



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Elisa Villalobos H.

Tel. 56 - 22433 52 00

elisa.villalobos@humphreys.cl

Aguas Nuevas S.A. (ex Inversiones AyS Tres)

Abril 2015

Isidora Goyenechea 3621 - Piso 16º
Las Condes, Santiago - Chile
Fono 224335200 - Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	AA- Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	Diciembre de 2014

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 21 años Serie A	Nº 502 de 26.06.07 Primera Emisión
Línea a 10 años	Nº 503 de 26.06.07
Línea a 21 años Serie A	Nº 652 de 21.01.11 Primera Emisión

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ corrientes	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos de Explotación	67.504.943	65.988.314	72.626.670	81.026.755	88.582.905	103.942.041
Otros ingresos	353.453	326.047	394.203	11.638	459.707	136.947
Gastos operacionales totales	-50.278.592	-51.679.143	-51.376.525	-60.206.544	-64.327.245	-79.271.355
Resultado Operacional	17.579.804	14.635.218	21.644.348	20.831.849	24.715.367	24.807.633
Gastos Financieros	-16.300.621	-14.687.547	-12.650.330	-10.493.962	-10.869.960	-10.854.631
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	1.379.841	-185.648	3.052.242	44.153.984	9.529.685	18.610.923
EBITDA	33.445.505	30.863.726	35.842.516	36.060.693	41.103.964	41.504.517

Balance general consolidado IFRS						
M\$ corrientes	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activos corrientes	24.841.004	27.565.632	39.024.947	29.547.288	34.361.351	41.080.110
Activos no corrientes	401.988.945	384.737.408	403.436.347	408.433.514	448.827.917	531.248.052
Total Activos	426.829.949	412.303.040	442.461.294	437.980.802	483.189.268	572.328.162
Pasivos corrientes	27.299.756	130.768.513	43.367.133	31.625.827	39.831.323	30.914.245
Pasivos no corrientes	280.995.801	163.243.367	265.573.845	242.055.859	259.315.597	295.462.670
Total Pasivos	308.295.557	294.011.880	308.940.978	273.681.686	299.146.920	326.376.915
Patrimonio	118.534.392	118.291.160	133.521.316	164.299.116	184.042.348	245.951.247
Total Pasivos y Patrimonio	426.829.949	412.303.040	442.462.294	437.980.802	483.189.268	572.328.162
Deuda Financiera	223.836.887	227.475.773	221.506.346	221.506.346	224.320.404	225.050.121

Opinión

Fundamento de la clasificación

Aguas Nuevas S.A. (Ex – Inversiones AyS Tres) es propiedad de *Marubeni Corporation* junto con *Innovation Network Corporation of Japan*, con un 50% cada uno. 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. A diciembre de 2014, las tres primeras empresas atienden a más de 415.000 clientes lo que representa una cuota de mercado de 9,3%, los que representan una población aproximada de 1.400.000 personas.

Durante agosto de 2014, la compañía realizó sucesivas fusiones. Por una parte, se fusionó por incorporación de AyS Cuatro en Inversiones AyS Tres. Por otra parte, AyS Tres absorbió a Aguas Nuevas, siendo AyS Tres, actualmente denominada Aguas Nuevas, la continuadora de la sociedad absorbida.

Al 31 de diciembre de 2014 **Aguas Nuevas (Ex – Inversiones AyS Tres)** generó ingresos por aproximadamente US\$ 171,3 millones¹, con un EBITDA igual a US\$ 68,4 millones. A la misma fecha sus obligaciones financieras ascendían a US\$ 370,9 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 sus tres áreas de concesión, disponiendo, además, de una adecuada diversidad geográfica.

La compañía opera dentro de un marco regulador estable y que opera 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 (los que finalmente se reajustan dependiendo de si la variación acumulada es superior o inferior a 3%). Así, 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 a 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.

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 (Ex – Inversiones AyS Tres)** 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

¹Tipo de cambio utilizado \$606,75/US\$ al 31/12/2014.

vencimientos de los bonos mantenidos por el público. Asimismo, cabe señalar que tanto el EBITDA como el Flujo de Caja de Largo (FCLP)² generado por la empresa (consolidado) presentan importantes holguras sobre los pagos anuales que debe enfrentar el emisor por los créditos asumidos.

Asimismo, la clasificación de riesgo incorpora como un factor positivo 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 2,9% del patrimonio de su matriz.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída a consecuencia de la probabilidad –aunque baja– 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 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.

Asimismo, 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 de un servicio de primera necesidad.
- Marco regulador estable que opera bajo criterios técnicos.
- Elevada capacidad de abastecimiento.

Fortalezas complementarias

- Alto valor económico de los activos respecto al valor presente de la deuda.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Sujeto a riesgos regulatorios, pero mínimos.
- Factores climáticos y/o fenómenos naturales pueden afectar el funcionamiento de las plantas en períodos.

² 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.

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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2014

En 2014 la compañía obtuvo ingresos por \$103.942 millones lo que representa un incremento de 17,3% respecto de 2013. Por un lado, los ingresos regulados disminuyeron en un 7,1% a \$68.349 millones; por su parte, los ingresos no regulados crecieron un 43,3% llegando a \$20.340 millones. A su vez, los gastos operacionales de Aguas Nuevas crecieron un 23,2% a \$79.271 millones lo anterior, entre otros motivos, por una mayor tarifa en energía eléctrica e incrementos en el sueldo base de los trabajadores. De este modo, el resultado operacional se incrementó en un 0,4% a \$24.808 millones y el EBITDA de la compañía totalizó \$41.505 millones, un 1,0% superior al de 2013.

Con lo anterior el margen EBITDA cayó desde el 46,4%, de 2013, a 39,9% en 2014.

Por su parte, las utilidades de la empresa crecieron un 95,3% a \$18.611 millones. Fundamentalmente, este incremento se debe a que la reestructuración que llevó a cabo el grupo generó un efecto de mayores impuestos diferidos. Este monto fue de \$11.2011 millones de los cuales \$9.055 fueron imputados a resultados del ejercicio y el resto a cuentas patrimoniales.

Los activos de la compañía crecieron un 18,4% a \$572.328 millones. Este incremento responde a una mayor base de cuentas por cobrar a entidades relacionadas, tanto corrientes como no corrientes. Las cuentas por cobrar a entidades relacionadas no corrientes subieron desde \$4.361 millones, en 2013, a \$56.968 millones, en 2014. Lo anterior, se produce por un préstamo otorgado por Aguas Nuevas (ex – Inversiones AyS Tres) a Inversiones AyS Dos, quien se encuentra fusionada con Inversiones AyS Uno.

Por otra parte, los pasivos de la compañía se incrementaron en un 9,1% y el patrimonio en un 33,6% producto del aumento de capital por \$50.700 millones. La deuda de la financiera cerró el periodo en \$225.050 millones lo que implicó un aumento de 0,3% respecto de 2013.

Eventos recientes

El 29 de agosto de 2014 los socios de Inversiones AyS Cuatro acordaron proceder a la fusión por incorporación de la Inversiones AyS Tres, en esa misma se aprobó la fusión de Aguas Nuevas en Inversiones AyS Tres. Esta última absorbió a la primera siendo la sucesora y continuadora, bajo la denominación de Aguas Nuevas.

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.

Flujos estables y predecibles: 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.

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 2,1 veces la demanda máxima que enfrenta. En el caso de Aguas Araucanía, los derechos de agua son cuatro veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad de producción diaria es de 2,9 veces la demanda máxima que enfrenta la compañía. En Aguas Magallanes los derechos de agua representan casi nueve veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad máxima de producción es de 2,5 veces la demanda máxima.

Diversificación geográfica: 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).

Elevado valor de los activos: De acuerdo con estimaciones sobre la base de empresas sanitarias que transan en bolsa, el valor económico de **Aguas Nuevas (Ex – Inversiones AyS Tres)**, a lo menos duplican 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.

Además, si se valorizan el promedio de las utilidades (desde 2010 a 2014)³ de las filiales de **Aguas Nuevas (Ex – Inversiones AyS Tres)** se mantienen constantes a futuro, por todo el periodo que le resta a la concesión, éstas superan en un 23,3% el valor de la deuda de la compañía.

Acceso a fuentes de financiamiento: El valor de los activos del emisor, aludidos anteriormente, facilita el acceso al 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.

³ En esta valorización están corregidos los hechos no recurrentes de 2012.

Controladores Solventes: *Marubeni* está actualmente clasificado en categoría Baa2 en escala global mientras que el patrimonio de Aguas Nuevas representa el 2,9% del patrimonio de ésta. Por su parte, *Innovation Network Corporation o Japan (INCJ)* es una asociación pública-privada.

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 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 además se encuentren geográficamente separadas, ayuda a atenuar el riesgo climático, lo que constituye una fortaleza en relación a una empresa del rubro sanitario con operaciones en una única zona del país.

Conflictos en la Región de la Araucanía: El conflicto indígena se ha agudizado en los últimos meses en esta región. 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 y el 47% del total de derechos de agua que goza la empresa. Últimamente han enfrentado ataques incendiarios cerca de instalaciones de la compañía, además de quebradura de tuberías de la empresa y amenazas de envenenamiento del agua. Con todo, se estima que estos hechos corresponden a eventos aislados, y no comprometerían en forma significativa la operación de la compañía.

Antecedentes generales

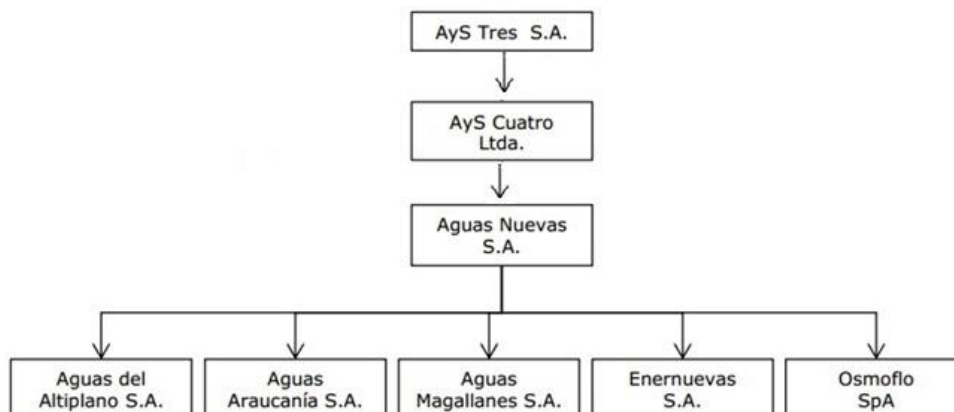
Descripción del negocio

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. **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 *Innovation Network Corporation of Japan (INCJ)*, actuales accionistas de la sociedad.

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 (ex – Inversiones AyS Tres)**, tal como se muestra en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Estructura pre y post fusión

Estructura pre fusión:



Estructura post fusión:



La compañía está inmersa en un mercado monopólico y regulado, siendo 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 Interconectado del Norte Grande (SING).

Captación

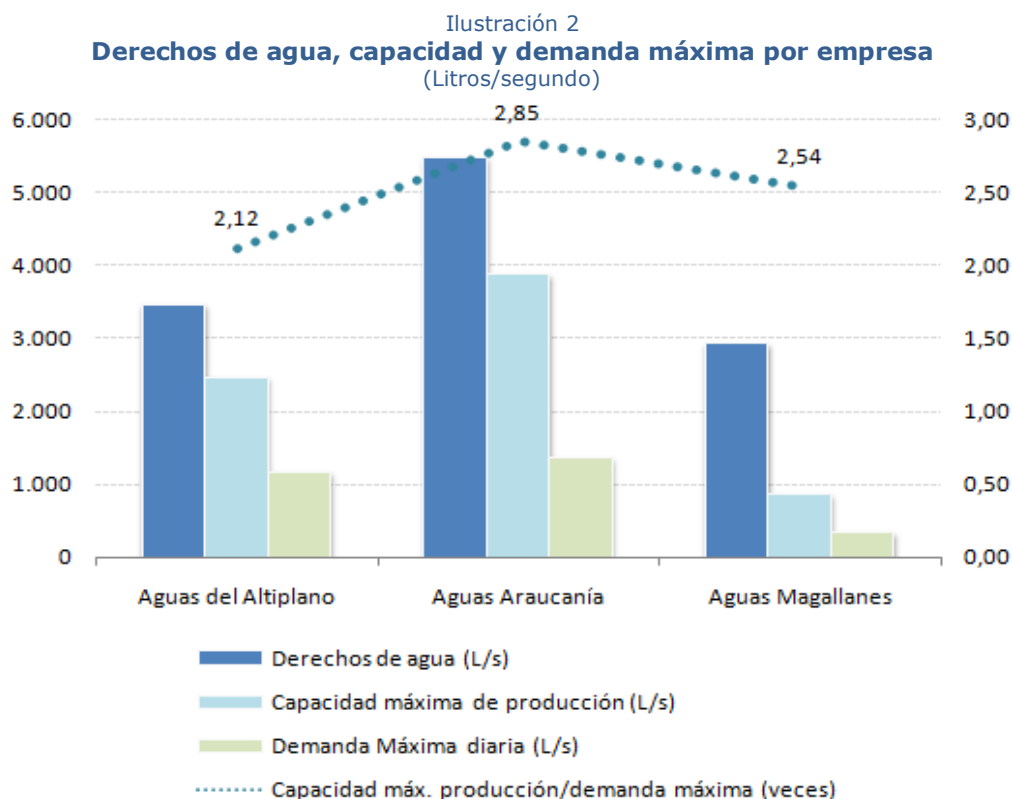
Las tres sanitarias que pertenecen a **Aguas Nuevas (ex – Inversiones AyS Tres)** se abastecen con fuentes superficiales y subterráneas, existiendo diferencias entre ellas. Aguas del Altiplano, dada la ausencia de fuentes superficiales relevantes de agua en la zona, se abastece en un 100% de fuentes subterráneas. Actualmente cuenta con 104 pozos y drenes en operación. Aguas Araucanía se abastece con una combinación de producción fuentes subterráneas (59,6%) y superficiales (40,4%). Cuenta con 91 pozos y drenes, y es la sanitaria que más derechos de agua posee del grupo, con el 46,8% del total. Aguas Magallanes, dada la abundancia de recursos hídricos en la zona, se abastece solamente 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 (ex – Inversiones AyS Tres) cuenta en total con 35 plantas de tratamiento de agua potable, 40 plantas de tratamiento de aguas servidas, cinco emisarios submarinos y 170 estanques de almacenamiento, con lo cual abastece a un total de 49 localidades en su zona concesionada (diez a través de Aguas Altiplano, 35 en Aguas Araucanía y cuatro en Aguas Magallanes).

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 muy elevado entre la demanda máxima y la capacidad de producción en las tres empresas sanitarias.



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 3.789 kilómetros. Aguas Araucanía representa el 54,6% de esta cifra, lo que se debe a que presta servicios a más clientes y, además, 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 30,1% y 15,3%, 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 2013 una extensión de 3.235 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 97,2% a 2013. Aguas Araucanía es la que presenta la menor cobertura de tratamiento de aguas servidas, llegando en la actualidad al 94,8% del total en relación a 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 9 plantas con tratamiento primario; 7 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 (ex - Inversiones AYS Tres)** es *Marubeni Corporation e Innovation Network Corporation of Japan (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.

La estructura societaria de la firma se presenta a continuación:

Aguas Nuevas (ex – Inversiones AyS Tres)		
Accionista	Acciones	Participación
Inversiones AyS Uno Ltda.	169.690.824	100,00%
Alberto Eguiguren Correa	1	0,00%
Total	169.690.825	100,00%

El 3 de diciembre de 2010, *Marubeni Corporation e Innovation Network Corporation of Japan (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, contándose entre los sectores que invierte el 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. Por su parte, INCJ es una corporación japonesa público-privada creada en 2009, con un capital inicial cercano a los US\$ 10.000 millones, destinado a financiar y apoyar el desarrollo tecnológico de diversos negocios.

Durante 2012 se llevó a cabo una reestructuración del conglomerado a nivel de las compañías operativas, a las cuales se les traspasó niveles de capital y deudas acordes con su estructura productiva, a objeto de permitir que, de acuerdo a la compañía, la empresa "real" refleje en su contabilidad su verdadero valor o "valor justo" patrimonial, lo que evitaría registrar niveles de rentabilidad que no se condicen con este valor justo.

A continuación se presenta el Directorio de **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AYS Tres)**:

Nombre	Cargo
Toshimitsu Oda	Presidente
Tetsuro Toyoda	Vicepresidente
Vicente Domínguez Vial	Director
Alberto Eguiguren Correa	Director
Kensuke Tatsukawa	Director
Kasuki Kawabe	Director
Masato Hiraoka	Director Suplente
Shunsuke Yamamuro	Director Suplente
Kazuhiro Uchino	Director Suplente
Takeshi Sekine	Director Suplente
Shinichi Takano	Director Suplente
Atsushi Kazama	Director Suplente

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, en tanto, funcionan como unidades netamente operativas y de servicio a clientes. A continuación se presentan los principales ejecutivos de la empresa:

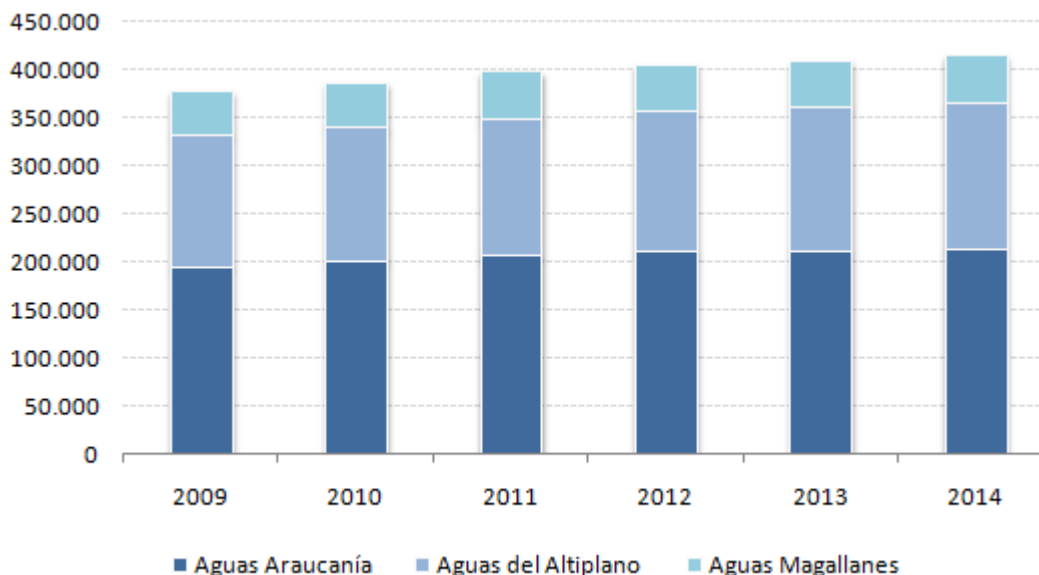
Nombre	Cargo
Salvador Villarino Krumm	Gerente General
Rodrigo Tuset Ortiz	Gerente de Administración y Finanzas
Alberto Kresse Zamorano	Gerente de Corporativo Planificación
Carlos Barboza Zepeda	Gerente Corporativo Gestión Procesos
Marcelo Cisternas Pereira	Gerente de Corporativo Personas
Julio Reyes Lazo	Fiscal
Sergio Fuentes Farías	Gerente Regional Aguas del Altiplano
José Torga Leyton	Gerente Regional Aguas Araucanía
Jorge Sharp Galetovic	Gerente Regional Aguas Magallanes

Cientes

El número total de clientes de agua potable de **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AYS Tres)** a diciembre de 2014 fue de 415.000, principalmente residenciales (94%), cubriendo una población de aproximada de 1,4 millones de personas. Así, la compañía sitúa como el tercer operador sanitario el país, con una participación de mercado de 9,3%, expresado en número de clientes, el 51,7% de los cuales es atendido por Aguas Araucanía, mientras que Aguas del Altiplano provee de servicio al 36,2% y, finalmente, Aguas Magallanes atiende a un 12,0%, como se aprecia en la

Ilustración 3:

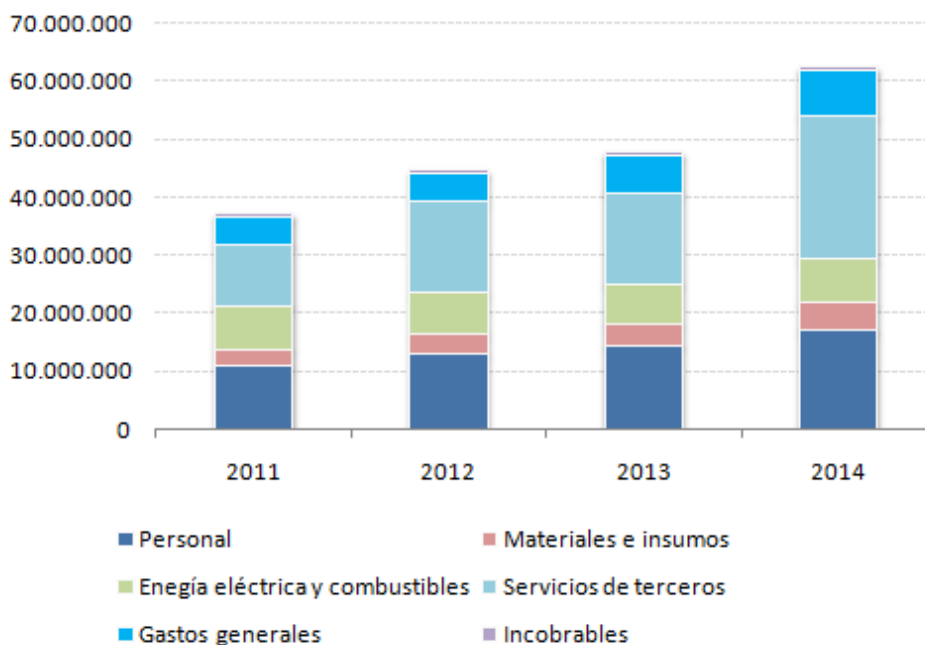
Ilustración 3
Número de clientes por filial
(2009-2014)



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 totales
(M\$, 2011-2014)



Se aprecia que entre 2013 y 2014 los gastos operacionales, descontando depreciaciones y amortizaciones, crecieron un 30,5%, totalizando la suma de \$62.574 millones. Lo anterior se debe, principalmente, por el mayor gasto por servicios de tercero, los que crecieron un 57,0%, respecto de 2013.

Por otra parte, a juicio de **Humphreys**, uno de los principales riesgos que ha enfrentado **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AYS Tres)**, 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 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 20,4% de los costos operacionales de 2014, los que en 2013 representaban cerca del 19,0%.

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

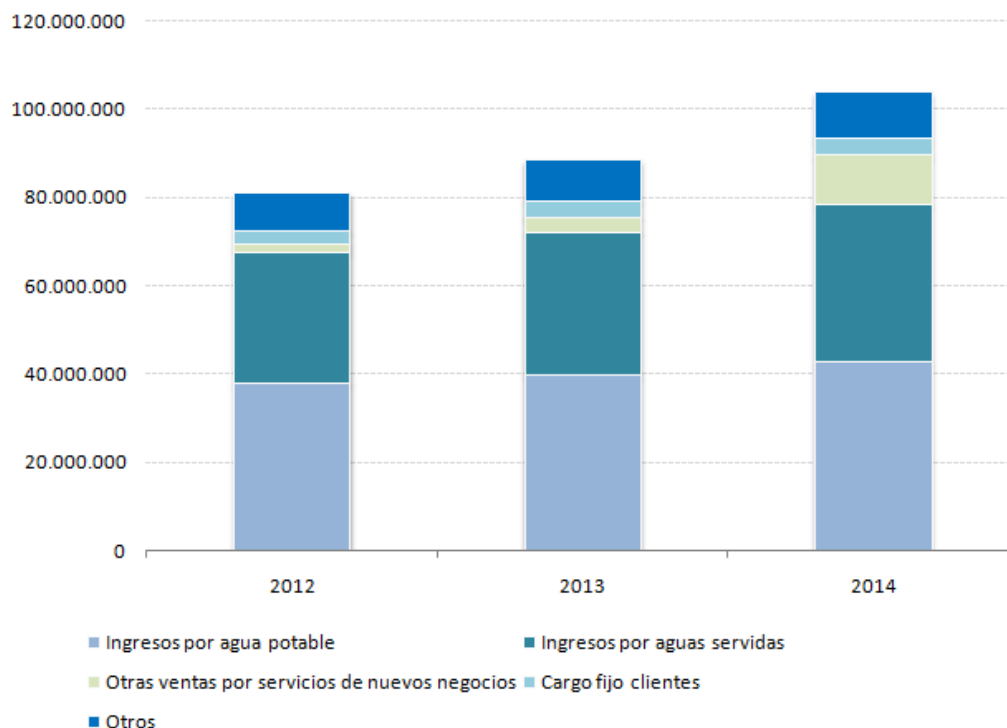
El mercado en el que se desenvuelve **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AYS Tres)**, a través de sus filiales, es monopolístico. Esta característica hace que el Estado utilice la regulación como medio para lograr un equilibrio en la relación entre el prestador de servicios y sus clientes, sobre los aspectos 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.
- Aguas Araucanía: Tarifas 2011-2015 en curso, que estableció un alza debido a que la inversión en tratamiento de aguas estaba previamente sub-valorada.
- Aguas Magallanes: Tarifas 2012-2017 en curso.

Los ingresos de explotación de **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AYS Tres)**, alcanzaron \$103.942 millones durante 2014, los cuales provienen principalmente por ingresos por venta de agua potable (41,0%), un poco más de un tercio (34,5%) se origina en el tratamiento de aguas servidas, un 10,7% 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
 (M\$, 2012-2014)



Inversiones

Existe la obligación de acordar un plan de inversiones con la Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS). Específicamente, el plan de inversiones 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, pudiendo solicitarse modificaciones cuando se verifican ciertos hechos relevantes.

De acuerdo al plan de desarrollo convenido con la SISS, **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AYS Tres)**, a través de sus filiales, invertirá entre 2015 y 2024 un total de 1,47 millones de Unidades de Fomento (cerca de \$36.294 millones), de ellas el 56,4% se debe realizar entre 2015 y 2019. Además, el 47,6% de este monto total se deberá invertir en Aguas del Altiplano.

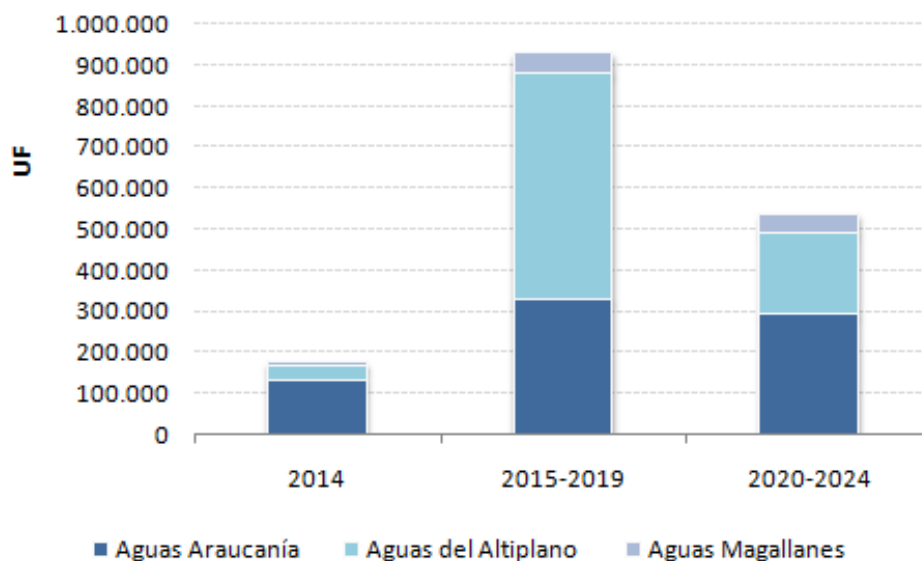
Para 2014, Aguas del Altiplano tenía previsto invertir alrededor de US\$ 26 millones en proyectos destinados a incrementar la capacidad operativa. Pero el destino de estas inversiones se vio afectado por los dos terremotos que sucedieron a la zona norte. Así, la compañía mantuvo el nivel de reemplazo de los colectores, cámaras y uniones domiciliarias y adquirió un equipo para limpiar las redes. Además, reemplazó las conducciones de agua potable, medidores, arranques y grifos por \$1.430 millones. A su vez, realizó inversiones por \$690 millones para alcanzar los nuevos estándares de calidad relacionados con el nivel de arsénico.

En Aguas Araucanía, durante 2014, la inversión alcanzó los US\$ 21 millones destinados, principalmente, a mejorar la calidad del servicio y la capacidad de las instalaciones sanitarias de las 35 localidades que abastece. La compañía mantuvo el nivel de inversión relacionado con el reemplazo de conducciones y matrices de agua potable, arranques, medidores y grifos.

En tanto, para Aguas Magallanes, la inversión ascendió a los US\$ 6 millones destinados a mejorar la calidad del servicio y la capacidad de las instalaciones sanitarias.

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 (Superintendencia de Servicios Sanitarios) exhibido en el siguiente gráfico.

Ilustración 6
Inversiones proyectadas con SISS
(UF)

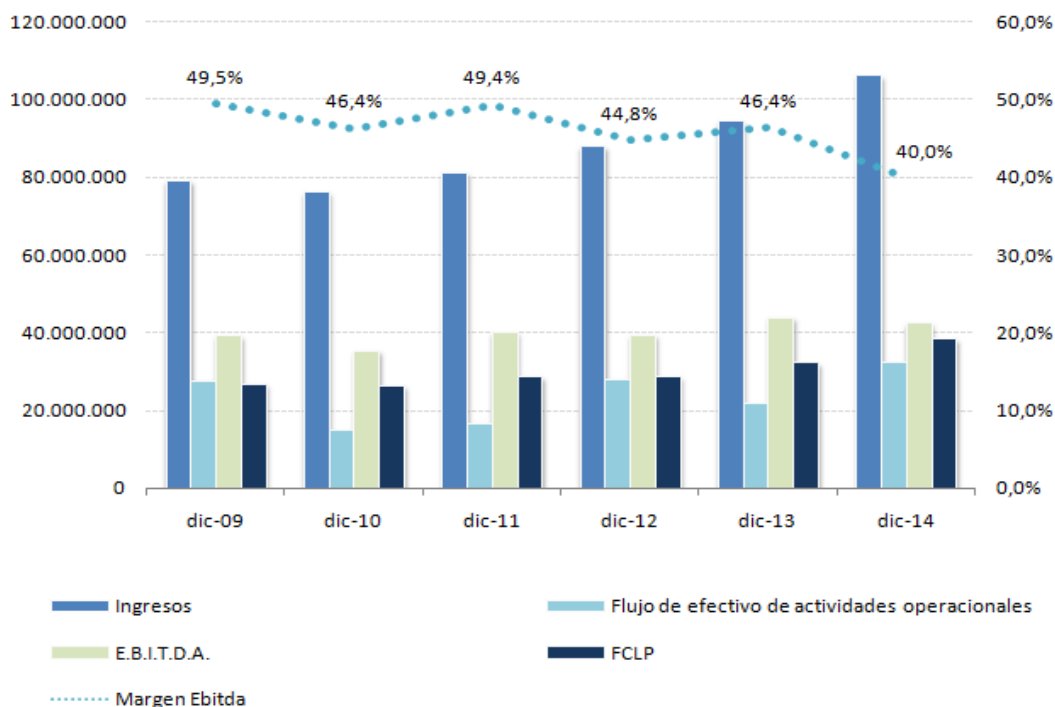


Indicadores financieros de Aguas Nuevas

Evolución ingresos

Por las características del negocio en que se desenvuelve la compañía, la evolución de sus ingresos 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. El aumento en la escala de sus ingresos ha venido por la incorporación de nuevos servicios (como el tratamiento de aguas servidas, 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 2014 han sido de aproximadamente \$87.635 millones, con un crecimiento promedio anual compuesto de 6,18% en el período.

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



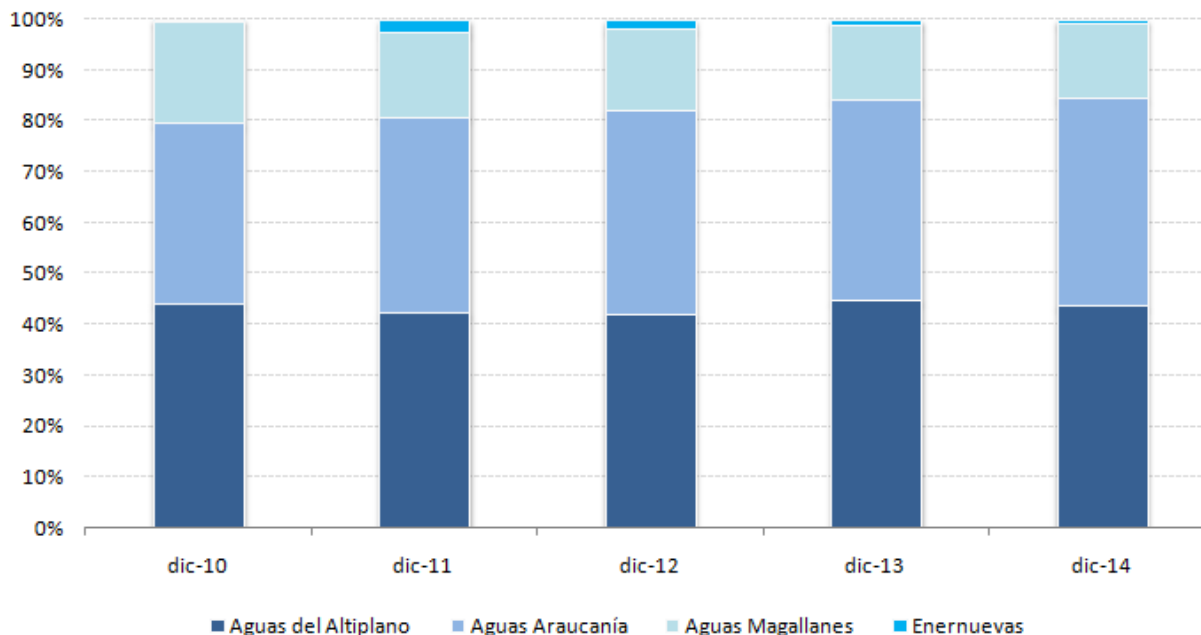
Durante 2014, los ingresos alcanzaron \$ 103.942 millones (US\$ 171,6 millones), un 17,3% superior a lo registrado, en pesos, durante 2013. La filial Aguas del Altiplano aportó el 48,1% de ellos, Aguas Araucanía el 38,5%, Aguas Magallanes el 11,8% y Enernuevas el 0,8%.

Por otra parte, el EBITDA de la compañía fue de \$41.505 millones (US\$ 68,5 millones), un 1,0% superior al del cierre de 2013. Cerca del 46,2% fue aportado por Aguas del Altiplano, el 43,3% por Aguas Araucanía, el 15,5% por Aguas Magallanes y el 0,9% por Enernuevas⁴. Entre 2009 y 2014, este ítem ha promediado los \$36.470 millones.

El margen EBITDA, ha fluctuado entre 40,0% y 49,5% en el periodo analizado, lo que da cuenta de la estabilidad de los flujos de la empresa.

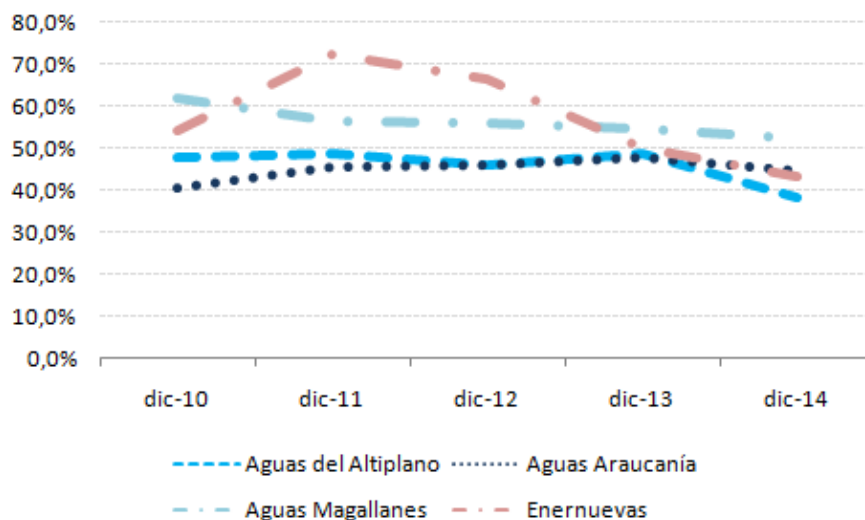
⁴ Estas participaciones por filial en el EBITDA de la compañía suman más de 100%, puesto que no se ha descontado de cada filial las anulaciones por aquellas transacciones generadas por entre compañías.

Ilustración 8
Contribución al EBITDA por filial
 (Como porcentaje del EBITDA)



En la Ilustración 9 se muestra la evolución del margen EBITDA por filial. A diciembre de 2014, el margen sobre EBITDA de Aguas del Altiplano fue de 38,3%, el de Aguas Araucanía de 44,9%, el de Aguas Magallanes de 52,4% y el de Enernuevas de 43,3%.

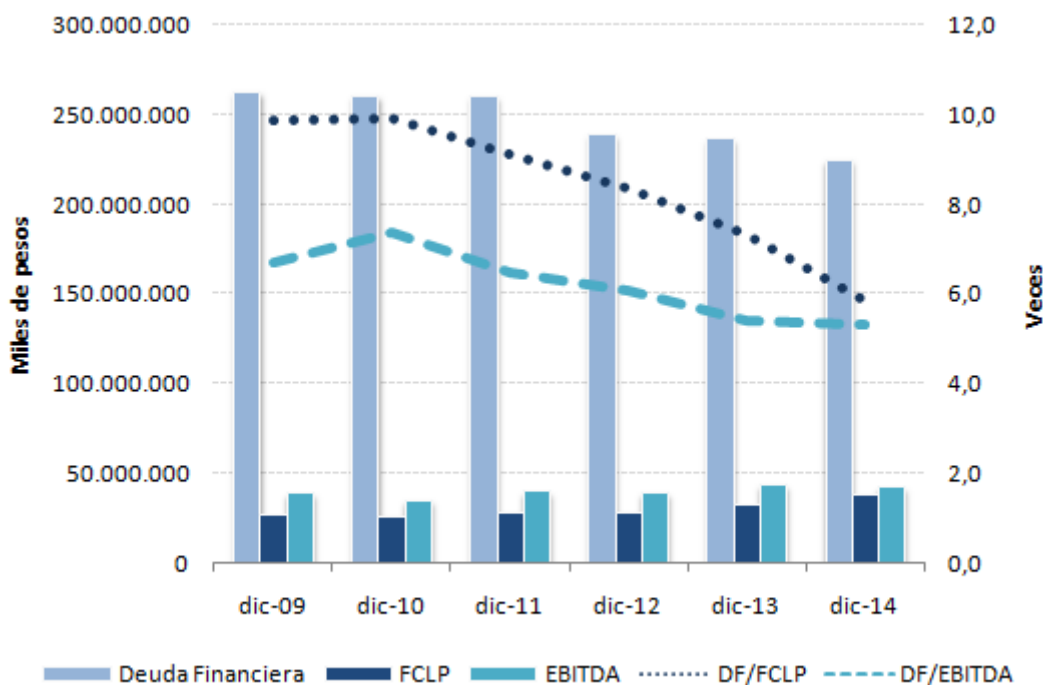
Ilustración 9
Evolución del margen EBITDA por filial
 (%)



Endeudamiento

A diciembre de 2014, **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AYS Tres)** presentaba una deuda financiera de \$225.050 millones (US\$ 371,5 millones), un 4,3% de los cuales corresponde a deudas bancarias, un 86,9% a obligaciones con el público (bonos) y 8,8% a otros (incluye aportes financieros reembolsables). La consecutiva disminución de la deuda financiera entre 2009 y 2014, en conjunto con el sostenido incremento del EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵, 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 5,3 veces en 2014. Mientras que el ratio de deuda financiera a FCLP ha pasado desde las 9,8 veces en 2009 a 5,9 veces en 2014.

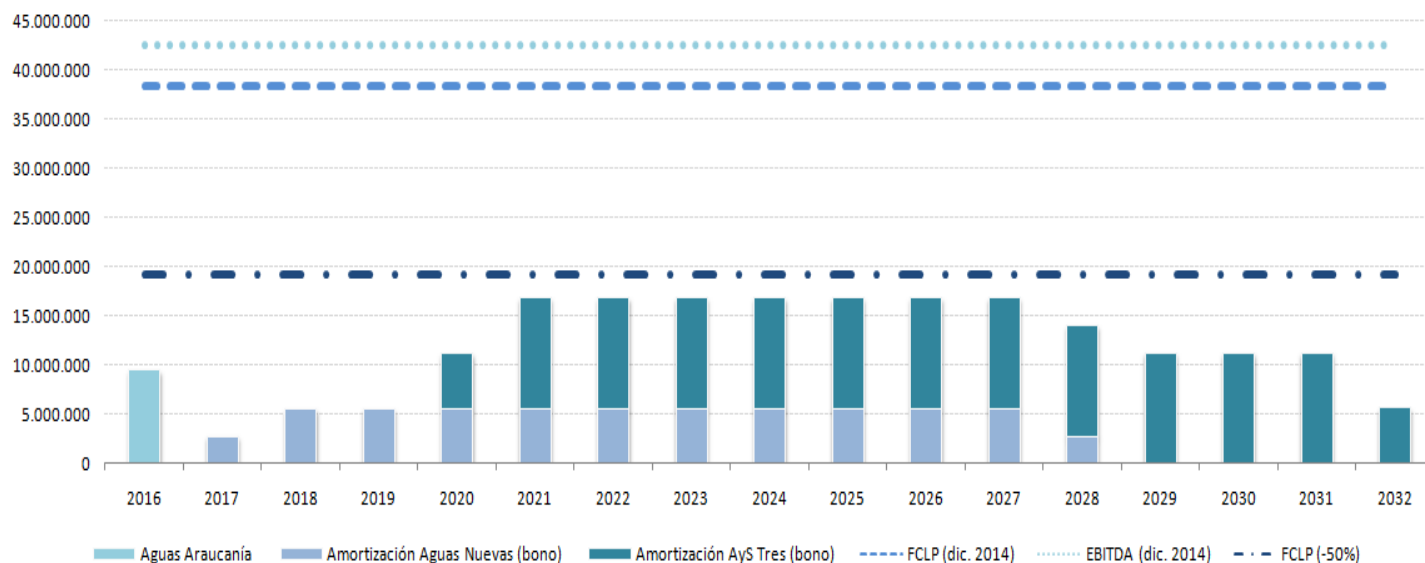
Ilustración 10
Evolución de la deuda financiera, FCLP y EBITDA
(Miles de pesos/Veces)



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, incluso en escenarios de extremas caídas del FCLP, tal como se muestra en la Ilustración 11.

⁵ 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.

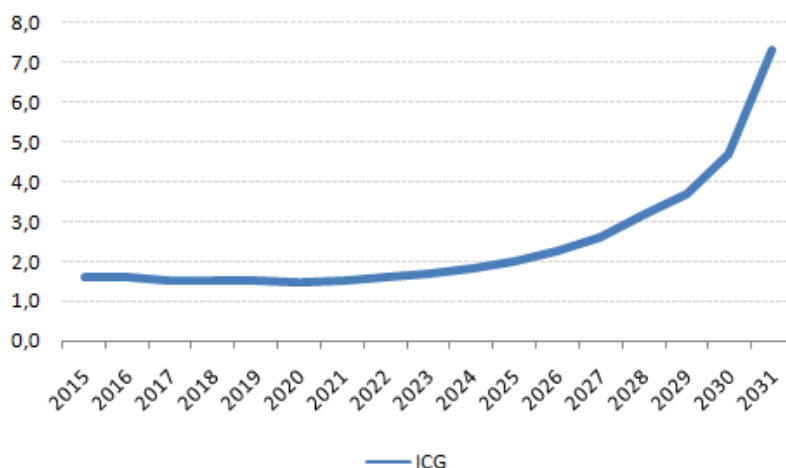
Ilustración 11
Evolución del perfil de vencimientos
(Miles de pesos)



Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado, para **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AyS Tres)**, como el cociente entre el valor presente del FCLP para el periodo de vigencia de la concesión (en este caso corresponde hasta el año 2034), incluyendo el pago que deberá pagar Econssa a la sociedad⁶ al término de la concesión, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera de **Aguas Nuevas (ex - Inversiones AyS Tres)**. De esta forma, el indicador muestra una relación mayor a 1,5 veces durante todo el periodo de vigencia de la deuda.

Ilustración 12
Evolución del índice de cobertura global de la deuda
(Veces)



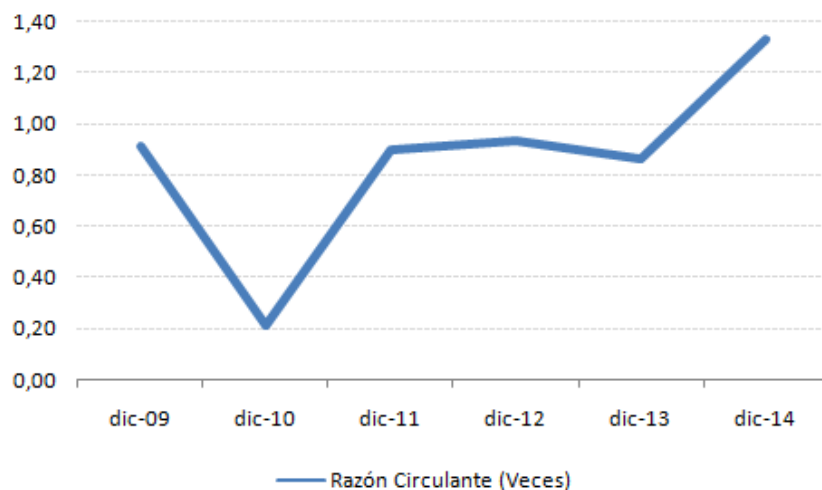
⁶ Este pago que debe realizar Econssa a la sociedad, corresponde a la inversión en infraestructura no remunerada por tarifa, al término de la concesión.

Liquidez

La razón circulante⁷ de la compañía tuvo un importante incremento, pasando de las 0,9 veces en 2013 a 1,3 veces en 2014. Lo anterior es producto de la disminución de otros pasivos financieros corrientes de la compañía.

Luego de los valores cercanos a uno que experimentó la razón circulante en 2009, durante 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
(Veces)



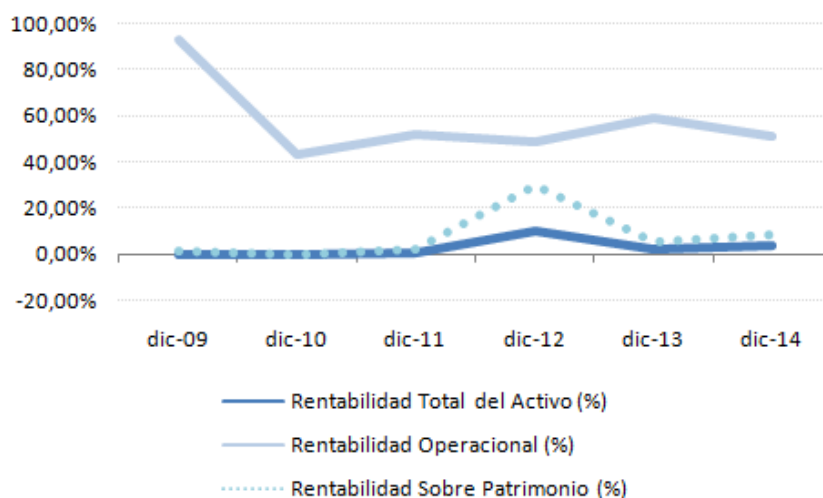
Rentabilidad⁸

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. En este contexto, en 2014 la rentabilidad total del activo se situó en 3,5%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio ha oscilado en torno al 8,6%. Por otra parte, los altos niveles registrados por estos indicadores durante 2012 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 57,6% entre 2009 y 2014, mientras que este último año finalizó en 51,1%.

⁷ Razón Circulante = Activo Circulante/Pasivo Circulante.

⁸ 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.

Ilustración 14
Evolución de la rentabilidad del activo, patrimonio y operacional (%)



Bonos

Los siguientes son los instrumentos inscritos y emitidos por **Aguas Nuevas** en la SVS:

Línea de bonos

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

Primera emisión (Serie A)

Fecha de colocación:	26.06.07
Monto colocado:	UF 2.500.000
Plazo:	21 años
Tasa de emisión:	4% anual, pagos semestrales.

Línea de bonos

Monto línea:	UF 1.500.000
Fecha:	26.06.07
Plazo de la línea:	21 años
Número de la línea:	503

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:

	Covenant	Límite	31-12-2014
Bono Aguas Nuevas	Obligaciones financieras consolidadas netas/patrimonio	Menor a 1,5 veces	0,81
	Obligaciones financieras individuales netas/patrimonio	Menor a 1,5 veces	0,78
	EBITDA/Gastos financieros netos	Mayor a 2,5 veces	4,89

	Covenant	Límite	31-12-2014
Bono AyS Tres	Obligaciones financieras consolidadas netas/EBITDA	Menor a 6,0 veces	4,85
	EBITDA/Gastos financieros netos	Mayor a 2,0 veces	5,73

"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".