



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Aguas Nuevas S.A.**

Febrero 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA-
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 septiembre 2018

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 502 de 26.06.07
Línea de bonos	Nº 652 de 21.01.11
Serie A (BAYS3-A)	Primera Emisión

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ corrientes	2014	2015	2016	2017	sept-18
Ingresos de Explotación	103.942.041	107.614.637	110.224.129	119.443.928	89.641.264
Otros ingresos	136.947	140.243	1.130.901	148.672	116.946
Gastos operacionales totales	-79.271.355	-79.792.651	-82.371.531	-90.095.640	-67.454.079
<b>Resultado Operacional</b>	<b>24.807.633</b>	<b>27.962.229</b>	<b>28.983.499</b>	<b>29.496.960</b>	<b>22.304.131</b>
Gastos Financieros	-10.854.631	-10.870.862	-10.751.713	-10.976.126	-9.370.862
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	18.610.923	15.592.679	6.782.405	13.139.185	9.579.645
EBITDA	41.504.517	46.430.260	48.680.112	51.721.157	38.311.095

Balance general consolidado IFRS					
M\$ corrientes	2014	2015	2016	2017	sept-18
Activos corrientes	41.080.110	36.214.436	28.027.069	57.535.616	61.499.503
Activos no corrientes	531.248.052	499.845.125	516.212.230	527.942.935	545.961.581
<b>Total Activos</b>	<b>572.328.162</b>	<b>536.059.561</b>	<b>544.239.299</b>	<b>585.478.551</b>	<b>607.461.084</b>
Pasivos corrientes	30.914.245	32.130.929	28.815.760	58.004.256	32.700.442
Pasivos no corrientes	295.462.670	296.952.487	303.898.386	304.624.342	349.889.291
<b>Total Pasivos</b>	<b>326.376.915</b>	<b>329.083.416</b>	<b>332.714.146</b>	<b>362.628.598</b>	<b>382.589.733</b>
Patrimonio	245.951.247	206.976.145	211.525.153	222.849.953	224.871.351
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>572.328.162</b>	<b>536.059.561</b>	<b>544.239.299</b>	<b>585.478.551</b>	<b>607.461.084</b>
Deuda Financiera	225.050.121	236.742.935	238.388.742	260.667.643	290.379.636

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Aguas Nuevas S.A. (Ex – Inversiones AyS Tres)** es propiedad de *Marubeni Corporation* e *Innovation Network Corporation of Japan (INCJ)*; cada una de estas compañías posee un 50% de la propiedad de **Aguas Nuevas**.

La emisora, a través de sus filiales, 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 las áreas de concesión de sus subsidiarias: Aguas del Altiplano (regiones de Arica-Parinacota y Tarapacá), Aguas Araucanía (Región de la Araucanía) y Aguas Magallanes (Región de Magallanes). Además, a partir de 2008, **Aguas Nuevas** crea la filial *Enernuevas* ligada al negocio de la generación eléctrica. Según información pública, las tres primeras empresas atienden a más de 443.000 clientes lo que representa una cuota de mercado de 8,4%, los que representan una población aproximada de 1,4 millones de personas.

En los doce meses finalizados en septiembre de 2018, **Aguas Nuevas** generó ingresos por aproximadamente US\$ 186 millones<sup>1</sup>, con un EBITDA igual a US\$ 78,3 millones. A la misma fecha, sus obligaciones financieras ascendían a US\$ 440 millones.

Las principales fortalezas de la compañía, que sirven como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "Categoría AA-", son su condición de monopolista natural en la entrega de un servicio de primera necesidad (agua potable y alcantarillado) en sus tres áreas de concesión y la adecuada diversidad geográfica.

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, que se revisan cada cinco años y, durante dicho periodo, están sujetas a reajustes adicionales ligadas a un polinomio de indexación (los que finalmente se reajustan 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, teniendo además derechos de agua superiores a dicha capacidad de generación. Lo anterior, en distinta medida, se da para cada una de las tres sanitarias que opera.

<sup>1</sup> Tipo de cambio utilizado al 30 de septiembre de 2018 de \$ 660,42.

La clasificación de riesgo también incorpora como elemento positivo el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de **Aguas Nuevas**, en relación con su nivel de deuda, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas sanitarias que transan en bolsa. Más aún, bajo el modelo de negocios de las empresas de servicios sanitarios, caracterizado por flujos predecibles destinados a servir el pago de los pasivos, en el caso de **Aguas Nuevas** se aprecia que el valor actual de las utilidades de sus filiales supera el saldo insoluto de la deuda y que, bajo parámetros plausibles de crecimiento de las utilidades de las filiales operativas, no existirían descalces en el perfil de éstas, respecto con los vencimientos de los bonos mantenidos por el público. Asimismo, cabe señalar que tanto el EBITDA como el Flujo de Caja de Largo (FCLP)<sup>2</sup> generado por la empresa (consolidado) presentan holguras sobre los pagos anuales que debe enfrentar el emisor por los créditos asumidos.

Otro factor positivo que incorpora la clasificación de riesgo es la adecuada solvencia del controlador. **Marubeni Corporation** está clasificado en categoría Baa2 en escala global; por otra parte, el patrimonio de **Aguas Nuevas** representa el 1,9% del patrimonio de *Marubeni Corporation*.

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.

Cabe señalar, que a las filiales operativas se les entregó por un período de 30 años (a contar de 2004) el derecho de explotación de sus respectivas áreas de concesión; sin embargo, a juicio de **Humphreys**, el status jurídico de la concesión no resiente—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.

---

<sup>2</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

## 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

- Alto valor económico de los activos respecto del valor presente de la deuda.
- Diversidad geográfica y elevada atomización de clientes.
- Negocio con bajos niveles de incobrabilidad.

### Fortalezas de apoyo

- Controlador solvente que presenta incentivos a apoyar situaciones de *stress* financiero del emisor.

### Riesgos considerados

- Cambios en la legislación de servicios sanitarios (riesgo con bajo impacto dado institucionalidad chilena).
- Cambios en criterio de fijación de tarifas de servicios sanitarios (riesgo con bajo impacto dado institucionalidad chilena).
- Factores climáticos y/o fenómenos naturales, que pueden afectar el funcionamiento de las plantas en períodos.

## Definición de 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.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2017

En 2017, la compañía obtuvo ingresos por \$119.444 millones lo que representa un incremento de 8,4% respecto de 2016. Por un lado, los ingresos regulados crecieron en un 3,9% llegando a \$96.969159. A su vez, los gastos operacionales de **Agua Nuevas** crecieron un 9,4%, sumando \$90.096 millones. De este

modo, el resultado operacional aumentó un 1,8% (\$29.497 millones) y el EBITDA de la compañía totalizó \$48.680 millones, un 4,8% superior al de 2015.

Con lo anterior, el margen EBITDA se redujo desde el 44,2% en 2016 a 43,3% en 2017.

Finalmente, las utilidades de la empresa aumentaron un 93,7% a \$13.139 millones. Este aumento se debe, en parte, a que en 2017 se registró un mayor ingreso y un menor gasto por impuestos a las ganancias debido a reconocimiento de pagos provisionales por utilidades absorbidas compensado por mayores provisiones de impuesto renta y reversas de impuesto diferido.

Los activos de la compañía aumentaron un 7,6% a \$585.479 millones. Este incremento respondió, principalmente, a mayores activos por impuestos corrientes, efectivos y otros activos financieros corrientes.

Por otra parte, los pasivos de la compañía subieron un 9,0% y el patrimonio aumentó un 5,4% a \$222.850 millones. Lo anterior, se explica el resultado del ejercicio consolidado menos la variación en las reservas por indemnización actuarial y el registro de dividendo mínimo. La deuda de la financiera cerró el periodo en \$260.668 millones, lo que implicó un aumento de 9,3% respecto de 2016.

### **Resultados a septiembre de 2018**

En los primeros nueve meses de 2018, la compañía tuvo ingresos por \$89.641 millones, lo que representa un incremento de 3,7%, respecto del mismo periodo de 2017. Los ingresos de clientes regulados crecieron un 4,6%. Por otra parte, los gastos operacionales de la compañía aumentaron un 6,5% y el resultado operacional finalizó en \$22.304 millones, lo que se traduce en una reducción del 3,9% respecto del mismo periodo de 2017.

Con todo lo anterior, el margen EBITDA se redujo desde 44,3%, en septiembre de 2017, a 42,7%, en septiembre de 2018.

Las utilidades del periodo disminuyeron un 17,6% en septiembre de 2018 a \$9.580 millones. Lo anterior, se debe a mayores gastos por beneficio a los empleados y otros gastos por naturaleza principalmente.

Por otra parte, los pasivos de la compañía aumentaron un 5,5%, respecto del cierre de 2017, a \$382.590 millones. El patrimonio creció un 0,9%, respecto de diciembre de 2017, dado por el aumento de las ganancias acumuladas y revesar el dividendo mínimo del año 2017.

La deuda financiera de la institución aumentó un 11,4%, frente a lo que exhibía la compañía en diciembre de 2017 a \$290.380 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. Tiene, 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.

**Flujos estables y predecibles:** Las empresas de servicios básicos se caracterizan por presentar flujos de ingresos estables y predecibles, situación que disminuye 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 los riesgos de incobrabilidad. En los últimos tres años, el FCLP ha oscilado entre \$49.396 millones y \$42.972 millones, por su parte, el EBITDA lo ha hecho entre \$49.961 millones y \$51.930 millones.

**Capacidad de abastecimiento:** La empresa cuenta con suficientes derechos de agua y una buena diversidad de fuentes de abastecimiento, entre superficiales y subterráneas. Para el caso de Aguas del Altiplano, los derechos de agua casi triplican a la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad máxima de producción diaria es de 1,8 veces la demanda máxima que enfrenta. En el caso de Aguas Araucanía, los derechos de agua son casi tres veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad de producción diaria es de 1,8 veces la demanda máxima que enfrenta la compañía. En Aguas Magallanes los derechos de agua representan cerca de ocho veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad máxima de producción es de 2,3 veces la demanda máxima.

**Diversificación geográfica y elevada atomización de clientes:** **Aguas Nuevas** es dueña de tres sanitarias, las que se ubican en puntos muy distintos desde la perspectiva geográfico-climática de Chile (extremo norte, zona sur y extremo austral), reduciendo así el riesgo de pérdida de generación de ingresos ante perturbaciones que afecten la operación de alguna de sus filiales (sequías, por ejemplo). Por otra parte, la compañía se sitúa como el tercer operador sanitario el país, con una participación de mercado por número de clientes igual a 8,4% (la empresa atiende en torno a 443.000 clientes).

**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. Del total de los deudores por venta a septiembre de 2018, el 4,6% corresponde a deudores cuya mora supera los 90 días.

**Elevado valor de los activos:** De acuerdo con estimaciones de empresas sanitarias que transan en bolsa, el valor económico de **Aguas Nuevas** a lo menos duplica el valor de la deuda financiera de la compañía. Con esto, se genera un alto incentivo para que los propietarios aporten eventuales déficit de caja del emisor.

**Acceso a fuentes de financiamiento:** El valor de los activos del emisor, aludidos anteriormente, facilita el acceso a financiamiento externo o relacionado. La holgura de los flujos del emisor en los últimos años de la concesión, lo convierten en un sujeto de crédito para demandar préstamos ante un eventual déficit transitorio de caja. Además, cabe señalar que la deuda vence el año 2032 y el plazo de la concesión se extiende hasta el año 2034.

**Controladores solventes:** *Marubeni*, que posee el 50% de la propiedad del emisor, está actualmente clasificado en categoría Baa2 en escala global mientras que el patrimonio de **Aguas Nuevas** representa el 1,9% del patrimonio de ésta e INCJ.

## Factores de riesgo

**Mercado regulado:** La empresa, como toda entidad sujeta a regulaciones especiales, está expuesta a cambios en las normas establecidas y los riesgos relacionados con la aplicación de dichas normativas, como es el cambio promovido por algunos diputados durante el 2017 (**Humphreys** presume baja probabilidad de materialización de esta iniciativa, al menos en los términos aprobados en la Cámara de Diputados).

Las sanitarias deben someterse cada cinco años a la 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:** La empresa, en cuanto a su captación de aguas, está expuesta a eventuales condiciones climáticas adversas, desde una sequía extrema y prolongada que restringiera la disponibilidad de agua, hasta un año demasiado lluvioso que provocara un exceso de sedimentos en el agua y dificultara la producción. Aun considerando estos factores, el hecho que la compañía posea tres sanitarias y que éstas se encuentren geográficamente separadas, ayuda a atenuar el riesgo climático, lo que constituye una fortaleza con relación a una empresa del rubro sanitario con operaciones en una única zona del país.



**Conflictos en la Región de la Araucanía:** La mitad del total de clientes que la empresa sirve se encuentran en la Araucanía, en la que mantiene 27 plantas de tratamiento de agua potable, el 46,6% del total de derechos de agua que goza la empresa y genera el 40% del EBITDA consolidado de la compañía. Se ha informado de ataques incendiarios cerca de instalaciones de la compañía, además de quebradura de tuberías de la empresa. Con todo, se estima que estos hechos corresponden a eventos aislados y no comprometerían en forma significativa la operación de la compañía.

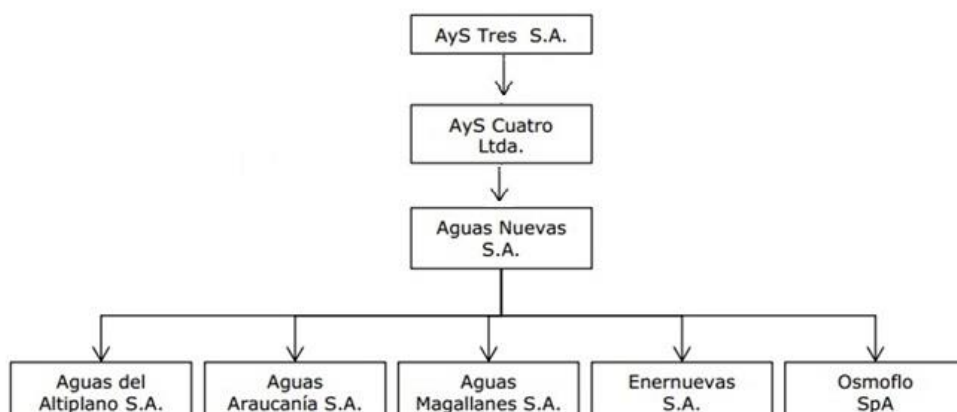
## Antecedentes generales

### Descripción del negocio

**Aguas Nuevas** nació en 2004 como operador de las empresas sanitarias de las principales áreas urbanas de las regiones de Arica-Parinacota y Tarapacá (Aguas del Altiplano), de la Araucanía (Aguas Araucanía) y de Magallanes (Aguas Magallanes). Ese mismo año, se suscriben los contratos de transferencia de los derechos de explotación de ESSAT, ESSAR y ESMAG a Aguas del Altiplano, Aguas Araucanía y Aguas Magallanes, respectivamente. Durante 2010, la sociedad fue adquirida en partes iguales por *Marubeni Corporation* (*Marubeni*) e *INCJ*, actuales accionistas de la sociedad.

Entre 2009 y agosto de 2014 Inversiones AyS Tres controlaba indirectamente el grupo de empresas **Aguas Nuevas S.A.** a través de Inversiones AyS Cuatro. A partir de agosto de 2014, se implementó un proceso de reorganización de las empresas del grupo, el cual simplificó la estructura societaria. De esta forma, Inversiones AyS Cuatro se fusionó con Inversiones AyS Tres absorbiendo esta última a la primera. Mientras que Aguas Nuevas fue absorbida por Inversiones AyS Tres, siendo ésta la continuadora, bajo la denominación de **Aguas Nuevas**, tal como se muestra en la *Ilustración 1*.

### Estructura pre fusión:



### Estructura post fusión:

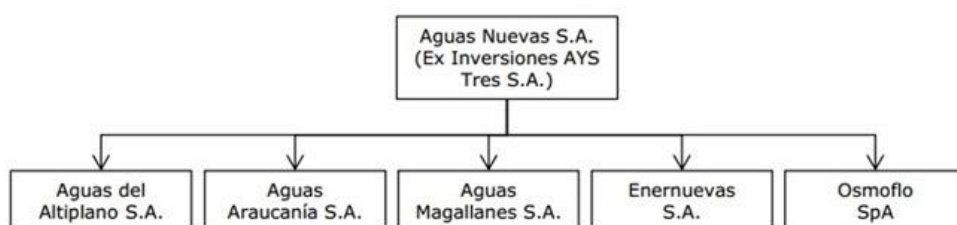


Ilustración 1: Estructura societaria pre y post fusión

La compañía está inmersa en un mercado monopólico y regulado, donde es la principal área de generación de flujos del emisor. A través de sus filiales, la empresa sirve a clientes tanto residenciales como industriales y comerciales.

En octubre de 2008, la empresa crea una filial dedicada al rubro de generación y distribución eléctrica, denominada Enernuevas, que opera en el sector de Alto Hospicio, en la ciudad de Iquique, aprovechando caídas de agua existentes en esa ciudad para la generación de electricidad. El negocio se realiza a través de las centrales generadoras Santa Rosa, El Toro 2 y Alto Hospicio, con 1,1 MW de capacidad instalada cada una, estos 3,3 MW son aportados al Sistema Eléctrico Nacional (SEN).

## Captación

Las tres sanitarias que pertenecen a **Aguas Nuevas** se abastecen con fuentes superficiales y subterráneas, existiendo diferencias entre ellas. Aguas del Altiplano, dada la ausencia de fuentes superficiales relevantes de agua en la zona, se abastece en cerca de un 90,0% de fuentes subterráneas. Actualmente, cuenta con 63 pozos y drenes en operación.

Aguas Araucanía se abastece con una combinación de producción de fuentes subterráneas (68,1%) y superficiales (31,9%). Cuenta con 86 pozos y drenes, y es la sanitaria que más derechos de agua posee del grupo, con el 46,6% del total.

Aguas Magallanes, dada la abundancia de recursos hídricos en la zona, se abastece sólo de fuentes superficiales, dentro de las cuales destaca el embalse Lynch. Es importante destacar en este punto que la compañía hace permanentemente los estudios pertinentes para monitorear el nivel de agua disponible.

## Producción

**Aguas Nuevas** cuenta en total con 41 plantas de tratamiento de agua potable, 42 plantas de tratamiento de aguas servidas, cinco emisarios submarinos y 195 estanques de almacenamiento, con lo cual se abastece a un total de 49 localidades en su zona concesionada.

La *Ilustración 2*, muestra los derechos de agua y la capacidad de producción de cada sanitaria en comparación a la demanda máxima enfrentada. En él se puede observar que existe un margen elevado entre la demanda máxima y la capacidad de producción en las tres empresas sanitarias.

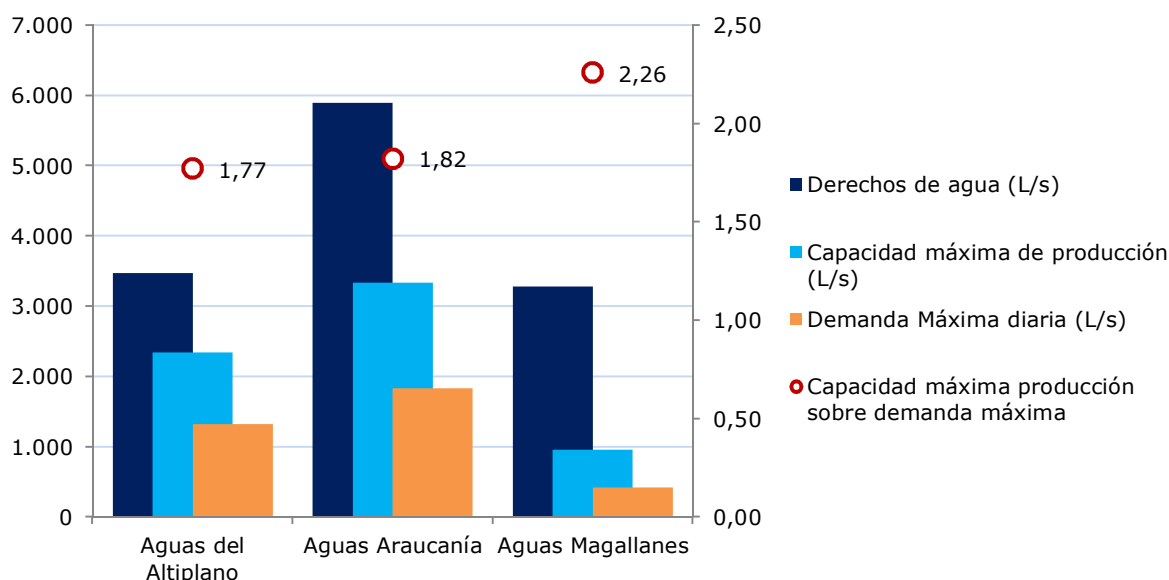


Ilustración 2: Derecho de agua, capacidad y demanda máxima por empresa

## Distribución

El agua potable se canaliza a través de las redes de distribución que posee cada sanitaria. En total las redes de **Aguas Nuevas** suman 3.838 kilómetros. Aguas Araucanía representa el 55,0% de esta cifra, lo que se debe a que presta servicios a más clientes y éstos están mucho menos concentrados en comparación a Aguas del Altiplano (ubicados principalmente en Arica e Iquique) y a Aguas Magallanes (situados en Punta

Arenas). Por su parte, Aguas del Altiplano y Aguas Magallanes representan un 27,6% y 17,4%, respectivamente, del total de redes de distribución de la empresa.

## Recolección y tratamiento de aguas

Las redes de recolección de aguas servidas (alcantarillado) han sido ampliadas año a año, alcanzando a diciembre de 2017 una extensión de 3.232 kilómetros. En 2005, **Aguas Nuevas** puso en marcha el plan de saneamiento en las tres empresas operativas, aumentando el número de plantas de tratamiento.

Aguas del Altiplano cuenta con ocho plantas de tratamiento de aguas servidas y tres emisarios submarinos, alcanzando una cobertura de tratamiento del 98,4% a 2017. Aguas Araucanía es la que presenta la menor cobertura de tratamiento de aguas servidas, llegando en la actualidad al 95,7% del total en relación con sus clientes de agua potable. En esta zona de concesión, la empresa posee 31 plantas de tratamiento de aguas servidas de diversas tecnologías. Así, existen nueve plantas con tratamiento primario; siete con tratamiento secundario, y 15 lagunas aireadas o de estabilización. Aguas Magallanes cuenta con tres plantas de tratamiento de aguas servidas y dos emisarios submarinos, logrando un 98,6% de cobertura para sus clientes.

## Propiedad y administración

El controlador final de **Aguas Nuevas** es *Marubeni Corporation* e *INCJ*, a través de *Southern Cone Water SLP*.

La compañía tiene cuatro filiales operativas: Aguas del Altiplano S.A., Aguas Araucanía S.A., Aguas Magallanes S.A. y Enernuevas. Además, la empresa participa en el 40% de la propiedad de *Osmoflo SpA*.

El 30 de septiembre de 2015 se acordó un aumento de capital por \$17.000 millones. Éste fue suscrito, en su totalidad, por *Inversiones Cono Sur Limitada*, siendo el nuevo accionista controlador de **Aguas Nuevas**, en reemplazo de *Inversiones AyS Uno Limitada*.

La estructura societaria de la firma, a diciembre de 2018, se presenta en la *Tabla 1*.

Tabla 1: Participación de la propiedad de **Aguas Nuevas**

Aguas Nuevas (Ex Inversiones AyS Tres)		
Nombre	Acciones	Participación
Inversiones Cono Sur Ltda.	92.678.359	50,00%
Inversiones Cono Sur Dos Ltda.	92.678.359	50,00%

El 3 de diciembre de 2010, *Marubeni Corporation* e *INCJ* adquirió el control indirecto de la sociedad, en partes iguales, al Fondo de Inversión Santander Infrastructure Fund II, L.P.

*Marubeni* es 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, ubicada en la Región de Valdivia. La compañía tiene un patrimonio cercano a US\$ 18.309 millones, lo que implica que el patrimonio de **Aguas Nuevas** es equivalente al 1,9% de dicho valor. Además, *Marubeni* está clasificada en *Baa2* en escala internacional.

Por su parte, INCJ es una corporación japonesa público-privada creada en 2009, con un capital inicial cercano a los US\$ 10.180 millones, destinado a financiar y apoyar el desarrollo tecnológico de diversos negocios. En la *Tabla 2* se presenta el directorio de **Aguas Nuevas**.

La administración de las sanitarias, en tanto, está conformada por profesionales de experiencia en la industria encargada de los servicios compartidos a las filiales (finanzas, administración, contabilidad, recursos humanos, tarificación, inversiones, entre otros). Las filiales funcionan como unidades netamente operativas y de servicio a clientes. En la *Tabla 3* se presentan los principales ejecutivos de la empresa.

Tabla 2: Directorio **Aguas Nuevas**

Nombre	Cargo
Keisuke Sakuraba	Presidente
Vicente Dominguez Vial	Director
Alberto Eguiguren Correa	Director
Seijiro Chiba	Director
Ikumori Osuka	Director
Peter Niklai	Director
Kyoji Terayama	Director Suplente
Akira Terao	Director Suplente
Tasuku Koni	Director Suplente
Tetsuro Toyoda	Director Suplente
Takeshi Sekine	Director Suplente
Toru Eguchi	Director Suplente

Tabla 3: Administración de **Aguas Nuevas**

Nombre	Cargo
Salvador Villarino Krumm	Gerente General
Rodrigo Tuset Ortiz	Gerente Corporativo de Administración y Finanzas
Alberto Kresse Zamorano	Gerente de Corporativo Planificación
Carlos Barboza Zepeda	Gerente Corporativo Gestión Procesos
Francisca Garreton Rodriguez	Gerente de Corporativo Personas
Julio Reyes Lazo	Gerente Legal y de Asuntos Corporativos
Sergio Fuentes Farías	Gerente Regional Aguas del Altiplano
José Torga Leyton	Gerente Regional Aguas Araucanía
Christian Adema Galetovic	Gerente Regional Aguas Magallanes

## Cientes

El número total de clientes de agua potable de **Aguas Nuevas** es cercano a 443.826, principalmente residenciales (94%), cubriendo una población cercana a 1,4 millones de personas. Así, la compañía se sitúa como el cuarto operador sanitario el país con una participación de mercado de 8,4%, expresado en número de clientes. El 51,6% de los clientes es atendido por Aguas Araucanía, mientras que Aguas del Altiplano provee de servicio al 36,4%. Por último, Aguas Magallanes atiende a un 12,0%, como se aprecia en la *Ilustración 3*.

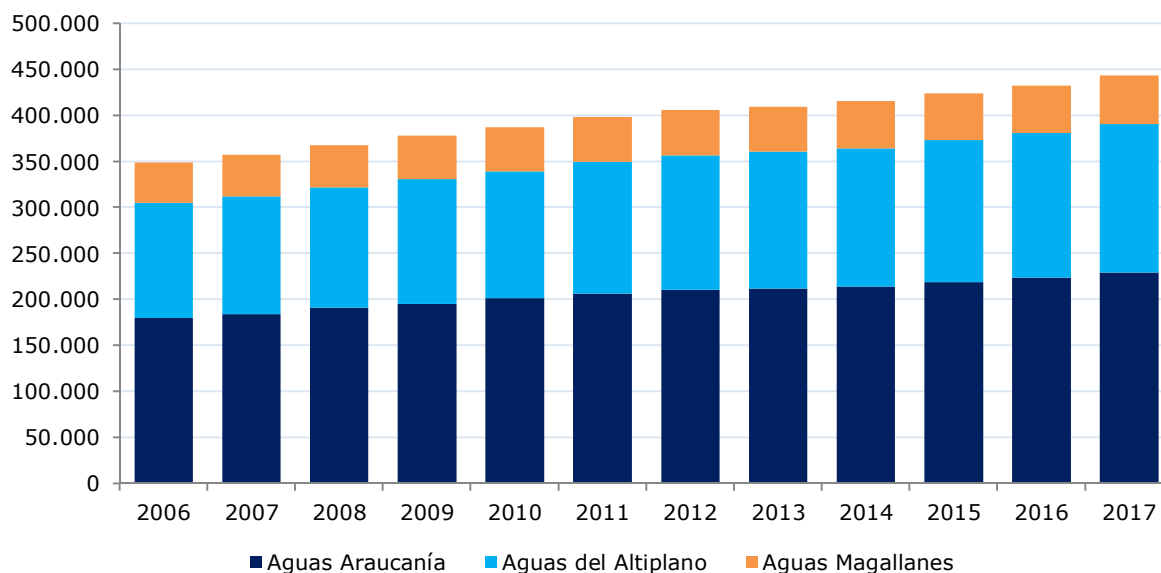


Ilustración 3: Número de clientes por filial

## Insumos y proveedores

Los principales insumos y servicios externos utilizados por la empresa corresponden a proveedores de servicios de construcción y mantenimiento de redes, a servicios externos como tratamiento de aguas, a energía eléctrica y a materias como cloro, sulfatos y medidores, no existiendo riesgo relevante de escasez o desabastecimiento en ninguno de ellos.

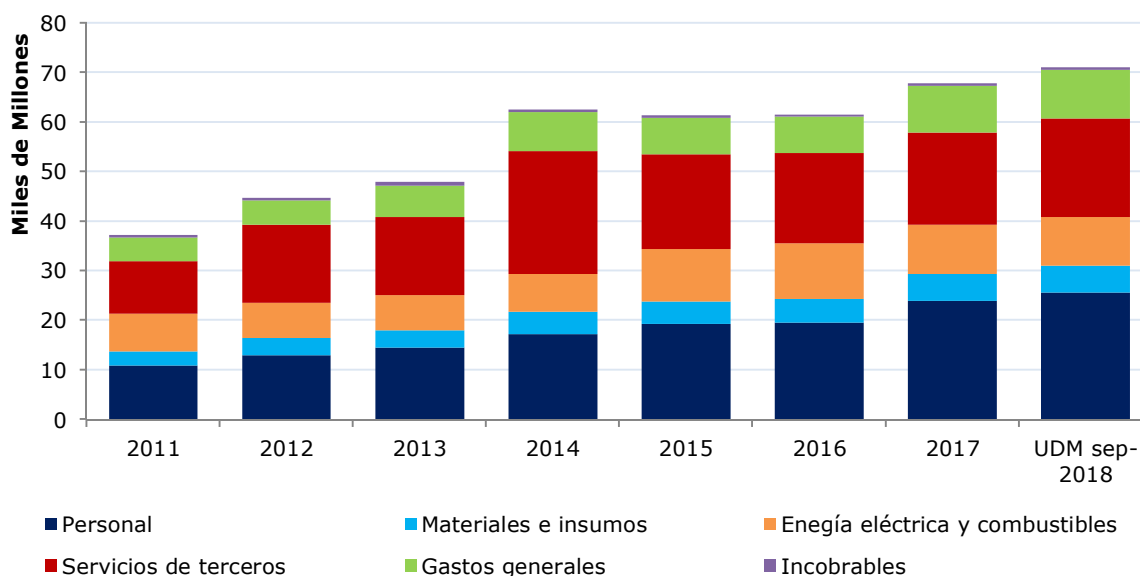


Ilustración 4: Gastos operacionales consolidados (pesos)

Entre 2011 y los doce meses finalizados en septiembre de 2018, los gastos operacionales, descontando depreciaciones y amortizaciones, han crecido a una tasa anual compuesta igual a un 9,7%. El ítem que ha experimentado un mayor crecimiento en este periodo ha sido el ítem personal, que ha crecido un 12,9% compuesto anual. Este ítem pasó de representar un 29,4% de los gastos operacionales, en 2011, a representa un 36,0% de los gastos operacionales al año móvil de septiembre de 2018.

Por otra parte, a juicio de **Humphreys**, uno de los principales riesgos que ha enfrentado **Aguas Nuevas**, en cuanto a costos de producción, ha sido el energético, ítem que ha pasado de representar un 16,8% de los costos de explotación en 2007 a un 22,4% en 2009, lo que se debió a que Aguas del Altiplano operaba como cliente libre en el aquel entonces Sistema Interconectado del Norte Grande, comprando la electricidad a E.CL mediante un contrato cuyo precio estaba indexado al costo del gas natural argentino, el que experimentó fuertes incrementos.

En la actualidad, las tres sanitarias del grupo actúan como clientes regulados, adquiriendo la electricidad a las respectivas distribuidoras de este bien, lo que le entrega más estabilidad a este ítem. De esta forma, la

energía eléctrica y combustibles representan un 13,8% de los costos operacionales de los últimos doce meses de 2018.

Debe tenerse en cuenta que los cambios en los costos de producción están cubiertos sólo 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.

## Tarifas y regulaciones

El mercado en el que se desenvuelve **Aguas Nuevas**, a través de sus filiales, es monopolístico. 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. La situación tarifaria de las sanitarias del grupo es la siguiente:

- Aguas del Altiplano: Nuevas tarifas se aplican a partir de marzo de 2013, proceso de tarificación que significó un incremento en las tarifas cobradas por la compañía. Proceso vigente hasta 2018.
- Aguas Araucanía: Para las tarifas del proceso 2016-2021, se acordó prorrogar el decreto tarifario existente en el proceso anterior, manteniendo las actuales tarifas por cinco años.
- Aguas Magallanes: Para las tarifas del proceso 2017-2022, se acordó prorrogar el decreto tarifario de 2012, manteniendo las tarifas.

Los ingresos de explotación de **Aguas Nuevas** alcanzaron \$122.678 millones en los doce meses finalizados a septiembre de 2018, los cuales provienen principalmente por ingresos por venta de agua potable (44,8%), un poco más de un tercio (36,5%) se origina en el tratamiento de aguas servidas, un 2,0% proviene por otras ventas de servicios por nuevos negocios. La evolución de los ingresos de la empresa en se muestra en la *Ilustración 5*.



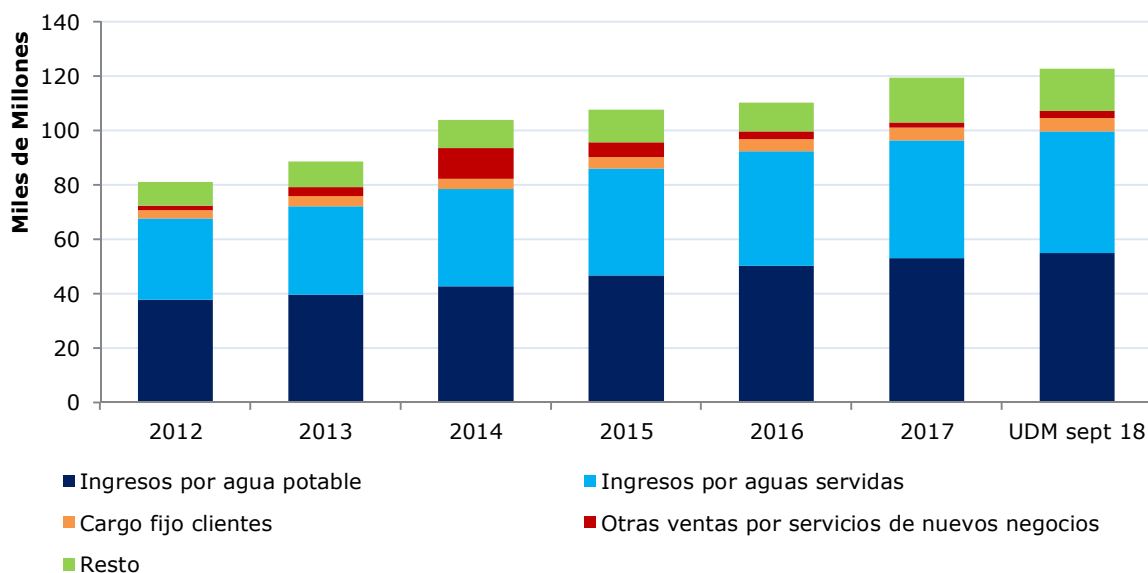


Ilustración 5: Evolución de los ingresos según fuente (pesos)

## 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.

De acuerdo con el plan de desarrollo convenido con la SISS, **Aguas Nuevas**, a través de sus filiales, invertirá en total, entre 2017 y 2026, un total de 2,5 millones de Unidades de Fomento (UF), es decir cerca de \$66.642 millones, y de este monto el 53,8% se debe realizar entre 2017 y 2021. El 59,2% del monto total se deberá invertir en Aguas Araucanía.

Durante 2017, la inversión ejecutada por la compañía se situó en los \$29.700 millones. En Aguas del Altiplano, en el marco del programa de mejoramiento de los sistemas de producción y tratamiento de agua potable, se puso en operación los sistemas de abatimiento de arsénico, además de continuar renovando las redes en la ciudad de Iquique, incluyendo la renovación de arranques y medidores que permitió reducir los niveles de pérdida por debajo del 30%. Las inversiones realizadas por Aguas del Altiplano totalizaron más de \$ 16.000 millones durante el 2017.

Por su parte, las inversiones de Aguas Araucanía durante el 2017 alcanzaron los \$ 11.100 millones, enfocándose principalmente en el reemplazo de redes, tanto de agua potable como aguas servidas. Además, el 2017 se dio inicio a la construcción del nuevo centro de producción de Padre Las Casas, que permitirá abastecer de manera segura a la comuna homónima. Este proyecto involucra recursos por más de \$ 1.500 millones.

En Aguas Magallanes durante el año 2017 se realizaron obras de renovación de arranques y medidores y mejoras en los sistemas de disposición. Las inversiones realizadas alcanzaron los \$ 2.700 millones.

Considerando que la cobertura de servicios en sus tres sanitarias es bastante alta, es esperable que las grandes obras que la compañía deba ejecutar vayan disminuyendo en el tiempo, como lo demuestra el plan de desarrollo comprometido con la SISS exhibido en la Ilustración 6.

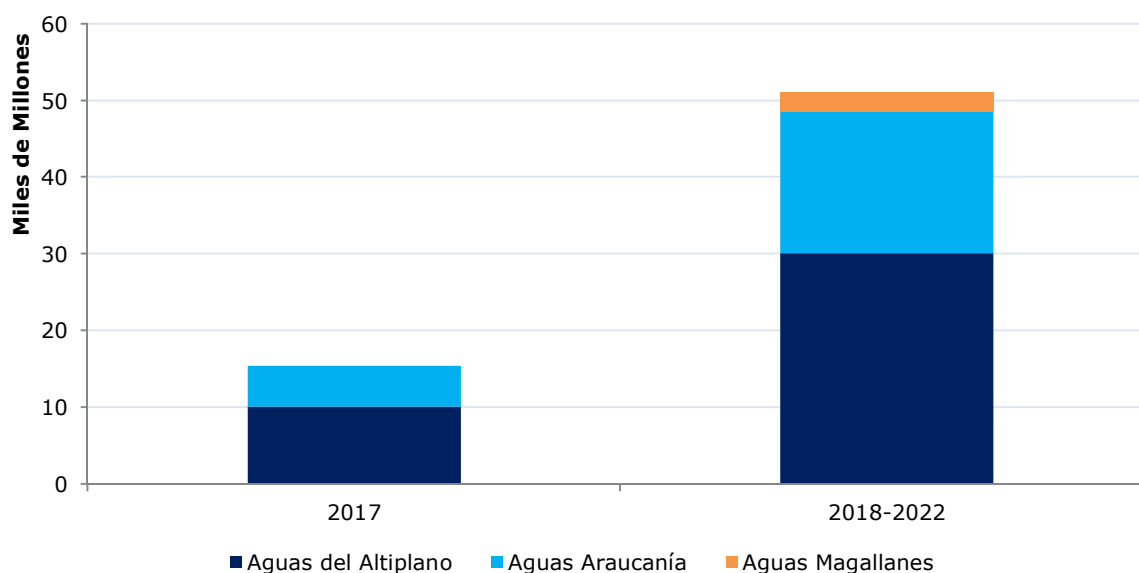


Ilustración 6: Inversiones proyectadas con SISS (pesos)

## Indicadores financieros

### Ingresos

Por las características del negocio en que se desenvuelve la compañía, la evolución de sus ingresos presenta rasgos de alta estabilidad, explicada principalmente por la baja elasticidad-precio que posee el bien sanitario, así como por el menor impacto sobre su consumo en situaciones de stress económico-financiero. El aumento en la escala de sus ingresos obedece a la incorporación de nuevos servicios (como el tratamiento de aguas servidas, la desalinización), además de reajustes tarifarios (que en 2010 implicaron una disminución de las ventas). En la práctica, los ingresos promedio de la empresa entre los años 2009 y el año móvil finalizado en septiembre de 2018 han sido de aproximadamente \$104.163 millones, con un crecimiento anual compuesto de 4,0% en el período.

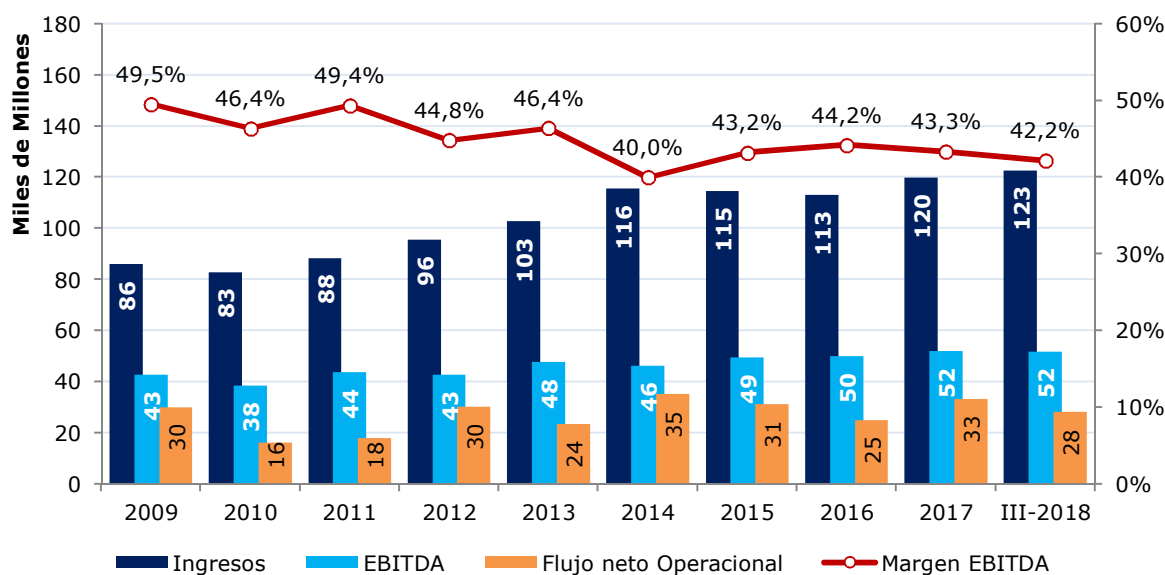


Ilustración 7: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA (pesos)

En el año móvil a septiembre de 2018, los ingresos alcanzaron \$122.678 millones, un 6,0% superior a lo registrado, en pesos, durante el año móvil finalizado en septiembre de 2017. La filial Aguas del Altiplano aportó el 42,0% de ellos, Aguas Araucanía el 41,8%, Aguas Magallanes el 15,4% y Enernuevas el 0,7%. Por otra parte, el EBITDA de la compañía fue de \$51.4716 millones. Cerca del 43,8% fue aportado por Aguas del Altiplano, el 40,2% por Aguas Araucanía, el 20,0% por Aguas Magallanes y el 0,6% por Enernuevas<sup>3</sup>. Entre 2010 y los doce meses finalizados en septiembre de 2018, este ítem ha promediado los \$42.187 millones.

El margen EBITDA generado por la empresa ha oscilado entre el 40,0% y 49,5% entre 2010 y el año móvil a septiembre de 2018, lo que da cuenta de la estabilidad de los flujos de la empresa.

<sup>3</sup> Estas participaciones por filial en el EBITDA de la compañía suman más de 100%, puesto que no se ha descontado de cada filial las anulaciones por aquellas transacciones generadas por entre compañías.

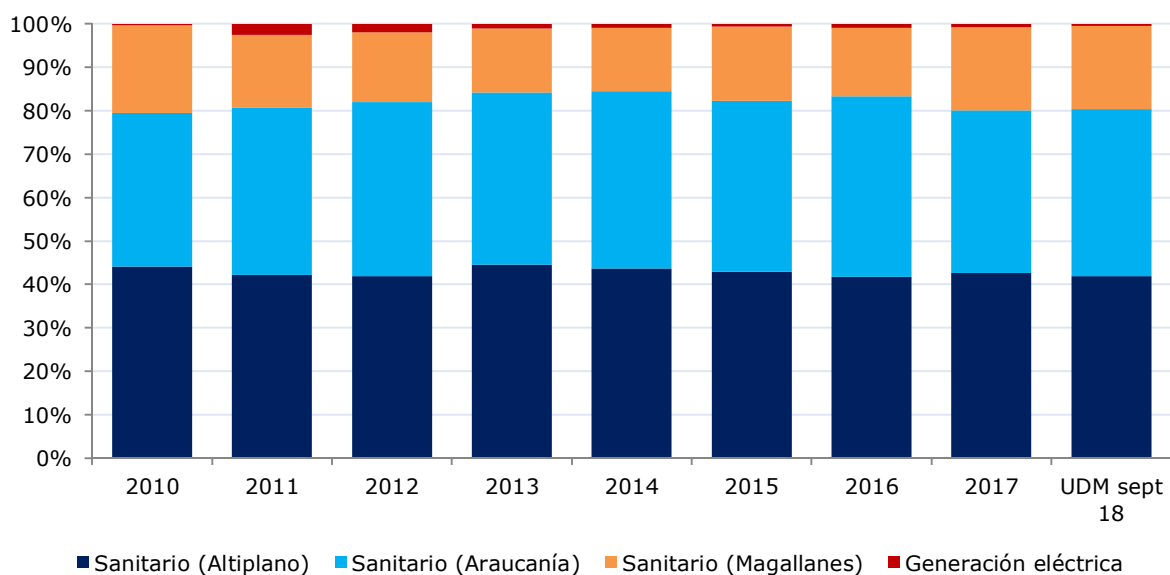


Ilustración 8: Contribución al EBITDA por filial

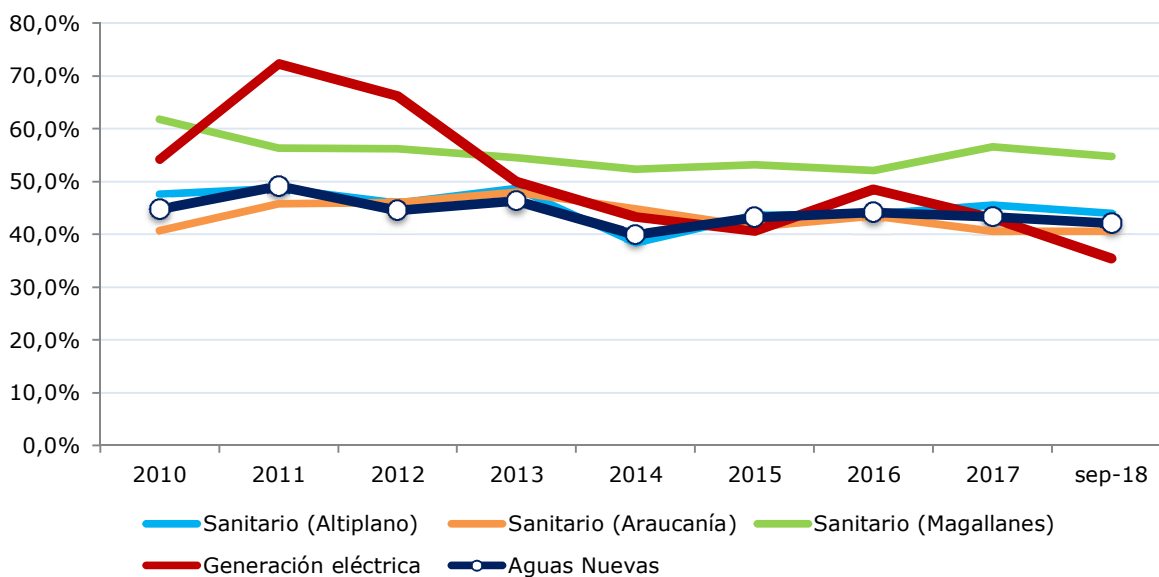


Ilustración 9: Evolución margen EBITDA por filial

En la *Ilustración 9*, se muestra la evolución del margen EBITDA por filial. Al año móvil de septiembre de 2018, el margen sobre EBITDA de Aguas del Altiplano fue de 44,0%, el de Aguas Araucanía de 40,6%, el de Aguas Magallanes de 54,8% y el de Enernuevas de 35,5%.

## Endeudamiento

A septiembre de 2018, **Aguas Nuevas** presentaba una deuda financiera de \$290.380 millones. Un 85,9% corresponde a obligaciones con el público (bonos) y 11,7% a otros (incluye aportes financieros reembolsables). La consecutiva disminución de la deuda financiera entre 2009 y 2016, en conjunto con el sostenido incremento del EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>4</sup>, ha llevado que tanto la relación deuda financiera a EBITDA, como a FCLP, presente consecutivas disminuciones en ambas mediciones relativas. Así, la relación deuda financiera a EBITDA pasó de las 6,7 veces en 2009 a 4,9 veces a 2016. Mientras que el ratio de deuda financiera a FCLP ha pasado desde las 9,8 veces en 2009 a 4,9 veces al mismo año. Tras la emisión de nueva deuda por parte de Aguas del Altiplano y Aguas Araucanía, los indicadores han aumentado a 5,6 veces para el caso de la deuda financiera sobre EBITDA y 6,5 veces frente al FCLP a septiembre de 2018.

Cabe señalar que en 2012, debido a los efectos de la reforma tributaria con motivo de la reconstrucción producto del terremoto de 2010, la compañía tuvo un efecto de ingresos por impuestos en el estado de resultados de ese año por un monto equivalente a \$36.927 millones. Lo anterior, distorsiona el cálculo del FCLP producto de las mayores rentabilidades sobre activos exhibidas dado este hecho puntual. Por otro lado, a partir del 2016 la empresa empezó a registrar pagos de impuestos que reducen el indicador FCLP a través de una menor rentabilidad de los activos. De esta manera, por análisis, se han ajustado estos efectos en el FCLP con tal de determinar los efectos que tienen sobre los ratios de endeudamiento relativo de largo plazo de la compañía.

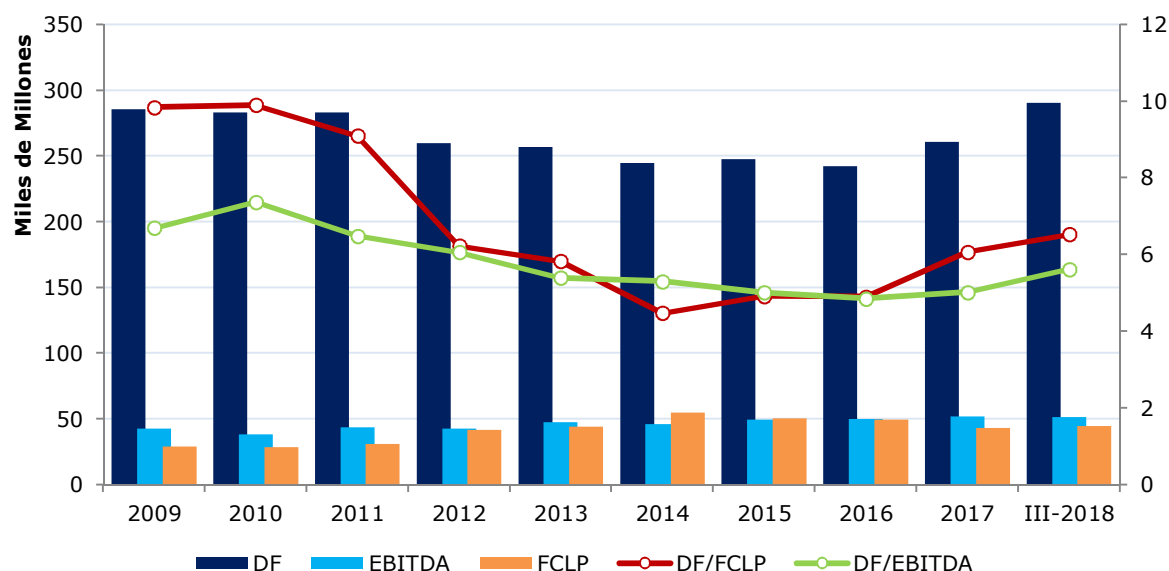


Ilustración 10: Evolución de la deuda financiera, FCLP y EBITDA

<sup>4</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Es necesario aclarar que durante 2014 la base de activos de la compañía presentaba niveles superiores a los que exhibe a septiembre de 2018. Lo anterior, se debe a que el emisor mostraba, en diciembre de 2014, un saldo de cuentas por cobrar con entidades relacionadas no corrientes por \$54.968 millones (equivalente a un 9,6% de los activos totales de 2014), cuenta que fue saldada en 2015. La mayor masa de activos de 2014, dada la metodología de cálculo del FCLP, permite obtener valores más altos para el FCLP.

Asimismo, al observar el perfil de vencimientos de la compañía, se ratifica una situación de holgura durante todo el período de pago de la deuda. El FCLP, ajustado por las rentabilidades de los activos expuesto en párrafos anteriores, puede disminuir en hasta un 11,8% y la compañía aún puede hacer frente a los años en que enfrenta sus máximas amortizaciones, tal como se muestra en la Ilustración 11.

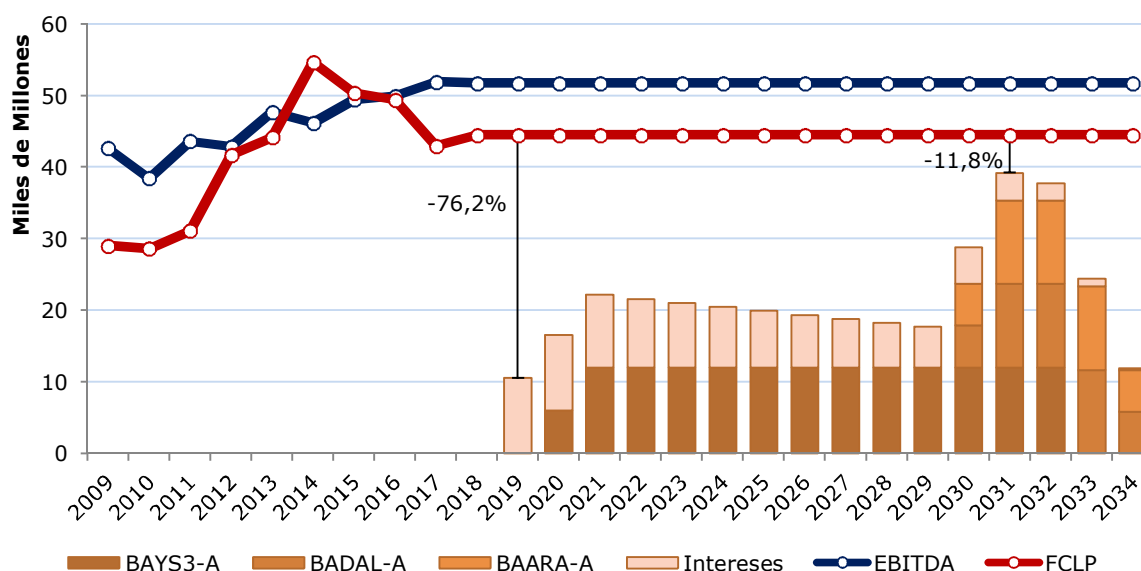


Ilustración 11: Evolución del perfil de vencimientos (pesos)

## Índice de Cobertura Global

El indicador de cobertura global es calculado, para **Agua Nueva**, como el cociente entre el valor presente del FCLP para el periodo de vigencia de los bonos (en este caso corresponde hasta el año 2034), sin incluir el pago que realizaría Econsa<sup>5</sup> a la sociedad al término de la concesión, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera de **Agua Nueva**. De esta forma, el indicador muestra una relación mayor a 2,0 veces hasta el 2025 y luego, hasta el término de la concesión se mantiene cercano a las dos veces, el cual se favorecería al incluir el pago de Econsa.

<sup>5</sup> Este pago que debe realizar Econsa a la sociedad, corresponde a la inversión en infraestructura no remunerada por tarifa, al término de la concesión.

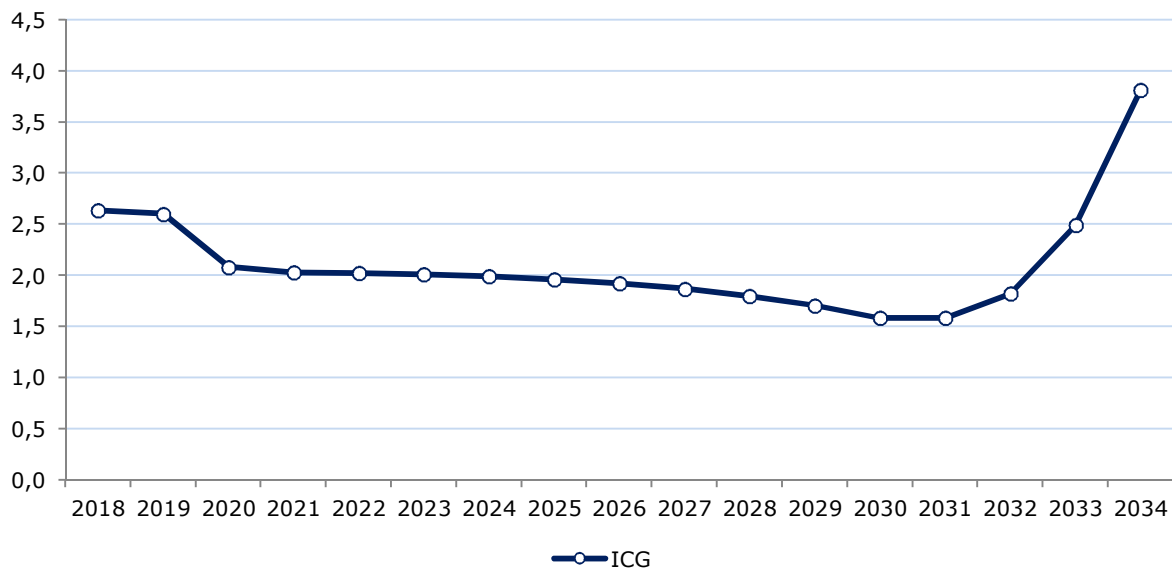


Ilustración 12: Evolución del índice de cobertura global de la deuda

## Liquidez

La razón circulante<sup>6</sup> de la compañía tuvo un importante incremento, pasando de las 0,9 veces en 2013 a 1,3 veces en 2014, ratio que contrajo a hasta 2017. Sin embargo, a septiembre de 2018, el indicador aumentó a 1,9 veces gracias a una disminución de otros pasivos financieros principalmente. En 2010, el pago de los bonos *bullet* emitidos en 2007 significó una caída en el valor de este indicador.

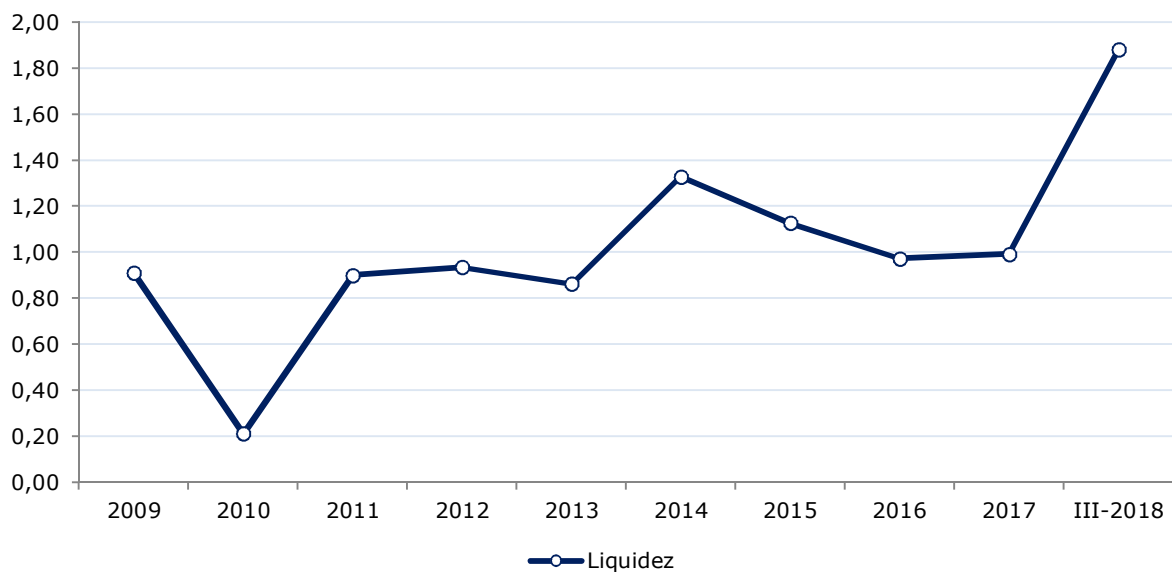


Ilustración 13: Evolución de la razón circulante

<sup>6</sup> Razón Circulante medida como el Activo Circulante sobre el Pasivo Circulante.

## Rentabilidad<sup>7</sup>

La compañía opera en un mercado esencialmente estable, donde la focalización del negocio está en lograr niveles de eficiencia que permitan rentabilizar de manera adecuada la inversión. A septiembre de 2018, la rentabilidad total del activo se situó en 1,9%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio cerró en 4,9%. Cabe consignar, que los altos niveles registrados por estos indicadores durante 2012 y 2013 no son representativos de la rentabilidad de largo plazo de la compañía, y, como se dijo más arriba, corresponden a ganancias tributarias no recurrentes. Por otra parte, la rentabilidad operacional se ha mantenido relativamente estable y ha promediado un 54,4% entre 2009 y septiembre de 2018, mientras que este último periodo finalizó en 54,1%.

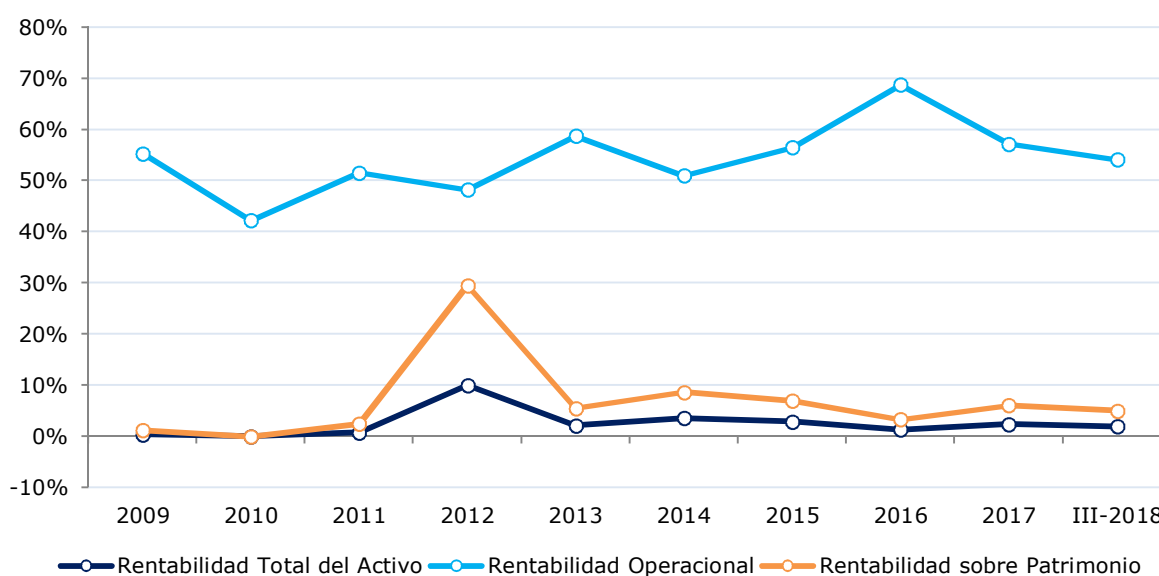


Ilustración 14: Evolución de la rentabilidad del activo, patrimonio y operacional

<sup>7</sup> Rentabilidad del activo = utilidad / (activos totales promedio); rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos circulantes o corrientes+activos fijos, promedio); rentabilidad del patrimonio= utilidad del ejercicio/patrimonio promedio.



## Bonos

Los siguientes son los instrumentos vigentes de **Aguas Nuevas** en la CMF:

### Línea de bonos

Monto línea: UF 3.750.000  
 Fecha: 26.06.07  
 Plazo de la línea: 21 años  
 Número de la línea: 502

### Línea de bonos

Monto línea: UF 5.500.000  
 Fecha: 21.01.11  
 Plazo de la línea: 21 años  
 Número de la línea: 652

### Primera emisión (Serie A)

Fecha de colocación: 21.01.11  
 Monto colocado: UF 5.500.000  
 Plazo: 21 años  
 Tasa de emisión: 4,7% anual, pagos semestrales.

Los siguientes son los *covenants* de las líneas de bonos:

	<i>Covenant</i>	Límite	sep-18
<b>Bono Aguas Nuevas</b>	Obligaciones financieras consolidadas netas/patrimonio	Menor a 1,5 veces	1,11
	Obligaciones financieras individuales netas/patrimonio	Menor a 1,5 veces	1,11
	EBITDA/Gastos financieros netos	Mayor a 2,5 veces	5,81

	<i>Covenant</i>	Límite	sep-18
<b>Bono AyS Tres</b>	Obligaciones financieras consolidadas netas/EBITDA	Menor a 6,0 veces	4,83
	EBITDA/Gastos financieros netos	Mayor a 2,0 veces	5,94

*"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."*