------|
| Línea de bonos | N°1.021 de 13.05.20 |
| Serie A (BAMAG-A) | Primera emisión |

| Estados de Resultados Individuales IFRS | | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| M\$ de cada año | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | jun-22 |
| Ingresos de Explotación | 18.236.856 | 16.476.561 | 17.438.795 | 17.182.875 | 19.232.572 | 10.097.067 |
| Otros Ingresos | 12.966 | 78.555 | 20.004 | 3.200 | 4.479 | 1.063 |
| Gastos Operacionales Totales | -7.931.911 | -8.052.354 | -8.350.705 | -9.247.794 | -9.812.638 | -4.854.331 |
| Resultado Operacional | 8.221.775 | 5.614.207 | 8.138.941 | 4.941.151 | 6.251.068 | 3.647.030 |
| Gastos Financieros | -164.295 | -251.205 | -337.022 | -1.119.599 | -1.582.177 | -907.361 |
| Utilidad (Pérdida del Ejercicio) | 6.718.418 | 5.401.325 | 6.567.606 | 4.495.534 | 4.664.907 | 2.315.946 |
| EBITDA | 10.317.911 | 8.502.762 | 9.108.094 | 7.938.281 | 9.424.413 | 5.242.736 |

| Estados de Situación Financiera Individuales IFRS | | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| M\$ de cada año | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | jun-22 |
| Activos corrientes | 3.294.703 | 4.696.469 | 5.801.386 | 7.572.130 | 13.421.483 | 14.268.089 |
| Activos no corrientes | 67.123.670 | 77.190.799 | 70.984.924 | 98.083.486 | 71.337.778 | 73.933.626 |
| Total activos | 70.418.373 | 81.887.268 | 76.786.310 | 105.655.616 | 84.759.261 | 88.201.715 |
| Pasivos corrientes | 6.342.919 | 12.074.838 | 3.842.529 | 4.279.932 | 3.558.741 | 3.722.793 |
| Pasivos no corrientes | 10.364.426 | 10.320.370 | 12.735.116 | 42.619.002 | 43.783.755 | 45.895.776 |
| Patrimonio | 53.711.028 | 59.492.060 | 60.208.665 | 58.756.682 | 37.416.765 | 38.583.146 |
| Total patrimonio y pasivos | 70.418.373 | 81.887.268 | 76.786.310 | 105.655.616 | 84.759.261 | 88.201.715 |

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2022. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2022, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Aguas Magallanes S.A. (Aguas Magallanes) es propiedad de la sociedad Aguas Nuevas S.A., perteneciente a *Marubeni Corporation* y *Mizuho Marubeni Leasing Corporation*. La emisora tiene por objeto principal la producción y distribución de agua potable, así como la recolección, disposición y tratamiento de aguas servidas en las localidades incluidas en el área de concesión, Región de Magallanes. En 2021, la compañía atendía a más de 56 mil clientes en la región.

Al cierre del primer trimestre de 2022, **Aguas Magallanes** generó ingresos por aproximadamente \$4.897 millones y un EBITDA igual a \$2.073 millones. A esa fecha, sus obligaciones financieras ascendían a \$39.856 millones.

La principal fortaleza de la compañía que sirve como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "*Categoría AA*", es su condición de monopolista natural en la entrega de un servicio de primera necesidad (agua potable y alcantarillado) en su área de concesión.

Cabe señalar que, si bien la compañía opera dentro de un marco regulador estable y que se desarrolla bajo criterios técnicos, en esta regulación las tarifas son fijadas en conformidad con la Ley de Tarifas de los Servicios Sanitarios, los que se revisan cada cinco años y, durante dicho periodo, están sujetos a reajustes adicionales ligados a un polinomio de indexación (finalmente son reajustados dependiendo de si la variación acumulada es superior o inferior a 3%). Esta condición implica que la empresa tenga flujos altamente predecibles y de muy bajo riesgo, lo cual le entrega una elevada capacidad para responder a sus pasivos financieros.

Otro atributo que refuerza la clasificación de la empresa es su elevada capacidad de abastecimiento, puesto que, dadas sus actuales instalaciones productivas, es capaz de generar un volumen de producción de agua potable mayor a la demanda que enfrenta y cuenta con derechos de agua superiores a dicha capacidad de generación y de producción.

La clasificación de riesgo también incorpora como elemento positivo el *know how* y apoyo financiero que le pueden brindar sus controladores finales, en particular por su experiencia empresarial y por su nivel patrimonial (*Marubeni Corporation*, controlador indirecto por intermedio de Aguas Nuevas).

La evaluación de **Humphreys** considera también los pagos que ECONSSA deberá efectuar a la sanitaria al finalizar el plazo de la concesión por las inversiones realizadas que, por tiempo, no alcanzaron el retorno que la normativa ofrece a este tipo de entidades.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída por la probabilidad de que se introduzcan cambios que debiliten el carácter técnico de las normativas del sector sanitario, y por la exposición de sus procesos productivos a condiciones o cambios climatológicos adversos. Todo ello atenuado por el criterio técnico que ha primado en Chile en lo relativo a la legislación y normativa de las industrias reguladas, en general, y de las sanitarias en particular.

Además, la clasificación de riesgo considera que **Aguas Magallanes** debe generar flujos a su matriz, sociedad de inversión, para que ésta cumpla con sus propias obligaciones financieras (en conjunto con otras empresas del grupo). Sin embargo, este riesgo se reduce en primera instancia porque, como ya se mencionó, Aguas Nueva cuenta con el apoyo de los controladores y en segunda porque la matriz ha estado reestructurando su deuda, traspasando ésta a sus unidades operativas, tal como se puede observar en el Hecho Esencial con fecha 5 de agosto de 2020 donde se canjearon bonos de Aguas Nuevas (BAYS3-A) por emisiones de tres de sus unidades operativas, siendo una de ellas **Aguas Magallanes**.

Cabe señalar, que a la concesión se entregó por un período de 30 años (a contar de 2004) el derecho de explotación de su área de influencia; sin embargo, a juicio de **Humphreys**, el *status* jurídico de la concesión no residente —en términos operativos, económicos o financieros— la calidad del emisor como beneficiario y administrador de dichas concesiones.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo. A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía vaya reduciendo su nivel relativo de deuda sin afectar la rentabilidad de sus activos y considerando el menor plazo de la concesión.

Para la mantención de la clasificación de los títulos de deuda, se hace necesario que la empresa finalice adecuadamente sus planes de inversión y mantenga su orientación a un tipo de negocio con bajo riesgo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Monopolio natural.
- Servicio de primera necesidad.
- Marco regulador estable que opera bajo criterios técnicos.
- Elevada capacidad de abastecimiento.
- Flujos estables y predecibles, con bajo nivel de riesgo.

Fortalezas complementarias

- Adecuado valor económico de los activos respecto al valor presente de la deuda.
- Negocio con bajos niveles de incobrabilidad.
- Controlador solvente que presenta incentivos a apoyar situaciones de *stress* financiero del emisor.
- Acceso a fuentes de financiamiento.

Riesgos considerados

- Cambios de legislación de servicios sanitarios (riesgo con baja probabilidad de ocurrencia, dada la institucionalidad chilena).
- Cambios de criterio de fijación de tarifas de servicios sanitarios (riesgo con baja probabilidad de ocurrencia, dada la institucionalidad chilena).
- Fenómenos naturales pueden afectar el funcionamiento de las plantas (susceptible de cubrir con seguros).
- Necesidad de generar flujos a su matriz directa.

Definición categoría de riesgo

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.

Hechos recientes

Resultados marzo 2022

Durante el primer trimestre de 2022, **Aguas Magallanes** tuvo ingresos por \$4.897 millones, un 8,7% superior a lo alcanzado en el mismo periodo en 2021. Los gastos operacionales de la empresa fueron de \$2.823 millones, un 19,5% mayor a los de 2020. El resultado operacional mostró una disminución del 9,3%, siendo éste de \$1.266 millones; mientras que el resultado final totalizó con \$703 millones. A la misma fecha, el EBITDA de **Aguas Magallanes** fue de \$2.073 millones, mostrando una disminución de un 3,3%.

Al cierre de marzo de 2022, **Aguas Magallanes** presentaba activos por \$85.893 millones, pasivos por \$48.922 millones y un patrimonio de \$36.970 millones. La deuda financiera de la compañía ascendió a \$39.856 millones.

Oportunidades y fortalezas

Monopolio natural y bien de primera necesidad: La empresa en su área de operación es un monopolista natural; no visualizándose en el período de proyección, competencia económicamente factible; teniendo además exclusividad garantizada por las características de la concesión legal de prestación de servicios sanitarios. Por otra parte, siendo el agua potable un bien de primera necesidad, las ventas de la compañía están menos expuestas a períodos recesivos y su consumo es comparativamente menos sensible a alzas de precio.

Fujos estables y predecibles: Las empresas de servicios básicos, en particular en los regulados, se caracterizan por presentar flujos de ingresos estables y predecibles, situación que disminuye sustancialmente el riesgo del negocio y favorece el acceso a fuentes externas de financiamiento. Además, el hecho de que la empresa esté legalmente facultada para interrumpir el servicio a los clientes morosos reduce significativamente los riesgos de incobrabilidad. En los últimos cinco años, el margen EBITDA ha fluctuado entre 46,16% y 56,57%. Al cierre del primer trimestre de 2022, el margen EBTIDA alcanzó el 51,02%.

Capacidad de abastecimiento: La compañía cuenta con suficientes derechos de agua y una buena diversidad de fuentes de abastecimiento superficiales. **Aguas Magallanes** tiene derechos de agua que son 5,7 veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad de producción es de 0,96 veces la demanda máxima que enfrenta la compañía.

Bajos niveles de incobrabilidad: La ley faculta a las empresas sanitarias a suspender el suministro de agua potable cuando el cliente presenta mora en el servicio. Este elemento, junto a la importancia que los clientes asignan a este servicio de primera necesidad permite mantener bajo niveles de incobrabilidad.

Acceso a fuentes de financiamiento: Las características de las empresas sanitarias convierten al emisor en un buen sujeto de crédito para demandar préstamos ante un eventual déficit transitorio de caja. Además, debe considerarse que la empresa, al finalizar la concesión, tiene derecho a recibir un pago por concepto de inversiones no remuneradas.

Controladores con solvencia aceptable: Aguas Nuevas está actualmente clasificado en "Categoría AA-" en escala local quien es controlada indirectamente por *Marubeni Corporation* (clasificado en categoría Baa2 en escala global).

Factores de riesgo

Mercado regulado: La empresa, como toda entidad sujeta a regulaciones especiales, está expuesta a cambios en las normas establecidas y a los riesgos relacionados con la aplicación de dichas normativas. En particular, las sanitarias deben someterse cada cinco años a fijación de tarifas. Esto introduce un elemento de incertidumbre puesto que, si bien el mecanismo se basa en criterios técnicos, la experiencia ha mostrado que los marcos regulatorios por sí mismos no garantizan la uniformidad de criterios al momento de llevar a cabo los procesos. Con todo, **Humphreys** asigna baja probabilidad a que existan cambios legales de relevancia, en particular por la existencia de subsidios monetarios a los hogares de menores ingresos que disminuyen el riesgo de, por ejemplo, la injerencia política en el establecimiento de las tarifas cobradas por la empresa.

Exposición a factores climáticos y/o fenómenos naturales: **Aguas Magallanes** está expuesta a eventuales condiciones climáticas adversas, desde una sequía extrema y prolongada que restringiera la disponibilidad de agua, hasta un frente de lluvias que afecte el funcionamiento de las instalaciones o el colapso del sistema de alcantarillado.

Necesidades de la matriz: Aguas Nuevas es una empresa de inversión que no genera flujos directamente y que mantiene una deuda por \$338.586 millones. Para servir sus pasivos, la matriz requiere retirar utilidades de sus filiales, entre ellas **Aguas Magallanes**. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, Aguas Nuevas, ha reestructurado parte de esa deuda, traspasándola a sus unidades operativas, reduciendo este factor de riesgo.

Antecedentes generales

La compañía

Aguas Magallanes es una de las empresas operativas de Aguas Nueva S.A. —la cual nació en 2004— y opera el área urbana de la Región de Magallanes. Ese mismo año, se suscriben los contratos de transferencia de los derechos de explotación de ECONSSA Chile S.A. a **Aguas Magallanes**.

La sociedad emisora es filial de Aguas Nuevas las cual, a su vez, pertenece de forma indirecta a *Marubeni Corporation* una empresa japonesa con una inversión diversificada, participando en el sector industrial, minero y de infraestructura. Tiene presencia en Chile desde 1958 donde, además de inversiones en minería, vinos y maderas, es dueña de la empresa sanitaria Aguas Décima, de la Región de Valdivia. *Marubeni Corporation* está clasificada en *Baa2* en escala internacional.

Cabe señalar que actividad principal de la empresa —producción y distribución de agua potable y recolección, disposición y tratamiento de aguas servidas— es de características monopólicas y, en ese carácter, la entidad es regulada y normada por disposiciones legales específicas, que incluye la determinación de tarifas por los servicios entregados.

Captación, producción y distribución

Aguas Magallanes se abastecen con fuentes superficiales, contando con tres plantas de tratamiento de agua potable y tres plantas de tratamiento de aguas servidas, con lo cual abastece a un 100% de su zona concesionada.

El agua potable se canaliza a través de las redes de distribución que posee la sanitaria. En total las redes de **Aguas Magallanes** suman 678 kilómetros de agua potable.

Aguas Magallanes cuenta con derechos de agua equivalentes a 3.284 L/s de agua. Estos derechos de agua superan en un 5,7 veces a la producción máxima del último periodo. La demanda máxima diaria corresponde a 575 L/s. En relación con la capacidad máxima de producción, esta alcanza los 550 L/s, siendo 0,96 veces los niveles demandados. La Ilustración 1 presenta los derechos de agua y la capacidad de producción de la sanitaria en comparación a la demanda máxima enfrentada entre el año 2017 y 2021.

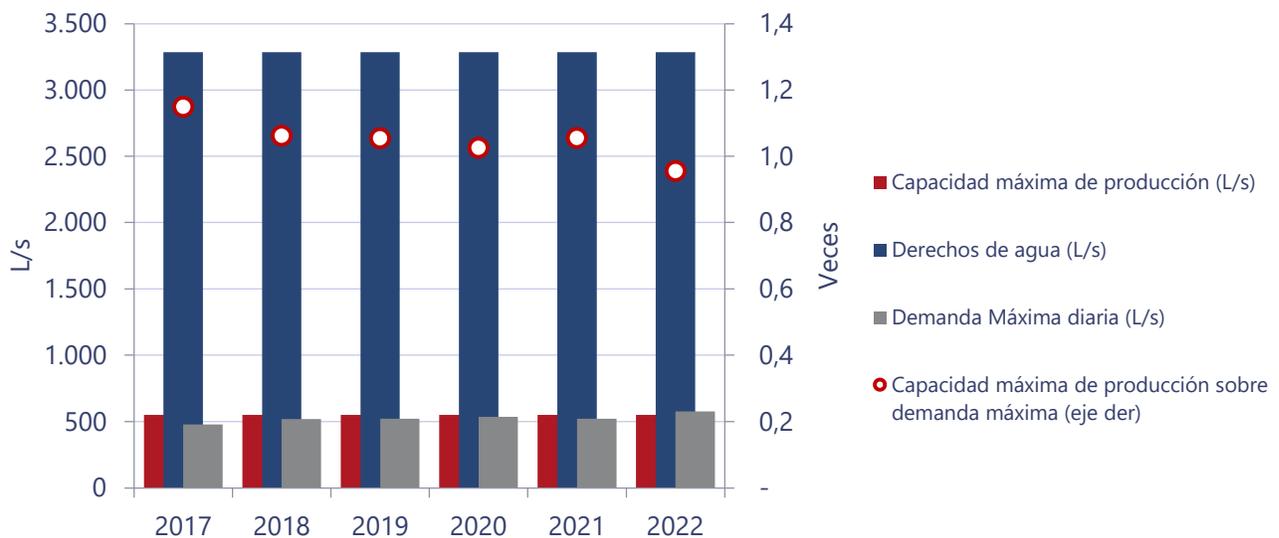


Ilustración 1: Derechos de agua, capacidad y demanda máxima

Recolección y tratamientos de agua

Las redes de recolección de aguas servidas (alcantarillado) alcanzan al cierre de 2021 una extensión de 527 kilómetros.

Aguas Magallanes cuenta con tres plantas de tratamiento de aguas servidas una planta de tratamiento secundario y dos emisarios submarinos, alcanzando una cobertura de tratamiento del 96,6% a 2021.

Clientes

A diciembre de 2021, el número total de clientes de **Aguas Magallanes** fue de 57.721, siendo un 97,6% de ellos residenciales. En base al número de clientes y a nivel nacional, la compañía presentó al cierre de 2021, una participación de mercado del 1,0%². La evolución de la cantidad de clientes de la compañía se presenta en la Ilustración 2.

² Informe de gestión del sector sanitario”, SISS, 2021 (último disponible).

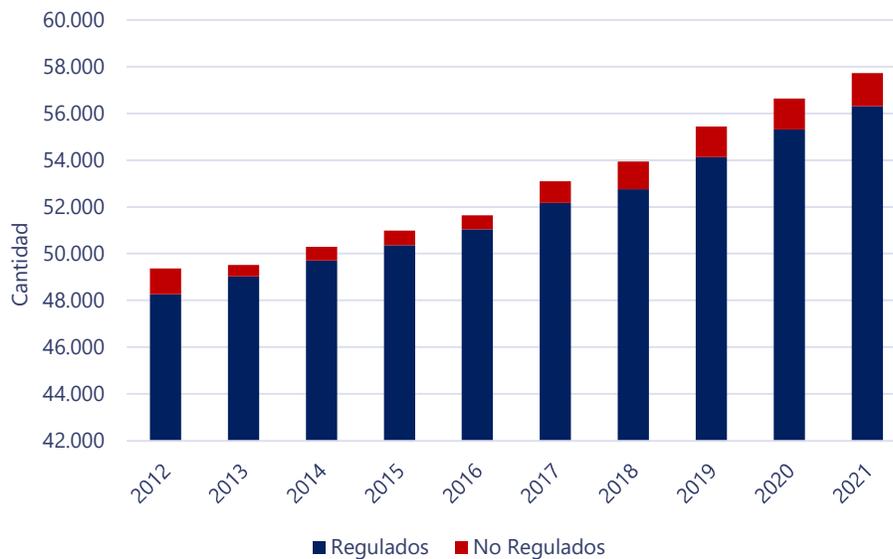


Ilustración 2: Número de clientes por tipo

Insumos y proveedores

Los principales insumos y servicios externos utilizados por **Aguas Magallanes** corresponden a energía eléctrica e insumos de tratamientos, no existiendo riesgo relevante de escasez o desabastecimiento en ninguno de ellos.

Durante el 2021, los gastos operacionales aumentaron en un 6,1% con respecto a los registrados en 2020, alcanzando un total de \$9.812 millones. Al cierre del primer trimestre de 2022, estos alcanzaron los \$2.823 millones aumentando en un 19,5% respecto al mismo periodo de 2021.; durante este periodo, el mayor gasto correspondía al ítem servicios de terceros, representando el 37,7% del total. La Ilustración 7 presenta la evolución del gasto operacional de **Aguas Magallanes**.

Debe tenerse en cuenta que los cambios en los costos de producción están cubiertos de manera indirecta en el sistema tarifario sanitario, a través de una indexación a los costos mayoristas y al índice de precios al consumidor, por lo que la recuperación de alzas de costos mediante mayores tarifas no es perfecta ni instantánea en el corto plazo.

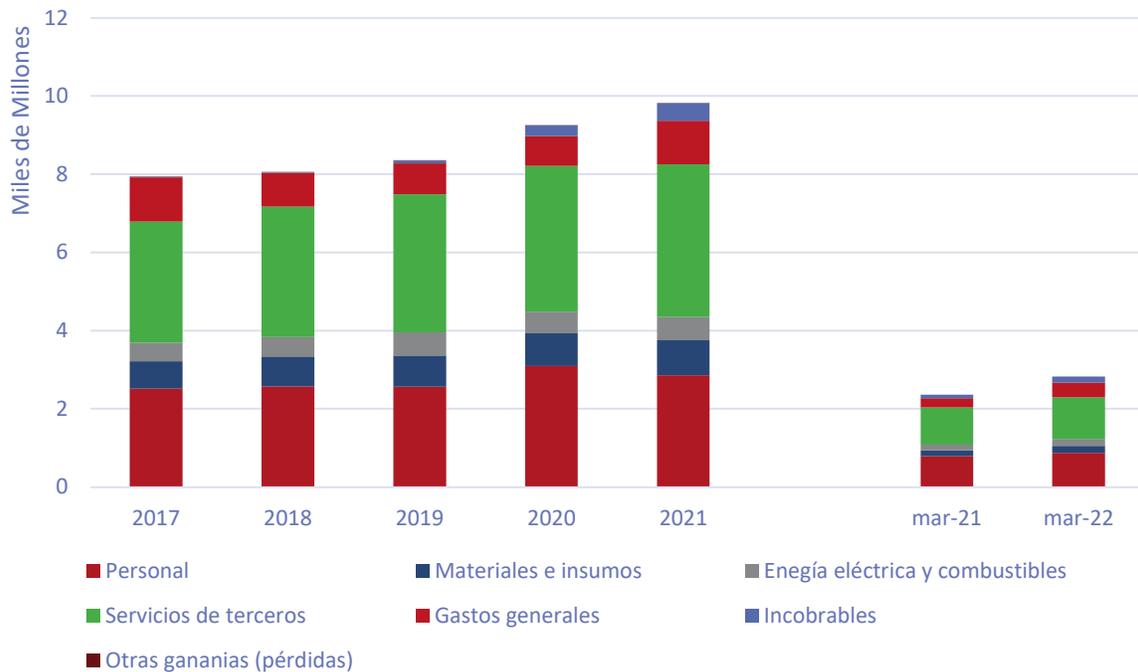


Ilustración 3: Total gastos operacionales

Tarifas y regulaciones

El mercado en el que se desenvuelve **Aguas Magallanes** es monopólico. Esta característica hace que el Estado utilice la regulación como medio para lograr un equilibrio en la relación entre el prestador de servicios y sus clientes, sobre los aspectos que la condicionan: inversiones, tarifas, calidad de la atención a clientes, área geográfica o territorio operacional, entre los más importantes.

Como reflejo de esta regulación existen, por un lado, el conjunto de disposiciones de carácter legal (leyes y cuerpos legales de menor jerarquía: Decretos Supremos, simples decretos, dictámenes, instructivos, etc.), y por otro, el accionar de diversos organismos del Estado, entre los que se cuentan la Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS), el Ministerio de Obras Públicas, el Servicio de Salud, el Ministerio de Economía, el Ministerio de Hacienda, la CORFO, el Servicio de Vivienda y Urbanismo y la Contraloría General de la República, entre otros.

En la práctica, las tarifas de **Aguas Magallanes** son fijadas cada cinco años mediante procesos de negociación tarifaria, según lo dispone la Ley de Tarifas de los Servicios Sanitarios D.F.L. N° 70 de 1988. Estas tarifas están sujetas a mecanismo de indexación que considera el comportamiento de un polinomio de factores (variabilidad inferior a -3% o superior al 3%). Para las tarifas del proceso 2017-2022, se acordó prorrogar el decreto tarifario de 2012, manteniendo las tarifas.

Al cierre de 2021, los ingresos de explotación de **Aguas Magallanes** alcanzaron los \$19.232 millones, los cuales provienen principalmente por ingresos por ventas de agua potable (42,6%) y a venta de aguas

servidas (41,4%). Durante el primer trimestre de 2022, los ingresos de explotación fueron de \$4.897 millones, un 8,7% mayor a lo alcanzado en el mismo periodo en 2021. La Ilustración 4 presenta la evolución de los ingresos obtenidos de la compañía.



Ilustración 4: Evolución de los ingresos según fuente

Inversiones

Existe la obligación de acordar un plan de inversiones con la SISS. Específicamente, el plan refleja un compromiso de la sociedad para llevar a cabo ciertos proyectos relacionados con el mantenimiento de ciertas normas de calidad y cobertura. Este plan está sujeto a revisión cada cinco años y pueden solicitarse modificaciones cuando se verifican ciertos hechos relevantes. Considerando que la cobertura de servicios es bastante alta, es esperable que las grandes obras que la compañía deba ejecutar vayan disminuyendo en el tiempo.

De acuerdo con el plan de desarrollo convenido con la SISS, **Aguas Magallanes** invertirá en total, entre 2022 y 2026, un total de UF 571.413, siendo un 83,70% de éstas planificadas para incrementar operaciones y el restante corresponde a las inversiones mínimas de reposición.

Indicadores financieros

Ingresos

Por las características del negocio en que se desenvuelve la compañía, la evolución de sus ventas presenta rasgos de alta estabilidad, explicadas principalmente por la baja elasticidad-precio que posee el bien sanitario, así como por el menor impacto sobre su consumo de las situaciones de *stress* económico-financiero. La variación de sus ingresos ha venido por la incorporación de nuevos servicios y/o reajustes tarifarios.

Durante 2021, los ingresos alcanzaron los \$19.232 millones, un 11,9% menor a lo registrado en 2020. En promedio en los últimos cinco años, **Aguas Magallanes** ha obtenido ingresos por \$17.582 millones. Al cierre del primer trimestre, los ingresos fueron de \$4.897 millones.

En cuanto al margen EBITDA de la compañía, se aprecia que entre 2017 y 2021 fluctuó entre 46,16% y 56,57% con tendencia a la baja. Al cierre del 2021, el margen EBITDA de **Aguas Magallanes** fue de 48,98%, mostrando un aumento con respecto al obtenido en 2020. A marzo del 2022, el indicador fue de 51,02%, aumentando con respecto al primer semestre de 2021, donde el indicador alcanzó el 46,30%. La Ilustración 5 presenta la evolución de este indicador desde el año 2017.

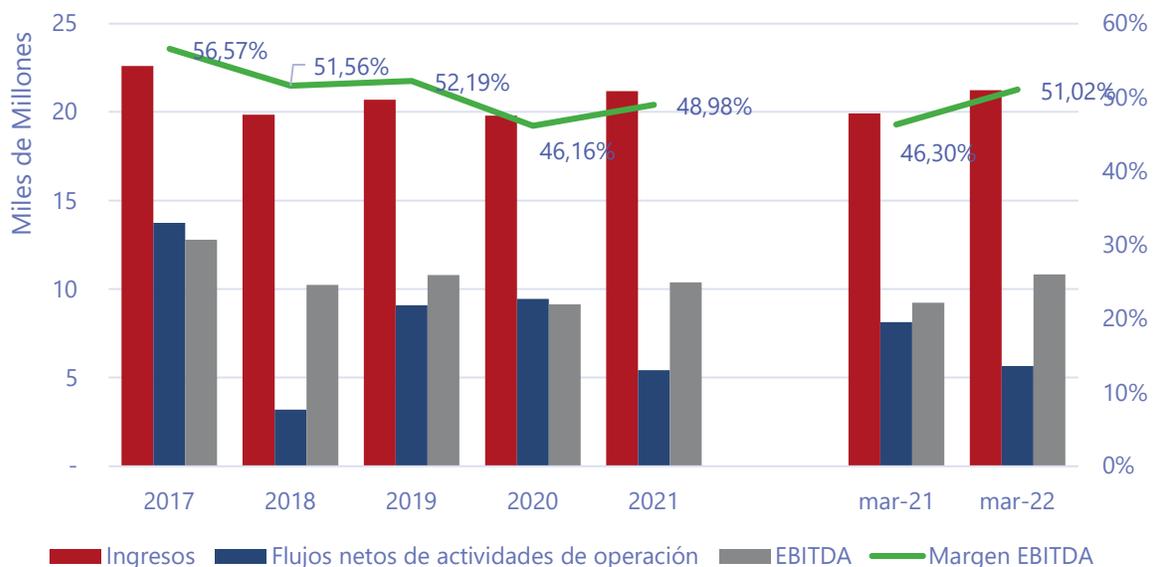


Ilustración 5: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

Endeudamiento

Al cierre de 2020, **Aguas Magallanes** contaba con una deuda financiera de \$36.302 millones, los cuales corresponden principalmente al bono BAMAG-A. La relación pasivo exigible sobre patrimonio alcanzaba a

esa fecha las 0,80 veces, al igual que al cierre de marzo 2021, tal como se puede apreciar en la Ilustración 6.

Medida la razón de deuda financiera a FCLP³, el indicador presenta un valor de orden de 3,69 veces al cierre de 2020; mientras que al cierre del primer trimestre de 2021 alcanzó las 4,00 veces. Por otra parte, el ratio de deuda financiera a EBITDA presentó un aumento al cierre de 2020, pasando de 0,51 veces en diciembre de 2019 a 4,57 veces en 2020; al cierre del primer trimestre de 2021 alcanzó las 16,95 veces. El comportamiento de estos indicadores se puede observar en la Ilustración 7.

Tal como se puede apreciar en la Ilustración 8, las obligaciones de **Aguas Magallanes** son abordables con el EBITDA y el FCLP hasta el 2034.

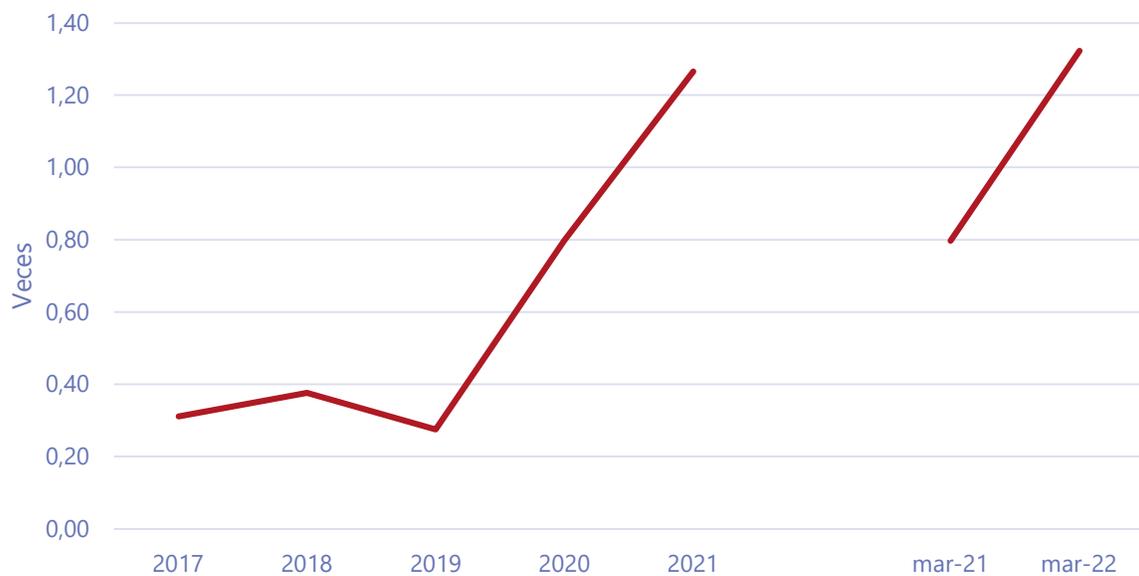


Ilustración 6: Endeudamiento

³ El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros e impuestos. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas para diferentes años.

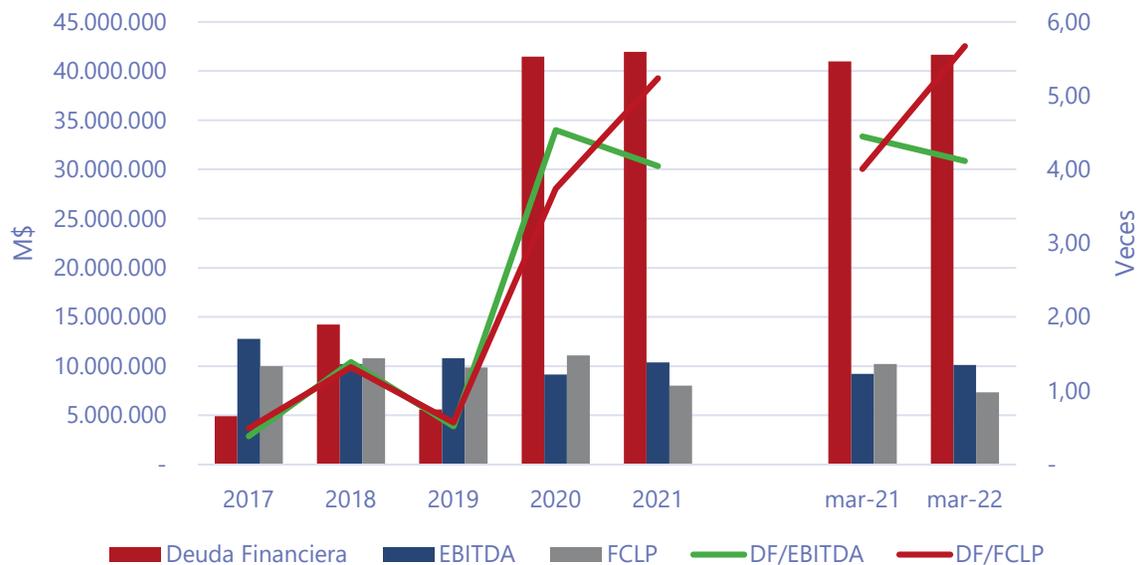


Ilustración 7: Evolución de la deuda financiera, FCLP y EBITDA

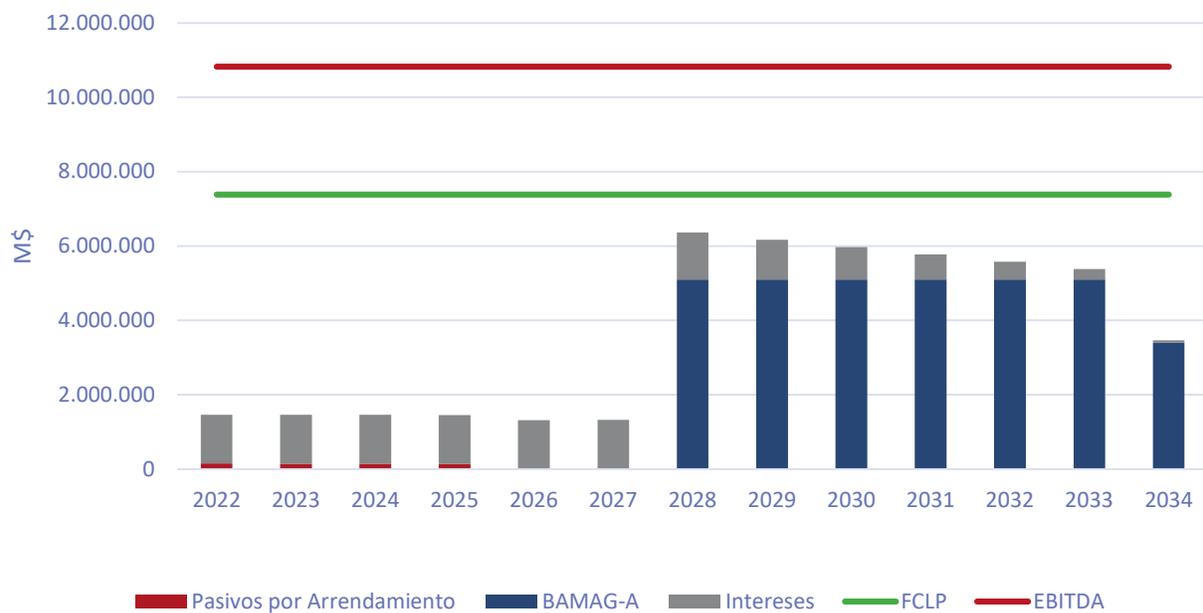


Ilustración 8: Perfil de vencimiento

Índice de Cobertura Global (ICG)

El ICG es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de estos (supuesto de **Humphreys**), sin incluir el pago que realizaría Econssa Chile S.A. a **Aguas Magallanes** al término de la concesión, y el saldo de la deuda financiera. En la Ilustración 9 se presenta la evolución del ICG, donde se puede observar que, durante 2022, el indicador alcanza las 33.33 veces. El ICG se mantiene hasta el fin de la concesión por sobre la unidad. Al ajustar el indicador al considerar el pago de Econssa, el ICG llega a las 3,55 veces para el 2022 y llega a las 6,82 veces al fin de la concesión.

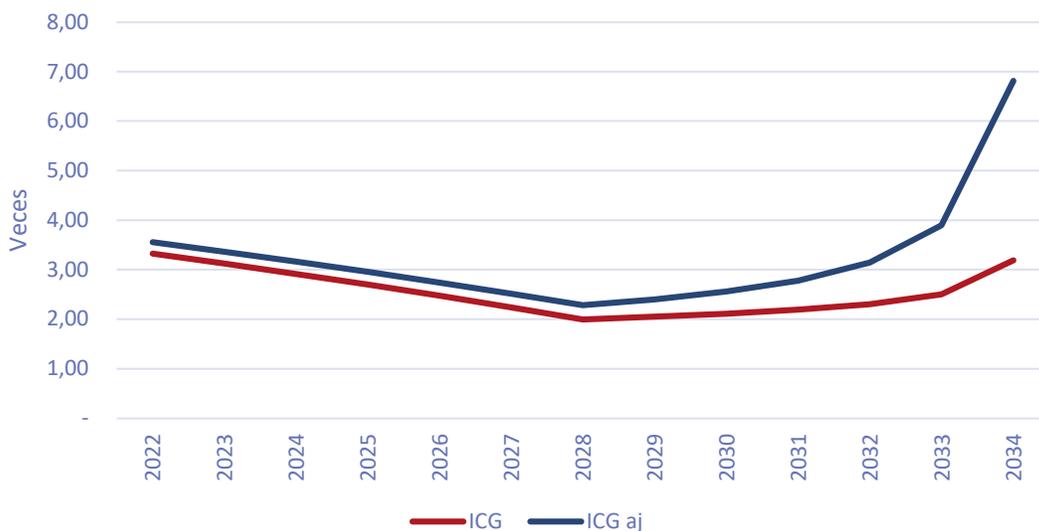


Ilustración 9: Índice de Cobertura Global

Liquidez

Entre 2018 y 2021, la razón circulante de la compañía presentó una tendencia al alza, pasando desde 0,39 veces en 2018 a 3,77 veces en 2021. Al cierre del primer trimestre de 2022, el indicador de liquidez es de 3,10 veces, tal como se puede apreciar en la Ilustración 10.

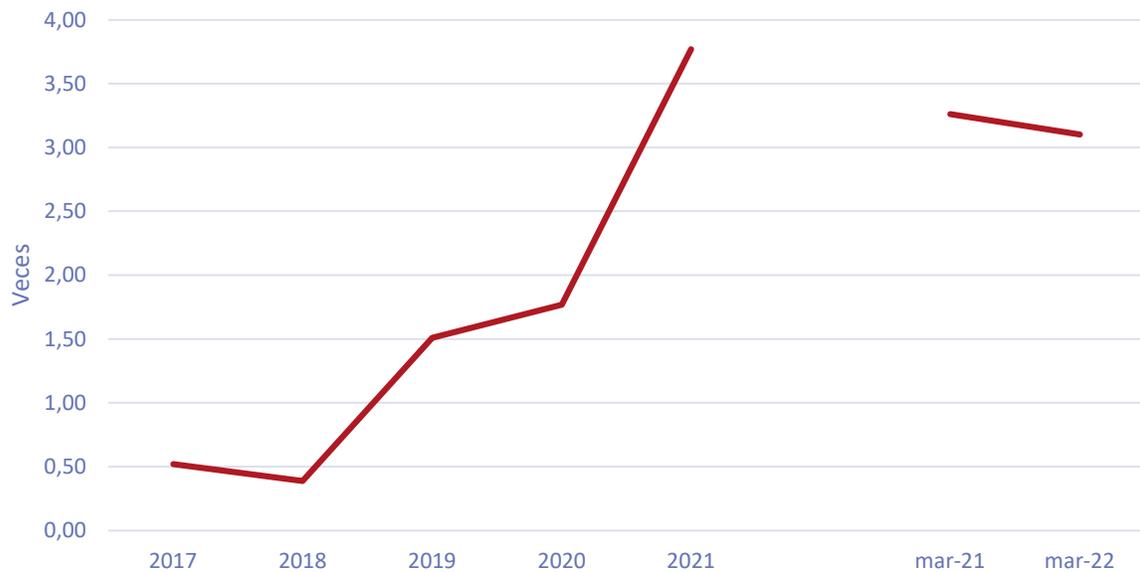


Ilustración 10: Razón circulante

Rentabilidad⁴

La compañía opera en un mercado esencialmente estable, en el que la focalización del negocio está en lograr niveles de eficiencia que permitan rentabilizar de manera adecuada la inversión. Al cierre del primer trimestre de 2022, la rentabilidad total del activo se situó en 4,33%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio cerró en 8,64%. En cuanto a la rentabilidad operacional, se obtuvo un 51,27% al mismo trimestre. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 11.

⁴ Rentabilidad del activo: Utilidad / (Activos totales promedio)

Rentabilidad operacional: Resultado operacional / (Activos circulantes o corrientes + Propiedades, planta y equipo, promedio)

Rentabilidad del patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio

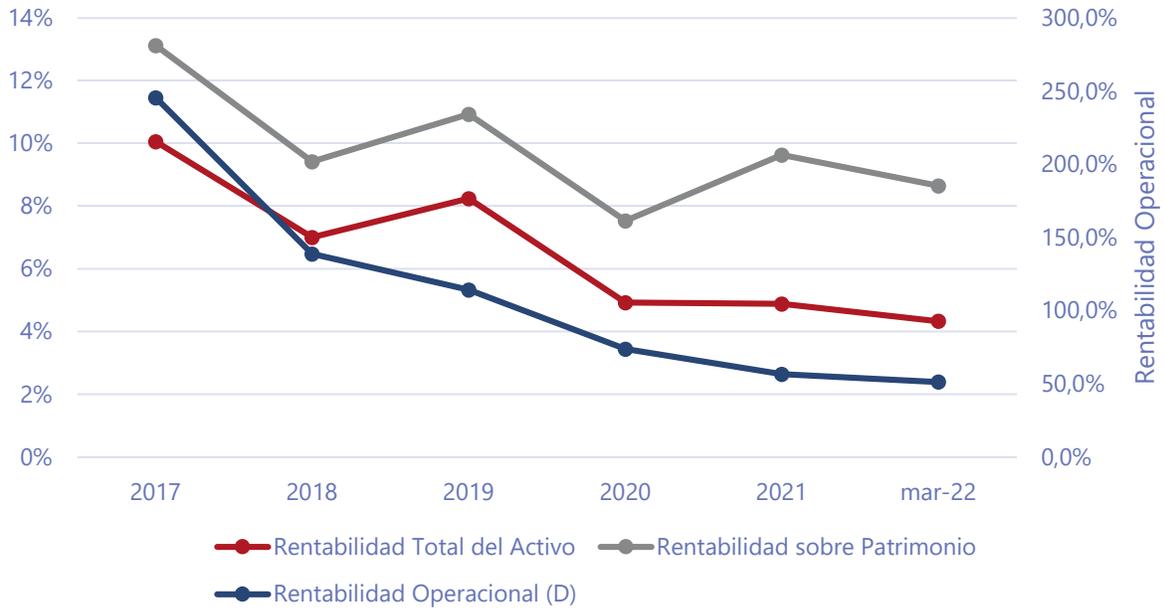


Ilustración 11: Rentabilidad

Covenants financieros

| Covenants financieros | | |
|--|-----------------------|--------------|
| | Límite | Marzo - 2022 |
| Razón de Endeudamiento Financiero Neto | Límite superior: 6,00 | 2,89 |
| Cobertura de Gastos Financieros Netos | Límite inferior: 2,00 | 17,27 |

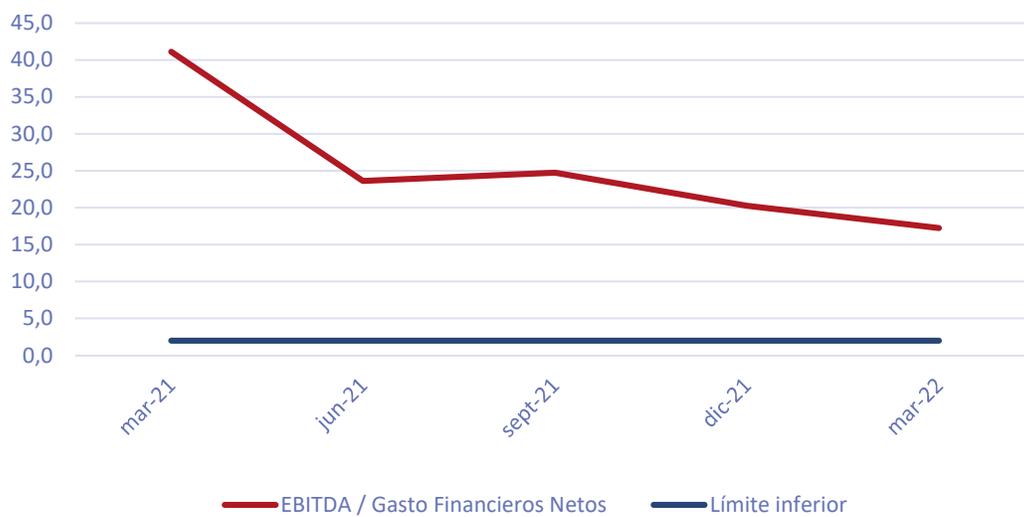


Ilustración 10: Covenants financieros

Ratios financieros

| Ratios de Liquidez | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ratios | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | mar-22 |
| Liquidez (veces) | 15,65 | 13,12 | 12,54 | 12,39 | 12,98 | 12,64 |
| Razón Circulante (veces) | 0,52 | 0,39 | 1,51 | 1,77 | 3,77 | 3,10 |
| Razón Ácida (veces) | 0,50 | 0,38 | 1,47 | 1,74 | 3,74 | 3,07 |
| Rotación de Inventarios (veces) | 12,82 | 12,09 | 11,08 | 9,56 | 10,85 | 10,21 |
| Promedio Días de Inventarios (días) | 28,48 | 30,20 | 32,94 | 38,17 | 33,65 | 35,74 |
| Rotación de Cuentas por Cobrar (veces) | 7,15 | 5,21 | 5,61 | 5,19 | 4,47 | 4,87 |
| Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días) | 51,08 | 70,05 | 65,07 | 70,36 | 81,73 | 74,90 |
| Rotación de Cuentas por Pagar (veces) | 0,63 | 0,54 | 1,11 | 0,83 | 0,61 | 0,40 |
| Promedio Días de Cuentas por Pagar (días) | 582,15 | 671,03 | 328,58 | 437,49 | 595,46 | 903,50 |
| Diferencia de Días (días) | 531,07 | 600,98 | 263,51 | 367,13 | 513,73 | 828,60 |
| Ciclo Económico (días) | 502,60 | 570,79 | 230,57 | 328,96 | 480,08 | 792,87 |

| Ratios de Endeudamiento | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ratios | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | mar-22 |
| Endeudamiento (veces) | 0,24 | 0,27 | 0,22 | 0,44 | 0,56 | 0,57 |
| Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces) | 0,31 | 0,38 | 0,28 | 0,80 | 1,27 | 1,32 |
| Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces) | 0,61 | 1,17 | 0,30 | 0,10 | 0,08 | 0,10 |
| Período Pago de Deuda Financiera (veces) | 0,38 | 1,39 | 0,52 | 4,54 | 4,04 | 4,11 |
| EBITDA sobre Deuda Financiera (veces) | 2,60 | 0,72 | 1,93 | 0,22 | 0,25 | 0,24 |
| Porción Relativa Bancos y Bonos (%) | 23,76% | 52,75% | 28,82% | 77,49% | 82,91% | 81,47% |
| Deuda Relacionada sobre Pasivos (%) | 0,22% | 0,59% | 11,57% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Veces que se gana el Interés (veces) | 54,46 | 27,03 | 21,37 | 4,61 | 3,50 | 2,90 |

| Ratios de Rentabilidad | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Ratios | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | mar-22 |
| Margen Bruto (%) | 93,61% | 92,38% | 92,02% | 91,93% | 92,30% | 92,09% |
| Margen Neto (%) | 36,81% | 32,63% | 37,51% | 26,17% | 24,33% | 20,92% |
| Rotación del Activo (%) | 25,92% | 20,22% | 23,01% | 16,43% | 23,38% | 23,65% |
| Rentabilidad Total del Activo (%) | 10,06% | 7,00% | 8,24% | 4,92% | 4,88% | 4,33% |
| Inversión de Capital (%) | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 1,52% | 1,52% |
| Ingresos por Capital de Trabajo (veces) | -5,99 | -2,24 | 9,02 | 5,27 | 2,01 | 2,17 |
| Rentabilidad Operacional (%) | 245,48% | 138,70% | 114,14% | 73,67% | 56,50% | 51,27% |
| Rentabilidad Sobre Patrimonio (%) | 13,12% | 9,42% | 10,92% | 7,53% | 9,63% | 8,64% |
| Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%) | 17,87% | 25,07% | 25,78% | 25,51% | 24,21% | 24,38% |
| Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%) | 13,80% | 15,53% | 14,71% | 18,00% | 14,90% | 14,96% |
| ROCE (Return Over Capital Employed) (%) | 16,06% | 9,77% | 10,00% | 8,27% | 12,86% | 12,91% |

| | | | | | | |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%) | 56,53% | 51,31% | 52,13% | 46,15% | 48,97% | 47,70% |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| Ratios | Otros Ratios | | | | | |
|---|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | mar-22 |
| Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%) | 30,10% | 44,70% | 30,95% | 74,96% | 35,91% | 37,41% |
| Capital sobre Patrimonio (%) | 69,68% | 62,91% | 62,16% | 63,70% | 100,03% | 101,23% |

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."