



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analistas

Eduardo Valdés S.

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

eduardo.valdes@humphreys.cl

carlos.ebersperger@humphreys.cl

Inversiones AyS Tres S.A.

Noviembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A+ Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	Septiembre de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 21 años	Nº 652 de 21.01.11
Serie A	Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS				
M\$ corrientes	2009	2010	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Total ingresos	67.504.943	65.988.314	48.486.790	53.567.983
Costo de ventas	-12.123.662	-10.013.132	-7.549.907	-7.883.037
Total gastos de administración	-37.956.192	-41.339.966	-29.789.500	-31.618.724
Resultado operacional	17.425.089	14.635.216	11.147.383	14.066.222
Gastos financieros	-16.300.621	-14.687.547	-12.309.420	-10.356.898
Utilidad (pérdida del ejercicio)	1.379.841	-185.648	-987.386	-26.753
EBITDA	33.290.790	30.863.724	22.765.813	26.366.635

Balance general consolidado IFRS			
M\$ corrientes	31-Dic-2009	31-Dic-2010	30-Sep-2011
Activos corrientes	24.841.004	27.565.632	39.627.187
Activos no corrientes	401.988.945	381.746.499	387.700.487
Total Activos	426.829.949	409.312.131	427.327.674
Pasivos corrientes	27.299.756	130.768.513	15.832.076
Pasivos no corrientes	280.995.801	160.252.458	280.963.057
Total Pasivos	308.295.557	291.020.971	296.795.133
Patrimonio	118.534.392	118.291.160	130.532.541
Total Pasivos y Patrimonio	426.829.949	409.312.131	427.327.674
Deuda Financiera	223.836.887	224.484.864	231.698.904

Fundamento de la clasificación

Inversiones AyS Tres S.A. (AyS Tres) pertenece al grupo de empresas controladoras, a través de sociedades de inversión, de la compañía Aguas Nuevas, sociedad que 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 filiales Aguas del Altiplano (regiones de Arica-Parinacota y Tarapacá), Aguas Araucanía (Región de la Araucanía) y Aguas Magallanes (Región de Magallanes).

Aguas Nuevas, a septiembre de 2011, poseía activos por US\$ 809 millones, con un nivel de patrimonio de US\$ 473 millones, y una deuda financiera de US\$ 211 millones. Por su parte, a esa misma fecha, **AyS Tres** poseía activos por US\$ 819 millones, un patrimonio de US\$ 250 millones, y una deuda financiera de US\$ 444 millones.

La clasificación de bonos en "*Categoría A+*" se basa principalmente en las fortalezas provenientes de la compañía Aguas Nuevas, clasificada por **Humphreys** en "*Categoría AA*". La solidez financiera de la filial se fundamenta sobre todo en su condición de monopolista natural en la entrega de un servicio de primera necesidad (agua potable y alcantarillado), dentro de un marco regulador estable y que opera bajo criterios técnicos. Esta condición implica que la empresa tenga flujos altamente predecibles y de muy bajo riesgo, lo cual le entrega una muy alta capacidad para responder a sus pasivos financieros.

Complementariamente, la clasificación considera positivamente el control que poseen las sociedades de inversiones sobre la compañía Aguas Nuevas, de forma de determinar los dividendos que pueden ser traspasados a la cadena de sociedades inversoras. Lo anterior redundará en una mayor capacidad de control de los flujos necesarios para el pago de las obligaciones contraídas por el grupo.

Asimismo, la evaluación reconoce que el negocio principal de las sociedades productivas se desenvuelve en mercados regulados y fiscalizados, de modo que, las normativas que pesan sobre sus filiales favorecen la mitigación de los riesgos operacionales y financieros.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve acotada por el hecho de que los recursos monetarios de la matriz dependen esencialmente de los dividendos percibidos, ingresos que están supeditados a la obtención de utilidades por parte de las sociedades productivas (afectas, entre otros, a aspectos meramente contables) y a la disponibilidad de caja de las mismas.

Adicionalmente, se reconoce que los flujos con los cuales se servirá la deuda emitida por **AyS Tres** son los mismos que produce la compañía Aguas Nuevas, por lo que, con la misma generación de caja, el nivel de deuda a servir (subiendo por la malla de empresas) es más que el doble del cual se evaluó la capacidad de pago de la deuda de Aguas Nuevas.

En el futuro la clasificación de riesgo podría mejorar dependiendo de la diversificación que alcancen los ingresos de las sociedades productivas y de los mayores flujos que puedan ser generados por el grupo producto de la operación.

Para el mantenimiento de la categoría de riesgo en el largo plazo es necesario que la compañía Aguas Nuevas no disminuya su clasificación actual y que las sanitarias-filiales mantengan sus riesgos operativos debidamente

acotados. Asimismo, para la mantención de la clasificación se espera que la compañía no incremente fuertemente su endeudamiento.

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*", en atención a que no se visualizan cambios de relevancia en el corto plazo.

Definición de Categorías de Riesgo

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.

"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos Recientes

En 2010, la compañía tuvo ingresos consolidados por \$ 65.988 millones, una caída de 2,2% en relación a 2009, lo que se debe principalmente a los menores ingresos de sus filiales por concepto de agua potable y aguas servidas, las que tuvieron una menor tarifa media, menores metros cúbicos de agua potable, y menores ventas físicas de alcantarillado.

El costo de venta tuvo una disminución de 17,7% respecto al año anterior, debido a un menor precio y menor consumo de materiales e insumos, y una menor tarifa media de energía eléctrica.

Los gastos de administración y venta alcanzaron \$ 41.340 millones durante 2010, aumento de 8,9% respecto a 2009, cuando alcanzó \$ 37.956 millones. Esta variación se debe básicamente a un mayor sueldo base, complementos salariales, y aportes de la empresa a los empleados, además de un mayor gasto por depreciación y amortización, debido a nuevas inversiones en infraestructura sanitaria, y a un aumento de otros gastos por naturaleza. Con ello, en 2010 el resultado operacional alcanzó \$ 14.635 millones, un 16% inferior a 2009, cuando alcanzó \$ 17.425 millones. El EBITDA del año, derivado de lo anterior, alcanzó los \$ 30.863 millones, un 7,3% inferior a 2009.

En línea con lo anterior, la compañía presentó una pérdida de \$ 186 millones, una cifra muy inferior a los \$ 1.380 millones obtenidos en 2009, explicados en su mayoría por un menor resultado por unidades de reajuste, debido a variaciones de la unidad de fomento.

Los activos de la compañía alcanzan los \$ 409.312 millones, considerando la inversión en Aguas Nuevas como VPP (Valor Patrimonial Proporcional). A diciembre de 2010 Aguas Nuevas poseía activos por \$ 433.700 millones.

El año 2010 la deuda financiera alcanzaba los \$ 224.485, millones correspondientes a créditos sindicados, y un patrimonio de \$ 118.291 millones.

Resultados al tercer trimestre de 2011

En los primeros nueve meses de 2011, **AyS Tres** obtuvo ingresos de explotación por \$ 53.568 millones, lo que implica un alza de 10,5%, explicado en su mayor parte por un menor consumo de metros cúbicos de agua potable, mayores ventas físicas de alcantarillado, y por venta de servicios de nuevos negocios.

El costo de venta se incrementó en \$ 333 millones, lo que equivale a un 4,4% en el período, debido a un aumento en el consumo de materiales e insumos, y a una menor tarifa media de energía eléctrica del período.

Los gastos de administración por su parte, aumentaron un 6,1% como consecuencia de mayores gastos por depreciación y amortización asociados a nuevas inversiones en infraestructura sanitaria, y a un aumento en los gastos por beneficios a los empleados, explicados por un mayor sueldo base, complementos salariales y aportes de la empresa. El resultado operacional finalmente fue de \$ 14.066 millones, mejorando un 26,2% en 2010, principalmente por el aumento en los ingresos explicado anteriormente.

El EBITDA del período fue de \$ 26.367 millones, mientras que el resultado del ejercicio llegó a una pérdida de \$ 27 millones, una disminución de 97,3% respecto al tercer trimestre de 2010 (-\$ 987 millones) debido principalmente a mayores ingresos financieros. Al cierre de este período, la empresa registraba activos por \$ 427.328 millones, una deuda financiera de \$ 231.699 millones, 97,6% en el largo plazo, y un patrimonio de \$ 130.533 millones.

Oportunidades y Fortalezas

Solvencia de Aguas Nuevas: En su área de concesión la empresa es un monopolista natural, no teniendo competencia económicamente factible. Siendo el agua potable un bien de primera necesidad, las ventas de la empresa están menos expuestas a períodos recesivos y son comparativamente menos sensibles a las alzas de precio. Adicionalmente, las empresas de servicios básicos 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.

Control de la inversión: El grupo de empresas que controla Aguas Nuevas posee el 100% de la propiedad de ésta, lo que constituye un elemento positivo pues de esa manera cuentan con toda la facultad para efectuar cambios a la política de dividendos, tendientes a mejorar los flujos para el pago de las obligaciones de las sociedades inversoras. Esto, sin embargo, se ve acotado por la disponibilidad de caja y por la obtención de utilidades de las sociedades operativas.

Factores de Riesgo

Dependencia de los flujos de caja y utilidades de las empresas operativas: Los flujos necesarios para servir la deuda de **AyS Tres** dependen directamente de la capacidad de generar caja y de la obtención de utilidades de las empresas operativas del grupo y de Aguas Nuevas. Lo anterior se ve atenuado por los ingresos y flujos estables que obtienen estas empresas. En los últimos tres años, Aguas Nuevas ha tenido utilidades que

han fluctuado entre \$ 6.900 millones y \$ 16.700 millones anuales y en un mismo período anual ha distribuido dividendos entre \$ 4.100 millones y \$ 22.700 millones.

Regulación de mercado: Como toda entidad sujeta a regulaciones especiales, Aguas Nuevas (sociedad matriz de las empresas generadora de los flujos) 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 la fijación de tarifas. Esto introduce un elemento de incertidumbre y si bien el mecanismo se basa en criterios técnicos, la experiencia ha mostrado que los marcos regulatorios por sí mismos no garantizan totalmente 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.

Antecedentes Generales

Propiedad

Al 30 de septiembre de 2011, la Sociedad presenta la siguiente estructura propietaria:

Accionista	Nº de acciones	Participación	Tipo de accionista
Inversiones AyS Dos Ltda.	121.915.897	99,999999%	Controlador
Inversiones AyS Uno Ltda.	1	0,000001%	Minoritario

El controlador final de Inversiones AYS Tres S.A. es *Marubeni Corporation e Innovation Network Corporation of Japan (INCJ)*, a través de *Southern Cone Water SLP*.

La estructura de propiedad del grupo a diciembre de 2010 es la que se muestra a continuación:



A continuación se presenta a los directores de la compañía:

Nombre	Director
Presidente	Toshimitsu Oda
Vicepresidente	Tetsuro Toyoda
Director	Kyoji Terayama
Director	Keisuke Sakuraba
Director	Ryuhei Uchida
Director	Shuhei Shinkai
Director Suplente	Shunsuke Yamamuro
Director Suplente	Kazuhiro Uchino
Director Suplente	Naohiro Nishiguchi
Director Suplente	Kazushige Nagasato
Director Suplente	Soichi Inoue
Director Suplente	Takeshi Sekine

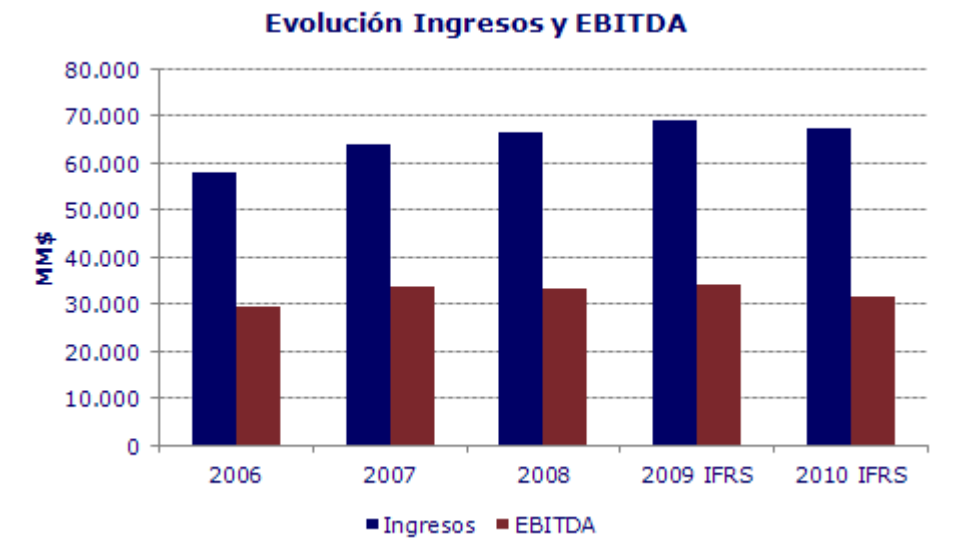
Indicadores financieros de Aguas Nuevas¹

Para el pago de sus obligaciones, Aguas Nuevas –filial de **AyS Tres**- recibe los flujos de sus filiales operativas (sanitarias) a través del pago de dividendos, aunque eventualmente puede hacerlo mediante el uso de cuentas corrientes de tipo mercantil. El mismo esquema puede aplicarse a **AyS Tres** para el pago de su deuda financiera. Los principales indicadores financieros de Aguas Nuevas se presentan a continuación.

Evolución ingresos

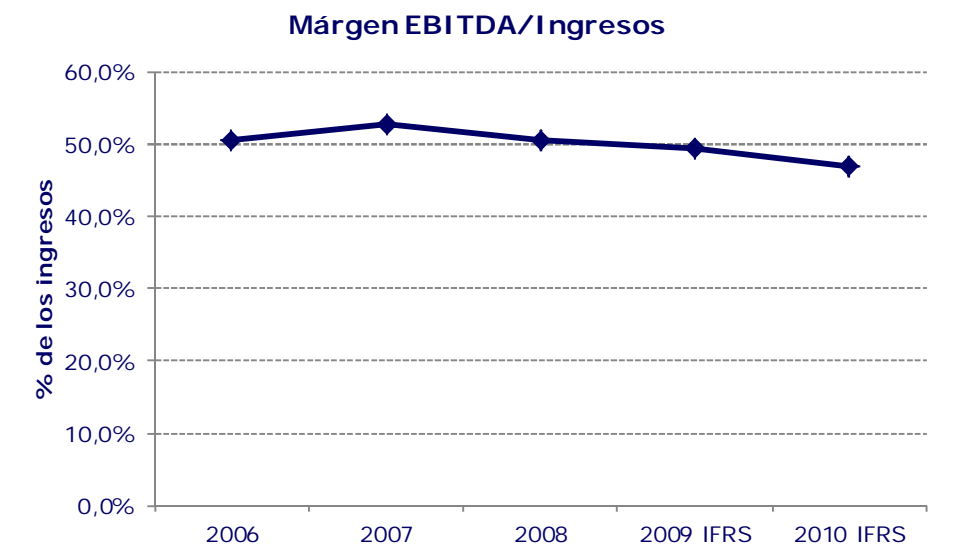
Por las características del negocio en que se desenvuelven las sanitarias, sus ingresos presentan características de alta estabilidad, explicadas principalmente por la baja elasticidad-precio que posee el bien sanitario, así como por el menor impacto sobre su consumo de las situaciones de *stress* económico-financiero. En la práctica, los ingresos de la empresa como promedio de los últimos cuatro años han sido US\$ 128 millones, con un crecimiento anual compuesto de 3,9% en pesos entre 2007 y 2010.

¹ Para mayor información, por favor revisar el informe de clasificación de riesgo de Aguas Nuevas en la página web www.humphreys.cl.



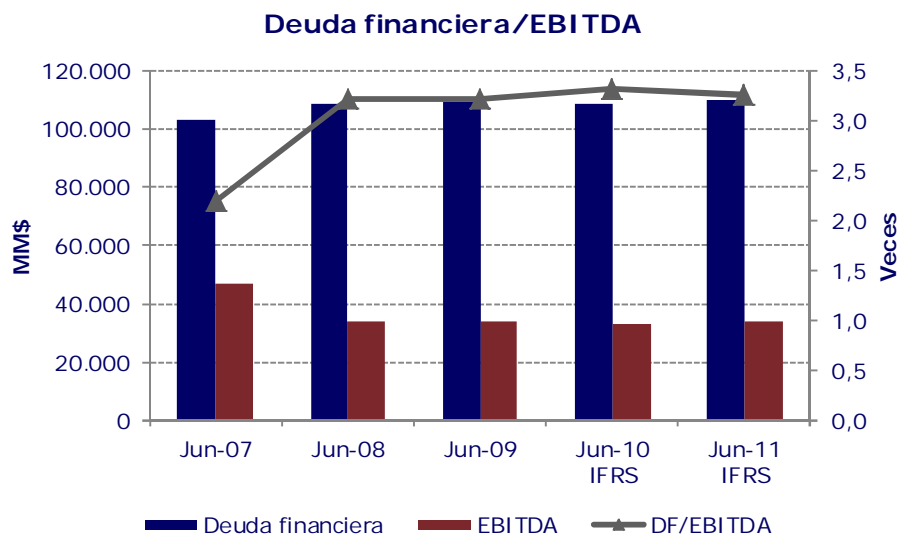
Durante 2010, los ingresos alcanzaron US\$ 144 millones, un 2% menos que en 2009, producto de menores tarifas, y menores metros cúbicos de agua potable y ventas físicas de alcantarillado. La filial Aguas del Altiplano aportó el 43,6% de ellos, Aguas Araucanía el 40,8%, Aguas Magallanes el 15,4% y Enernuevas el 0,3%.

En términos de EBITDA, la empresa ha presentado una evolución relativamente estable en relación con la trayectoria de los ingresos, con una relación EBITDA/Ingreso que ha sido en promedio de 50,1% en los últimos cinco años (47% a diciembre de 2010). A diciembre de 2010, el EBITDA generado por la compañía fue de US\$ 67,8 millones, los que se distribuyen en 44,1%, 35,2%, 20,4% y 0,3% en sus filiales Altiplano, Araucanía, Magallanes y Enernuevas, respectivamente, siendo los márgenes de EBITDA de 2010 de 47,6%, 40,6%, 62,6% y 54,2% respectivamente, difiriendo entre otras razones por los distintos costos en la obtención del agua.

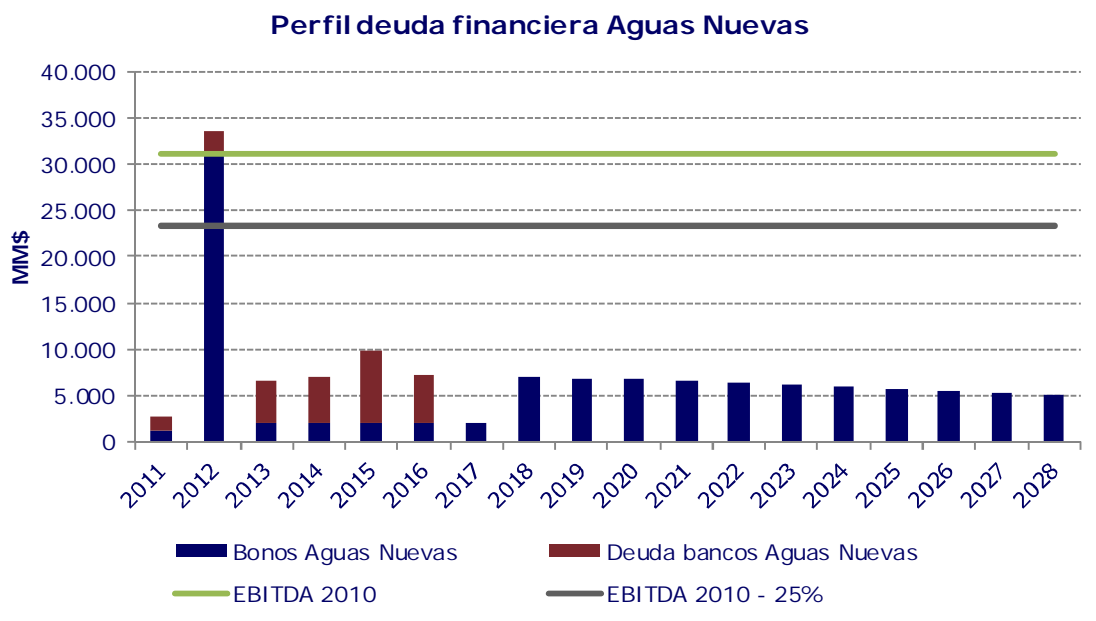


Endeudamiento

A junio de 2011, Aguas Nuevas posee una deuda financiera estable de \$ 109.885 millones (US\$ 235,7 millones), el 20% de los cuales corresponde a deudas bancarias, un 71% a obligaciones con el público (bonos) y cerca del 9% a aportes financieros reembolsables. El EBITDA también se ha mantenido estable, en torno a los \$ 30.000 millones, presentando un leve aumento de 3% en junio de 2011, por los mayores ingresos del último período. En función de lo anterior, la razón deuda financiera sobre EBITDA se ha mantenido en torno a las 3,2 veces en los últimos cuatro años.

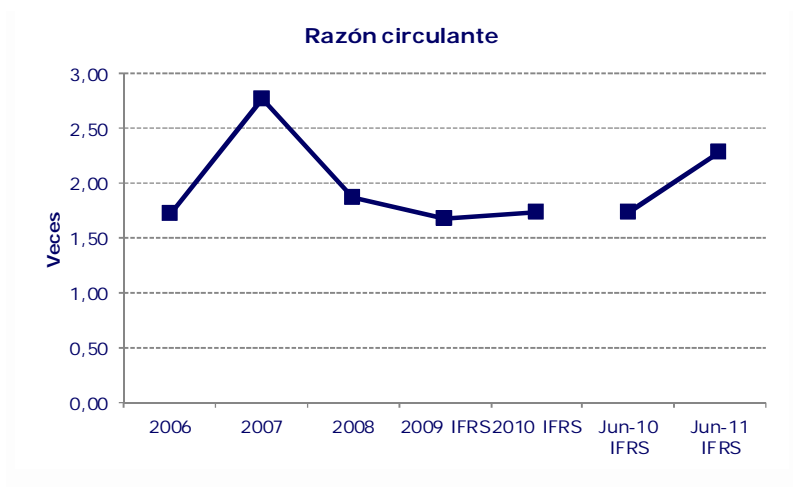


Asimismo, al ver el perfil de pago de la compañía, se observa una situación ajustada durante 2012, año en que se debe pagar el capital completo de los bonos *bullet* de la serie B emitida en 2007, más los pagos correspondientes a la deuda bancaria, por un total equivalente al 95,2% del EBITDA 2010. Sin embargo, dada la mencionada estabilidad de este negocio, es muy probable que la filial de **AyS Tres** pueda refinanciar dichos bonos.



Liquidez

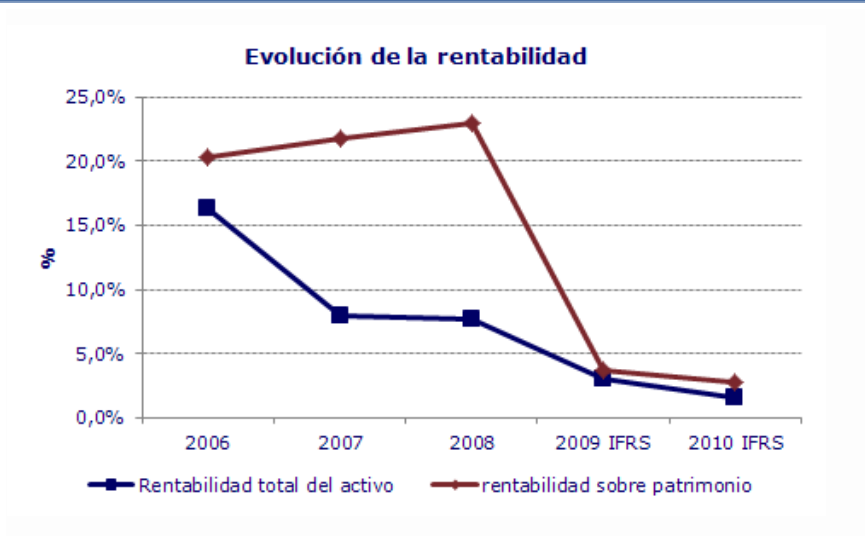
Debido a que tanto los activos como los pasivos corrientes tuvieron poca variación, la razón circulante² se mantuvo en niveles de 1,7 veces. En junio de 2011 subió de 1,7 a 2,3 veces, debido principalmente a un aumento en efectivo y efectivo equivalente, y a otros activos financieros, correspondiente a inversiones en depósitos a plazo.. En el siguiente gráfico se puede ver su evolución:



Rentabilidad

La compañía opera en un mercado esencialmente estable, donde la mayor preocupación se centra en lograr niveles de eficiencia que permitan rentabilizar de manera adecuada la inversión. Las fuertes diferencias de rentabilidad entre 2008 y 2009 son consecuencia del aumento tanto del nivel total de activos como del patrimonio de la empresa, a consecuencia de la fusión con su matriz Inversiones ASP S.A., las que se han estabilizado en los últimos dos años. A pesar de esta caída en las tasas de rentabilidad, debe destacarse que la generación de caja de Aguas Nuevas medida como EBITDA se ha mantenido estable en torno a los \$ 32 mil millones en los últimos tres años. A continuación se muestra la evolución de la rentabilidad tanto del activo como del patrimonio para los últimos cinco años:

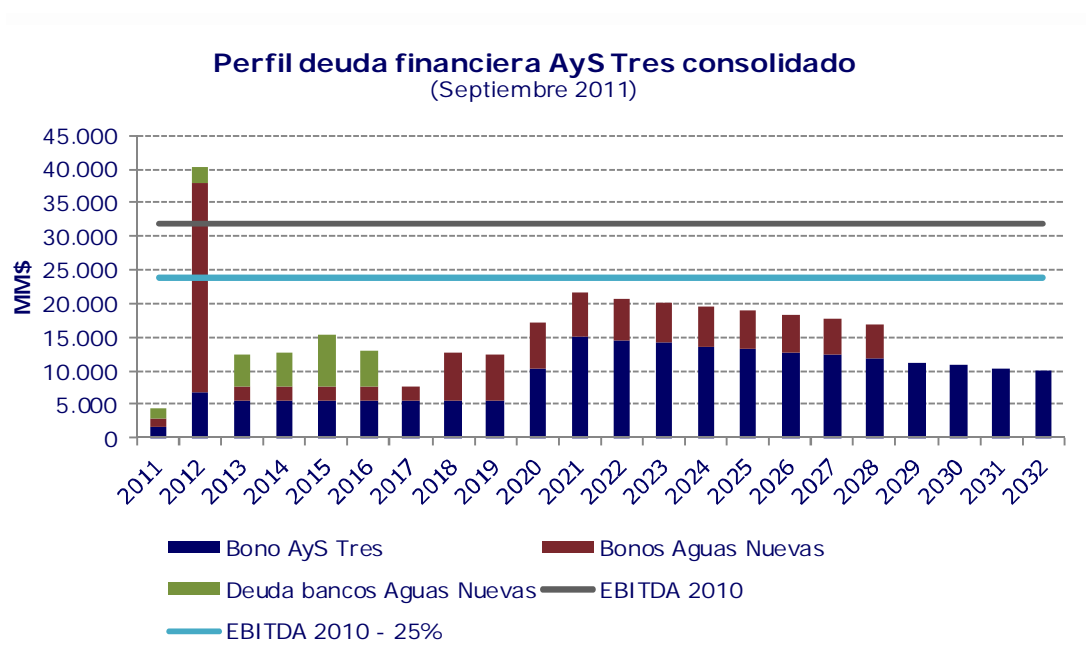
² Razón Circulante = Activo Circulante/Pasivo Circulante.



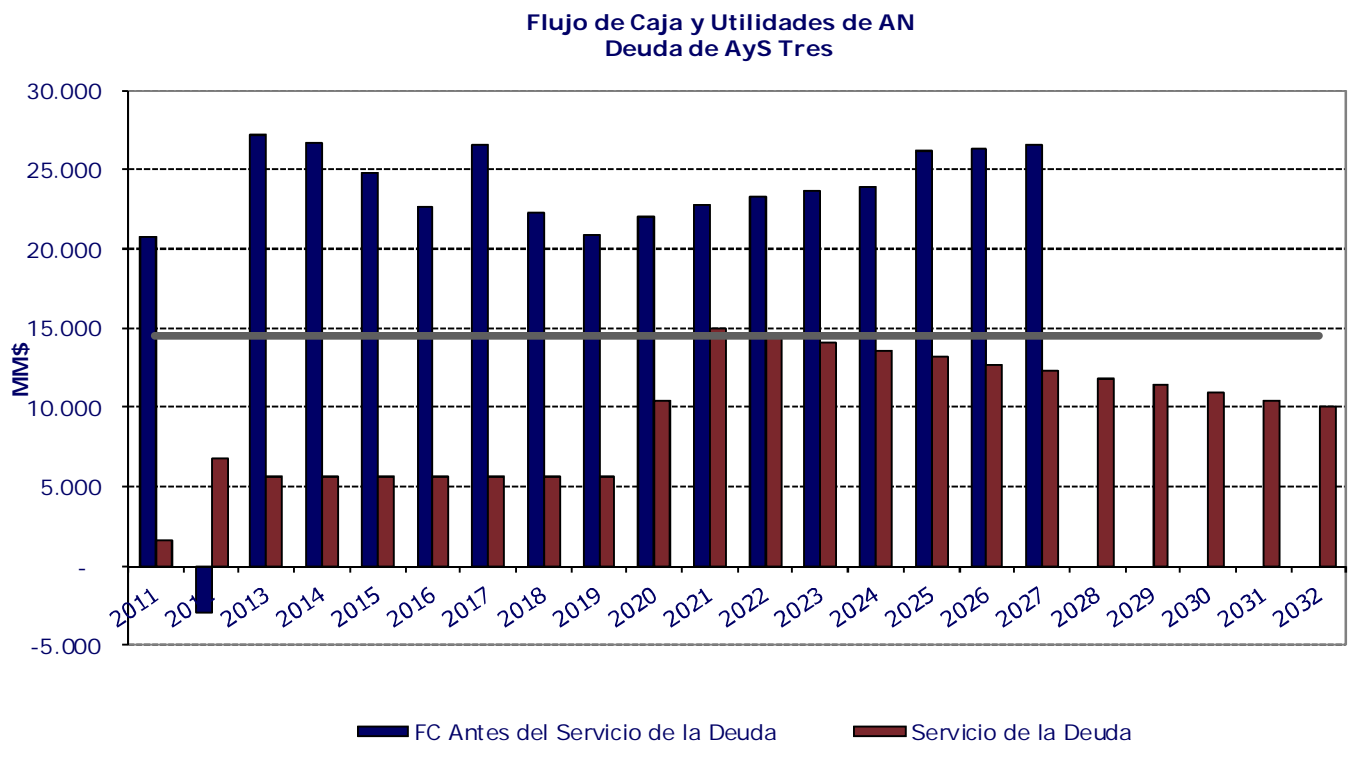
Análisis financiero de AyS Tres

Análisis de la deuda financiera

A nivel consolidado, el endeudamiento del grupo **AyS Tres** ascendería a cerca de US\$ 490 millones, lo cual dobla la deuda financiera de Aguas Nuevas, por lo cual los niveles de *stress* soportados son menores, dado que ambas deudas se deben servir con los mismos flujos generados por Aguas Nuevas. Lo anterior es una de las razones principales de la menor clasificación de riesgo de **AyS Tres** respecto de Aguas Nuevas. En el siguiente gráfico se muestra el perfil de pago de la deuda de la compañía Aguas Nuevas y el perfil de pago teórico a nivel agregado para **AyS Tres**, es decir, introduciendo el perfil del bono de ésta. Allí queda demostrado el menor nivel de *stress* soportado por **AyS Tres**.



Por otra parte, **Humphreys** ha analizado la disponibilidad de caja para **AyS Tres**, luego del pago de las obligaciones y de las inversiones de Aguas Nuevas, también observando las utilidades promedio para los últimos tres años (asumiendo que los dividendos de AyS Cuatro son repartidos a **AyS Tres**). Lo anterior es reflejado en el gráfico que se muestra a continuación, donde se puede observar que de acuerdo a las proyecciones de la Clasificadora, existe una holgura para el pago de las obligaciones de **AyS Tres**, que se ve ajustada en el año 2020. Esto es atenuado por la caja sobrante en los periodos anteriores y/o las posibilidades de refinanciamiento.



El Flujo de caja antes del servicio de la deuda corresponde al flujo de caja de Aguas Nuevas remanente luego del pago de la deuda de la Aguas Nuevas y de las inversiones anuales comprometidas con la Superintendencia de Servicios Sanitarios.

Bonos

Los siguientes son los instrumentos inscritos y emitidos por **AyS Tres** en la SVS

Línea de bonos

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

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.

Covenants de la línea de Bonos Inversiones

Obligaciones financieras consolidadas netas/EBITDA : Inferior a 6,5 veces (6,2 veces a junio 2011)

EBITDA/gastos financieros netos : Superior a 2,0 veces (4,01 veces a junio 2011)

“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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”