



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Elisa Villalobos H.
Tel. 56 – 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Aguas Nuevas S.A.

Abril 2016

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	31 diciembre 2015

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 21 años Serie A (BANUE-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 (BAYS3-A)	Nº 652 de 21.01.11 Primera Emisión

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ corrientes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de Explotación	65.988.314	72.626.670	81.026.755	88.582.905	103.942.041	107.614.637
Otros ingresos	326.047	394.203	11.638	459.707	136.947	140.243
Gastos operacionales totales	-51.679.143	-51.376.525	-60.206.544	-64.327.245	-79.271.355	-79.792.651
Resultado Operacional	14.635.218	21.644.348	20.831.849	24.715.367	24.807.633	27.962.229
Gastos Financieros	-14.687.547	-12.650.330	-10.493.962	-10.869.960	-10.854.631	-10.870.862
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	-185.648	3.052.242	44.153.984	9.529.685	18.610.923	15.592.679
EBITDA	30.863.726	35.842.516	36.060.693	41.103.964	41.504.517	46.430.260

Balance general consolidado IFRS						
M\$ corrientes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos corrientes	27.565.632	39.024.947	29.547.288	34.361.351	41.080.110	36.214.436
Activos no corrientes	384.737.408	403.436.347	408.433.514	448.827.917	499.845.125	499.845.125
Total Activos	412.303.040	442.461.294	437.980.802	483.189.268	572.328.162	536.059.561
Pasivos corrientes	130.768.513	43.367.133	31.625.827	39.831.323	30.914.245	32.130.929
Pasivos no corrientes	163.243.367	265.573.845	242.055.859	259.315.597	295.462.670	296.952.487
Total Pasivos	294.011.880	308.940.978	273.681.686	299.146.920	326.376.915	329.083.416
Patrimonio	118.291.160	133.521.316	164.299.116	184.042.348	245.951.247	206.976.145
Total Pasivos y Patrimonio	412.303.040	442.462.294	437.980.802	483.189.268	572.328.162	536.059.561
Deuda Financiera	227.475.773	221.506.346	221.506.346	224.320.404	225.050.121	236.742.935

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 2015, las tres primeras empresas atienden a más de 424.000 clientes lo que representa una cuota de mercado de 9,3%, los que representan una población aproximada de 1,3 millones de 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. Durante 2015, se aumentó el capital de la sociedad de \$184.585 millones a \$201.585 millones. El aumento de capital fue suscrito en su totalidad por Inversiones Cono Sur Limitada, siendo este el nuevo accionista controlador en reemplazo de Inversiones AyS Uno Limitada. Finalmente, Inversiones Cono Sur Limitada, tras los diversos procesos de fusión realizados, es el controlador directo de **Aguas Nuevas**, con el 100% de la propiedad de esta última.

Al 31 de diciembre de 2015 **Aguas Nuevas** generó ingresos por aproximadamente US\$ 151,7 millones¹, con un EBITDA igual a US\$ 65,4 millones. A la misma fecha sus obligaciones financieras ascendían a US\$ 333,4 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

¹Tipo de cambio utilizado \$710,16/US\$ al 31/12/2015.

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)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 2,1% del patrimonio de *Marubeni Corporation*.

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 (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.

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.

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.

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 al 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 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.

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 2015

En 2015 la compañía obtuvo ingresos por \$107.615 millones lo que representa un incremento de 3,5% respecto de 2014. Por un lado, los ingresos regulados crecieron en un 28,3% llegando a \$87.677 millones; por su parte, los no regulados disminuyeron un 3,7% alcanzando los \$19.586 millones. A su vez, los gastos operacionales de Aguas Nuevas crecieron un 0,7%, sumando \$79.793 millones. De este modo, el resultado operacional se incrementó en un 12,7%(\$27.962 millones) y el EBITDA de la compañía totalizó \$46.430 millones, un 11,9% superior al de 2014.

Con lo anterior el margen EBITDA se incrementó desde el 39,9% en 2014 a 43,1% en 2015.

Finalmente, las utilidades de la empresa disminuyeron un 16,2%, a \$15.592 millones. Fundamentalmente, este retroceso se debe a que en 2014 la reestructuración que llevó a cabo el grupo generó un efecto de mayores impuestos diferidos.

Los activos de la compañía disminuyeron un 6,3%, a \$536.059 millones. Este retroceso responde, principalmente, a la disminución de las cuentas por cobrar no corrientes con entidades relacionadas (en este caso con AyS Uno Limitada).

Por otra parte, los pasivos de la compañía se incrementaron en un 0,8% y el patrimonio disminuyó en un 15,9%, a \$206.976 millones. Lo anterior se explica por el pago de dividendos por \$81.287 millones, que no alcanzó a ser compensado por el aumento de capital realizado en septiembre de 2015 por \$17.000 millones. La deuda de la financiera cerró el periodo en \$236.743 millones lo que implicó un aumento de 5,2% respecto de 2014.

Eventos recientes

El 30 de septiembre de 2015, se acordó aumentar el capital de la sociedad de \$184.585 millones a \$201.585 millones. El aumento de capital fue suscrito en su totalidad por Inversiones Cono Sur Limitada, siendo este el nuevo accionista controlador en reemplazo de Inversiones AyS Uno Limitada. Inversiones Cono Sur Limitada, tras los diversos procesos de fusión realizados, quedó con el 100% de la propiedad 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 1,8 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 1,7 veces la demanda máxima que enfrenta la compañía. En Aguas Magallanes los derechos de agua representan más de nueve veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad máxima de producción es de 3,2 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 9,3% (la empresa atiende en torno a 424.000 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 diciembre de 2015, el 7,5% corresponde a deudores cuya mora supera los 90 días.

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**, 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 2015)³ de las filiales de **Aguas Nuevas** se mantienen constantes a futuro, por todo el periodo que le resta a la concesión, éstas superan en un 18,1% 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.

Controladores solventes: *Marubeni* está actualmente clasificado en categoría Baa2 en escala global mientras que el patrimonio de Aguas Nuevas representa el 2,1% 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

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

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: 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 44,5% del total de derechos de agua que goza la empresa y genera el 40,0% 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

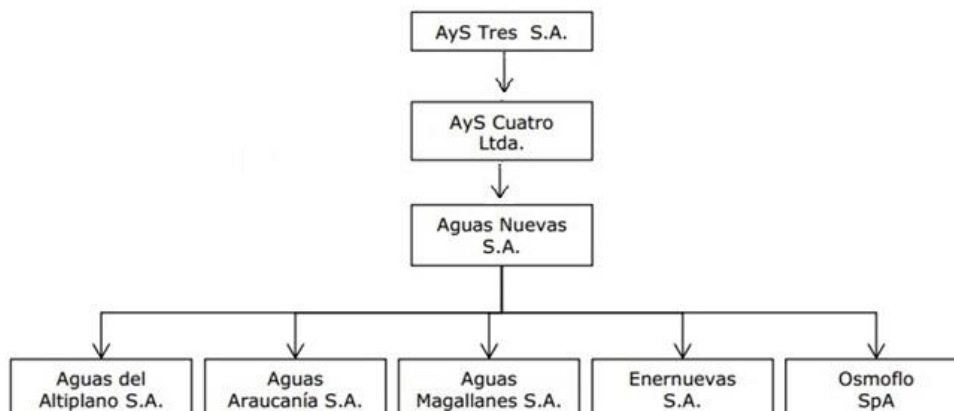
Descripción del negocio

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 *Innovation Network Corporation of Japan (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.

Ilustración 1
Estructura pre y post fusión

Estructura pre fusión:



Estructura post fusión:

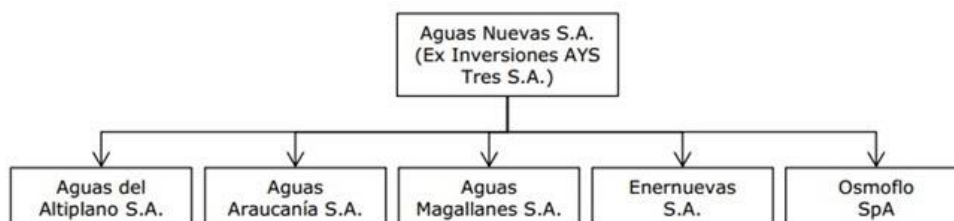
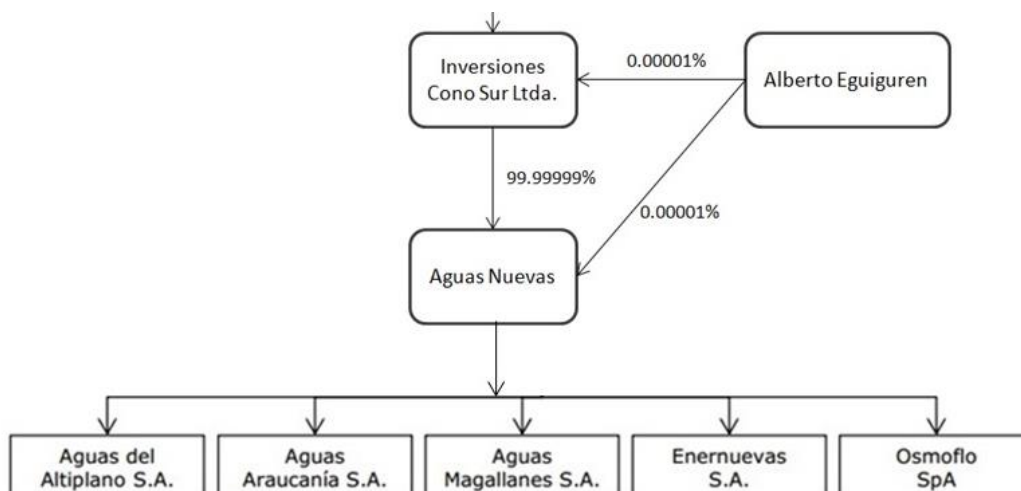


Ilustración 2
Estructura societaria de Aguas Nuevas



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

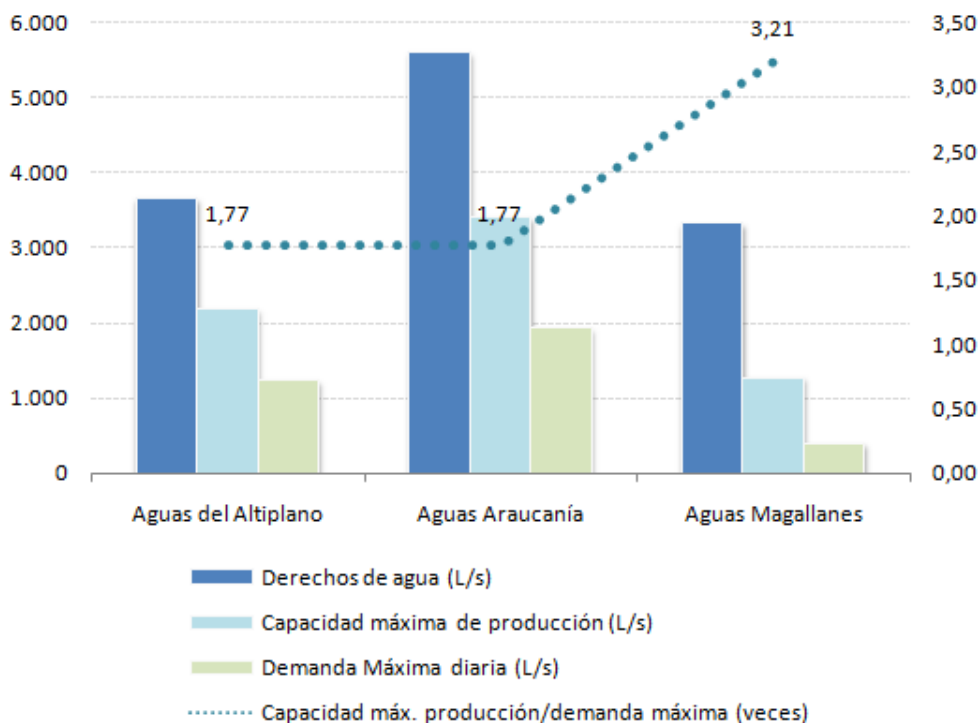
Las tres sanitarias que pertenecen a **Aguas Nuevas** se abastecen con fuentes superficiales y subterráneas, existiendo diferencias entre ellas. Aguas del Altiplano, dada la ausencia de fuentes superficiales relevantes de agua en la zona, se abastece en cerca de un 90,0% de fuentes subterráneas. Actualmente cuenta con 104 pozos y drenes en operación. Aguas Araucanía se abastece con una combinación de producción fuentes subterráneas (76,1%) y superficiales (23,9%). Cuenta con 91 pozos y drenes, y es la sanitaria que más derechos de agua posee del grupo, con el 44,5% 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 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 3 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 3
Derechos de agua, capacidad y demanda máxima por empresa
(Litros/segundo)



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 3.861 kilómetros. Aguas Araucanía representa el 54,2% 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 30,6% y 15,5%, 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 2015 una extensión de 3.274 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 97,5% a 2015. 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 11 lagunas aireadas o de estabilización. Aguas Magallanes cuenta con tres plantas de tratamiento de aguas servidas y dos emisarios submarinos, logrando un 98,7% 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.

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 se presenta a continuación:

Aguas Nuevas (ex – Inversiones AyS Tres)		
Accionista	Acciones	Participación
Inversiones Cono Sur Ltda.	185.356.717	100,00%
Alberto Eguiguren Correa	1	0,00%
Total	185.356.718	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. La compañía tiene un patrimonio cercano a US\$ 13.880 millones, lo que implica que el patrimonio de Aguas Nuevas es equivalente al 2,1% 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\$ 10.000 millones, destinado a financiar y apoyar el desarrollo tecnológico de diversos negocios.

A continuación se presenta el Directorio de **Aguas Nuevas**:

Nombre	Cargo
Toshimitsu Oda	Presidente
Tetsuro Toyoda	Vicepresidente
Vicente Domínguez Vial	Director
Alberto Eguiguren Correa	Director
Kensuke Tatsukawa	Director
Masato Hiraoka	Director Suplente
Shunsuke Yamamuro	Director Suplente
Takeshi Sekine	Director Suplente
Yoshihiko Kobayashi	Director Suplente
Akira Terao	Director Suplente

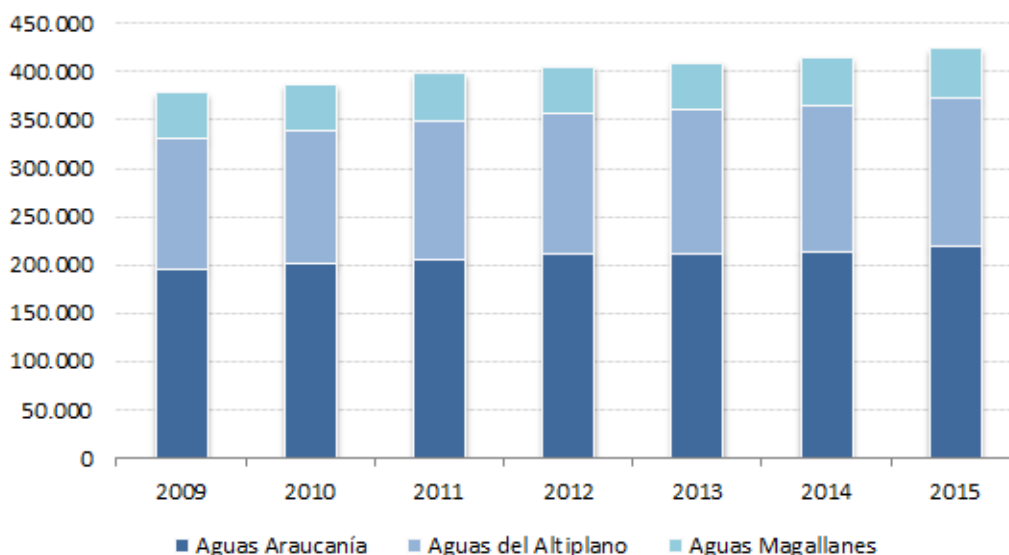
La administración de las sanitarias, en tanto, está conformada por profesionales de experiencia en la industria encargada de los servicios compartidos a las filiales (finanzas, administración, contabilidad, recursos humanos, tarificación, inversiones, entre otros). Las filiales, en tanto, funcionan como 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 Corporativo 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	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** a diciembre de 2015 fue de 424.174, principalmente residenciales (94%), cubriendo una población de aproximada de 1,3 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 51,6% de los cuales es atendido por Aguas Araucanía, mientras que Aguas del Altiplano provee de servicio al 36,4% y, finalmente, Aguas Magallanes atiende a un 12,0%, como se aprecia en la Ilustración 4.

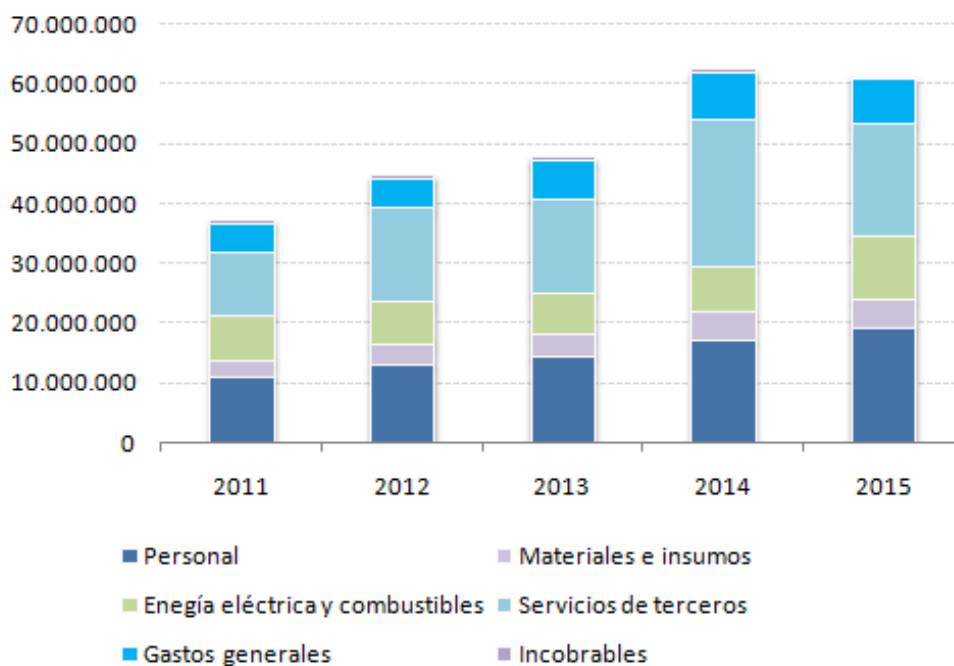
Ilustración 4
Número de clientes por filial
(2009-2014)



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 5
Gastos operacionales totales
(M\$, 2011-2015)



Entre 2011 y 2015, los gastos operacionales, descontando depreciaciones y amortizaciones, han crecido a una tasa anual compuesta igual a un 13,3%. El ítem que ha experimentado un mayor crecimiento en este periodo ha sido el ítem de servicios a terceros, que ha crecido un 16,0% compuesto anual. Este ítem pasó de representar un 28,4% de los gastos operacionales, en 2011, a representa un 31,2% de los gastos operacionales en 2015.

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 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 17,3% de los costos operacionales de 2015, los que en 2014 representaban cerca del 12,1%.

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

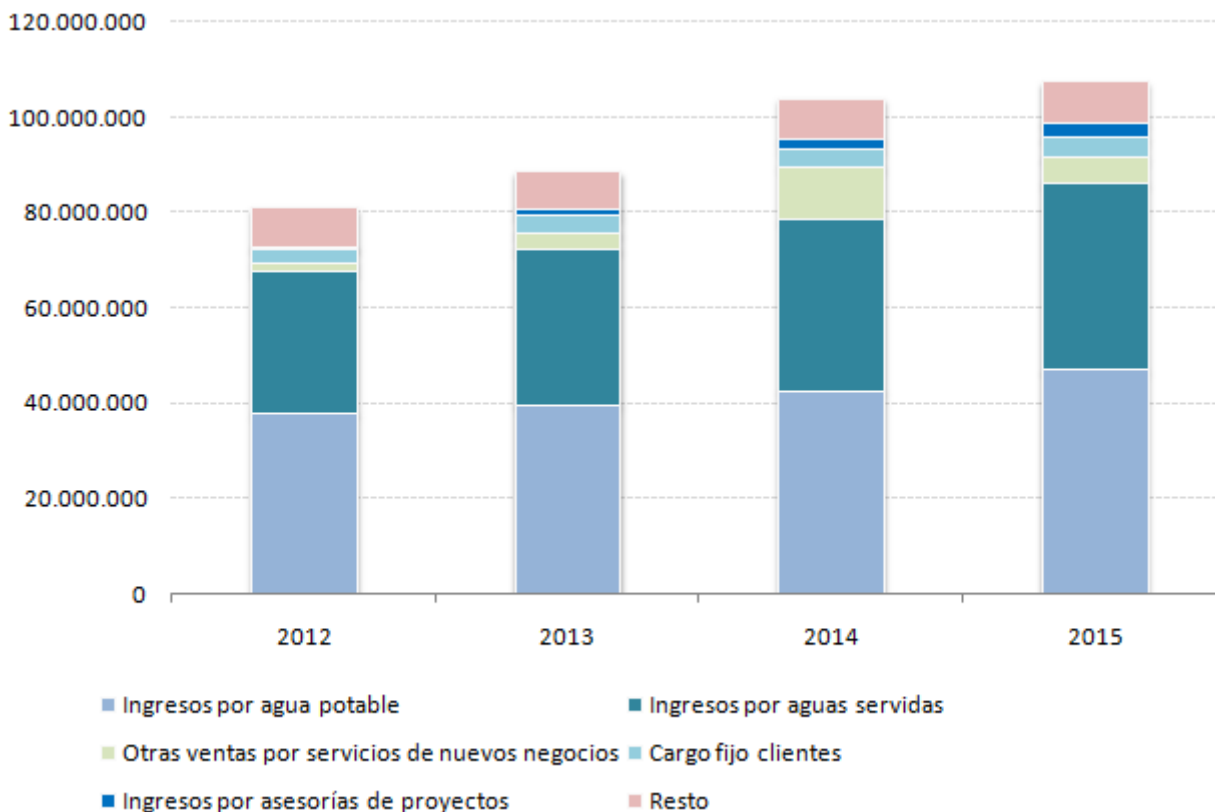
El mercado en el que se desenvuelve **Aguas Nuevas**, a través de sus filiales, es monopolístico. Esta característica hace que el Estado utilice la regulación como medio para lograr un equilibrio en la relación entre el prestador de servicios y sus clientes, sobre los aspectos que la condicionan: inversiones, 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 \$107.615 millones durante 2015, los cuales provienen principalmente por ingresos por venta de agua potable (43,6%), un poco más de un tercio (36,5%) se origina en el tratamiento de aguas servidas, un 5,0% proviene por otras ventas de servicios por nuevos negocios. La evolución de los ingresos de la empresa en se muestra en la Ilustración 6:

Ilustración 6
Evolución de los ingresos según fuente
(M\$, 2012-2015)



Inversiones

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

De acuerdo al plan de desarrollo convenido con la SISS, **Aguas Nuevas**, a través de sus filiales, invertirá en total, entre 2016 y 2025, un total de 2,9 millones de Unidades de Fomento (cerca de \$73.749 millones), de ellas el 59,5% se debe realizar entre 2016 y 2020, mientras que el 55,6% del monto a realizar en este periodo se deberá invertir en Aguas Araucanía.

Durante 2015, la inversión ejecutada por la compañía superó los \$27.000 millones. En Aguas del Altiplano se inició la construcción de la etapa de pulido de la planta de tratamiento de agua potable de abatimiento de arsénico, lo que permitirá disminuir sus niveles a 0,01 mg/L. Este proyecto contempla dos sub-etapas: la ampliación de la planta de filtración directa y la construcción de un sistema de tratamiento de ultrafiltración. La inversión total de la ampliación de la planta será de \$5.000 millones.

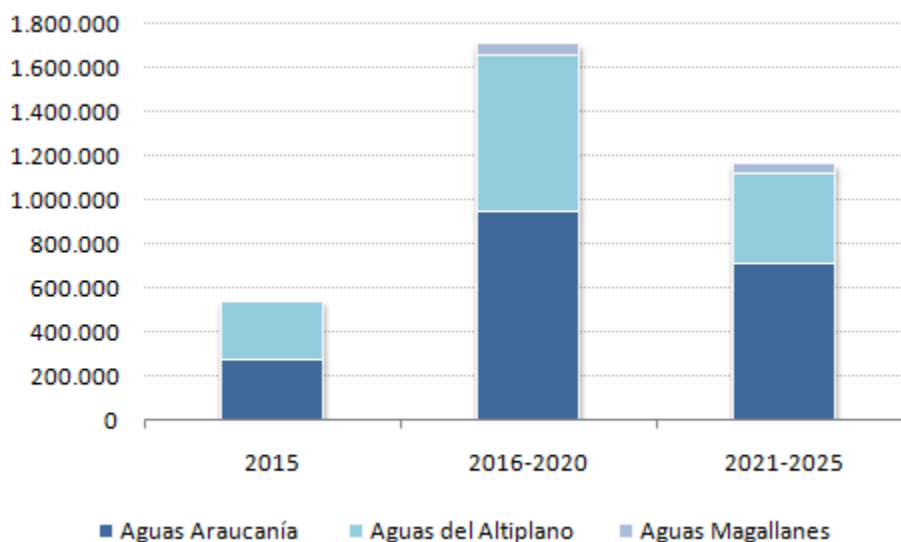
Por su parte, en Aguas Araucanía se realizó el mayor reemplazo de redes, alcanzando una renovación de más de 25.000 metros de tuberías de agua potable y más de 12.500 metros de colectores de aguas servidas, lo anterior corresponde a una inversión total igual a \$5.000 millones, de un total de \$11.500 millones llevados a cabo el año

pasado. Durante 2016, Aguas Araucanía invertirá en la reposición de equipos e infraestructura un valor de \$1.280 millones.

En Aguas Magallanes durante el año 2015 se reemplazaron las redes por más de \$300 millones, de un total de \$380 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 (Superintendencia de Servicios Sanitarios) exhibido en el siguiente gráfico.

Ilustración 7
Inversiones proyectadas con SISS
(UF)

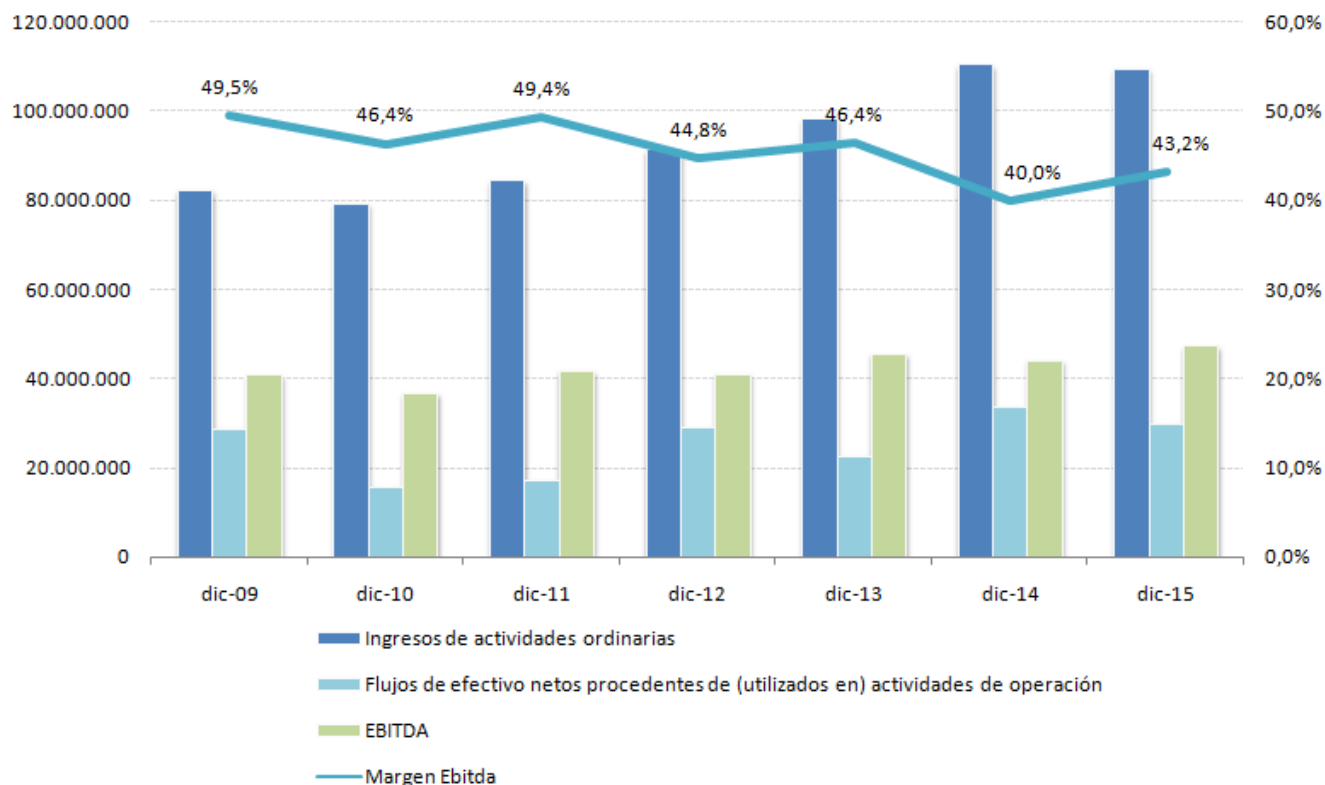


Indicadores financieros

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 2015 han sido de aproximadamente \$83.898 millones, con un crecimiento promedio anual compuesto de 8,1% en el período.

Ilustración 8
Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA
 (Miles de pesos)



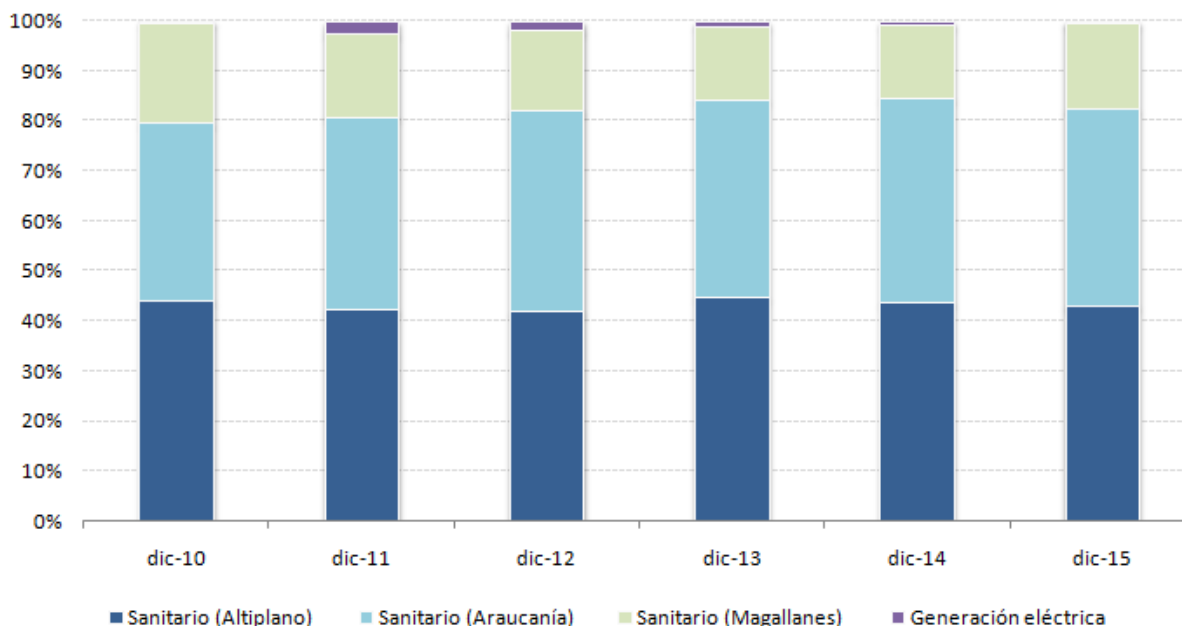
Durante 2015, los ingresos alcanzaron \$107.615 millones (US\$ 151,5 millones), un 3,5% superior a lo registrado, en pesos, durante 2014. La filial Aguas del Altiplano aportó el 43,3% de ellos, Aguas Araucanía el 41,7%, Aguas Magallanes el 14,1% y Enernuevas el 0,7%.

Por otra parte, el EBITDA de la compañía fue de \$46.430 millones (US\$ 65,4 millones), un 11,9% superior al del cierre de 2014. Cerca del 43,8% fue aportado por Aguas del Altiplano, el 40,0% por Aguas Araucanía, el 17,4% por Aguas Magallanes y el 0,7% por Enernuevas⁴. Entre 2009 y 2015, este ítem ha promediado los \$38.574 millones.

El margen EBITDA generado por la empresa ha oscilado entre el 40,0% y 49,5% entre 2009 y 2015, lo que da cuenta de la estabilidad de los flujos de la empresa.

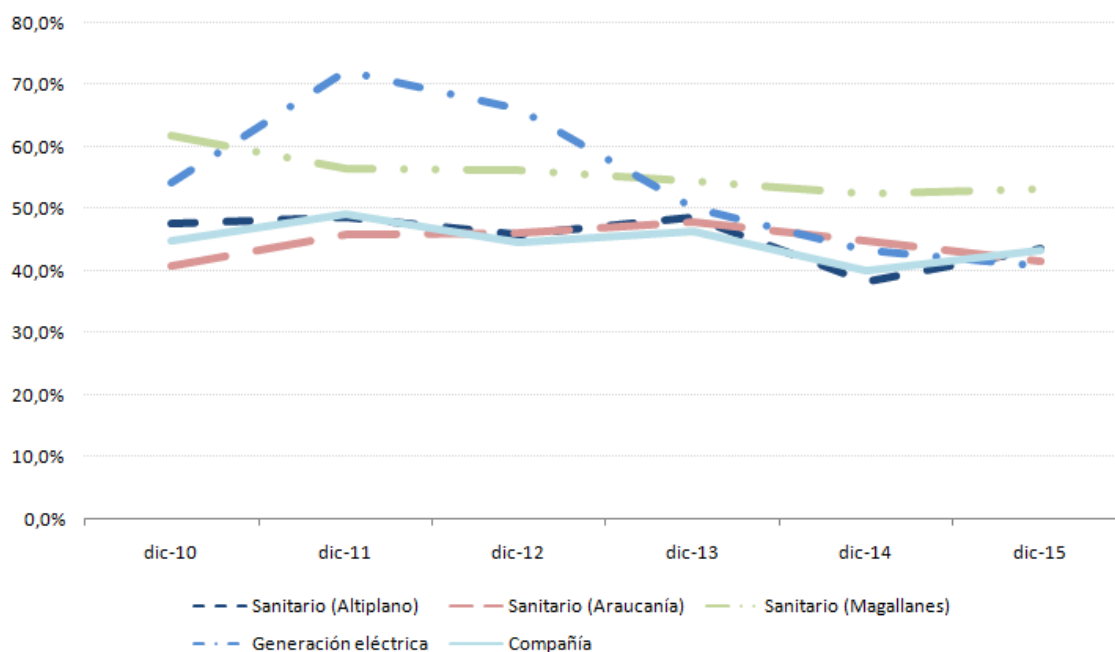
⁴ Estas participaciones por filial en el EBITDA de la compañía suman más de 100%, puesto que no se ha descontado de cada filial las anulaciones por aquellas transacciones generadas por entre compañías.

Ilustración 9
Contribución al EBITDA por filial
 (Como porcentaje del EBITDA consolidado)



En la Ilustración 10 se muestra la evolución del margen EBITDA por filial. A diciembre de 2015, el margen sobre EBITDA de Aguas del Altiplano fue de 43,7%, el de Aguas Araucanía de 41,4%, el de Aguas Magallanes de 53,2% y el de Enernuevas de 40,7%.

Ilustración 10
Evolución del margen EBITDA por filial
 (%)



Endeudamiento

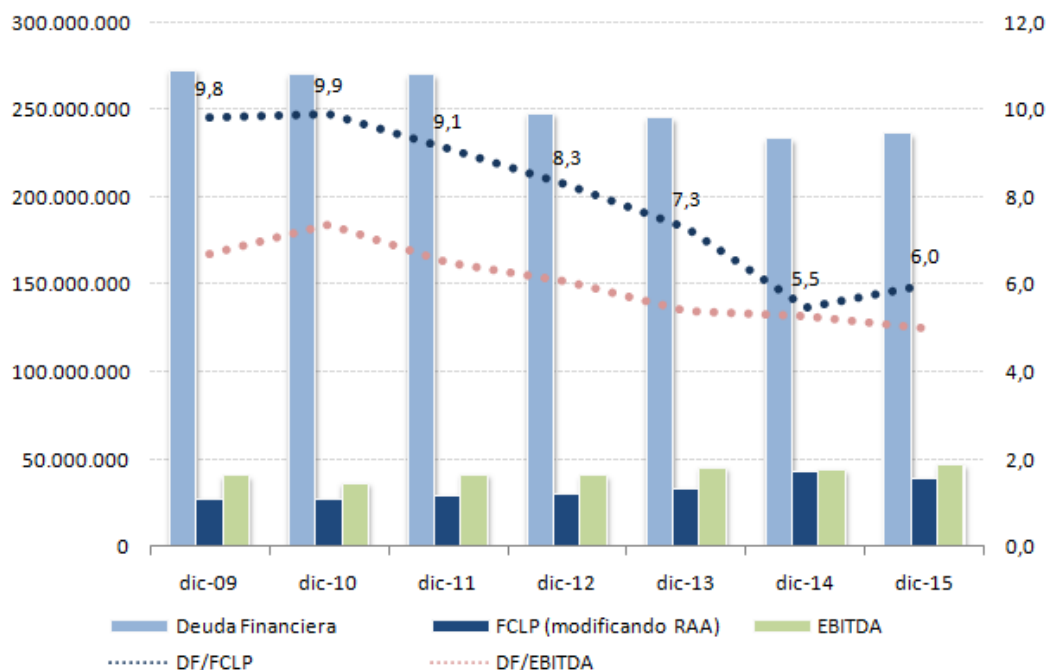
A diciembre de 2015, **Aguas Nuevas** presentaba una deuda financiera de \$236.743 millones (US\$ 333,4 millones), un 4,2% de los cuales corresponde a deudas bancarias, un 85,8% a obligaciones con el público (bonos) y 10,0% a otros (incluye aportes financieros reembolsables). La consecutiva disminución 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 5,0 veces en 2015. Mientras que el ratio de deuda financiera a FCLP ha pasado desde las 9,8 veces en 2009 a 6,0 veces en 2016.

Cabe señalar que durante 2012, como efecto de la reforma tributaria por reestructuración, 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. De esta manera, se ha ajustado este efecto en el FCLP para reflejar los ratios de endeudamiento relativo de largo plazo de la compañía.

Es necesario aclarar que, durante 2014, la base de activos de la compañía presentaba niveles superiores a los que exhibe a diciembre de 2015. 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.

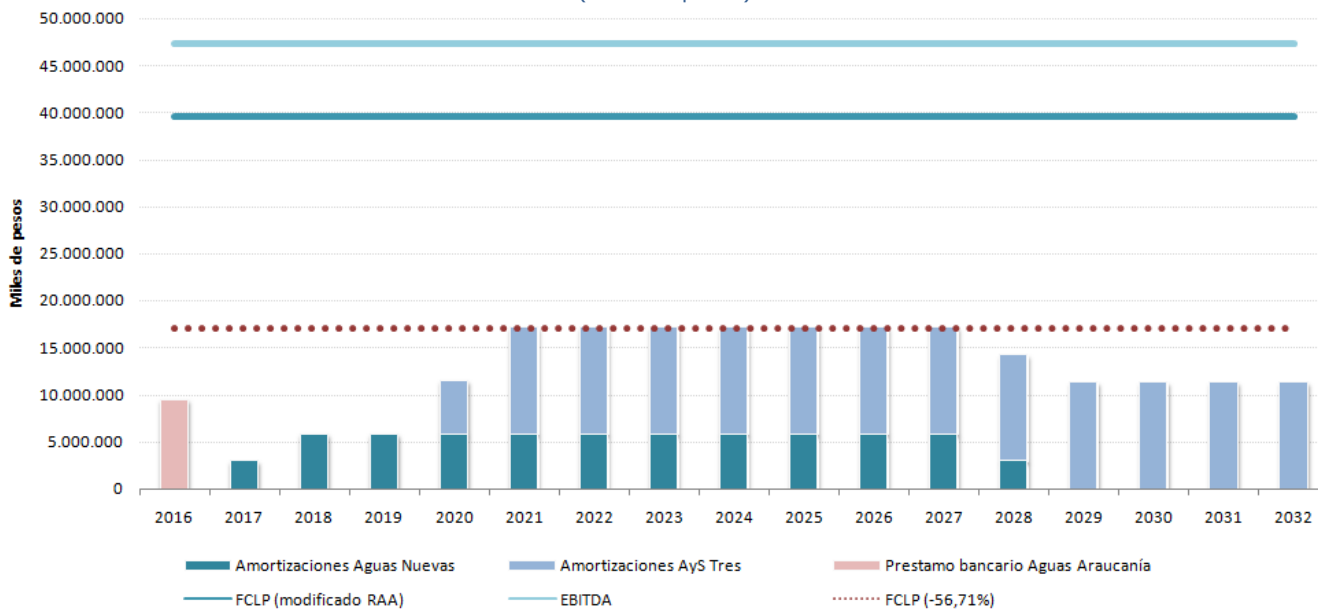
⁵ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 11
Evolución 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. El FCLP, ajustado por las rentabilidades de los activos expuesto en párrafos anteriores, puede disminuir en hasta un 56,7% y la compañía aún puede hacer frente a los años en que enfrenta sus máximas amortizaciones, tal como se muestra en la Ilustración 12.

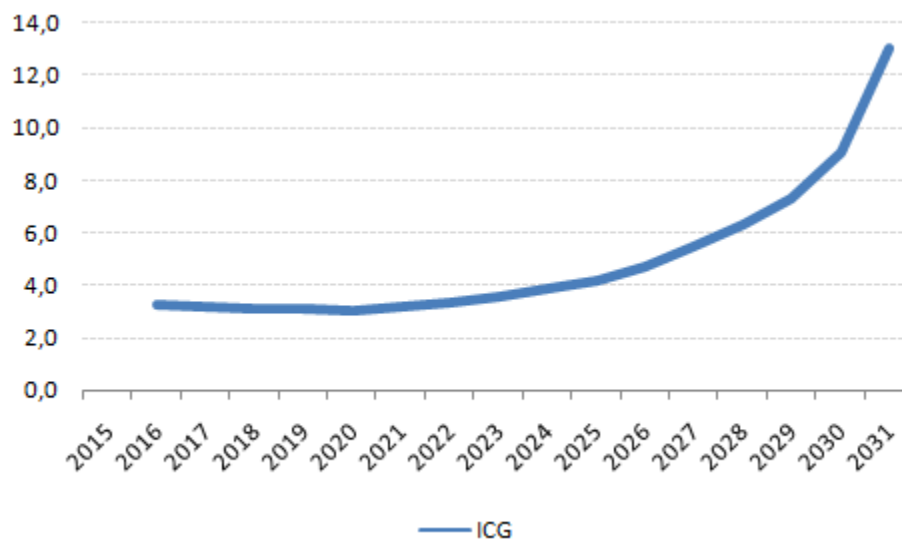
Ilustración 12
Evolución del perfil de vencimientos
 (Miles de pesos)



Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado, para **Aguas Nuevas**, 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**. De esta forma, el indicador muestra una relación mayor a 3,0 veces durante todo el periodo de vigencia de la deuda.

Ilustración 13
Evolución del índice de cobertura global de la deuda
(Veces)



Liquidez

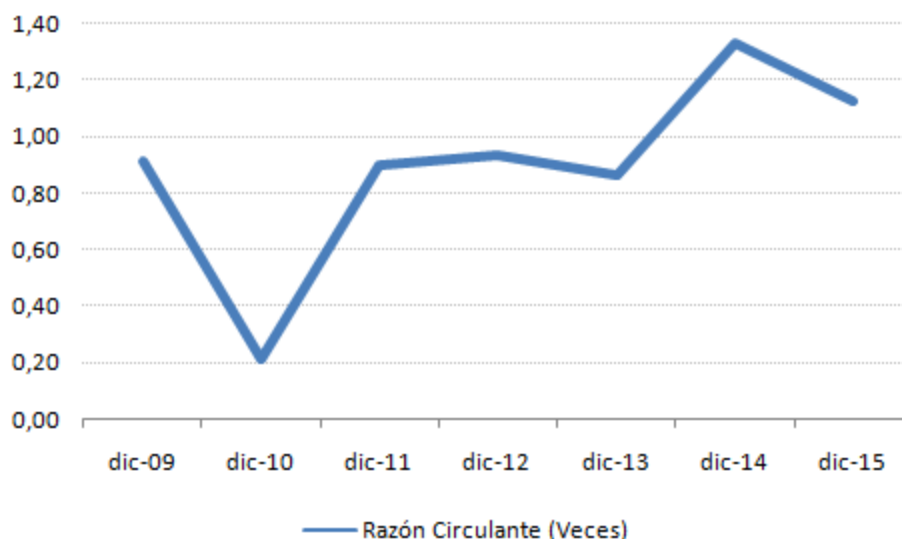
La razón circulante⁷ de la compañía tuvo un importante incremento, pasando de las 0,9 veces en 2013 a 1,3 veces en 2014. En 2010, el pago de los bonos *bullet* emitidos en 2007 significó una caída en el valor de este indicador.

A diciembre de 2015, este indicador cerró en 1,1 veces, el retroceso respecto de 2014 se debe a los menores niveles en la porción corriente de cuentas por cobrar con entidades relacionadas. Esta cuenta disminuyó desde los \$4.411 millones, en 2014, a \$32 millones.

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.

⁷ Razón Circulante = Activo Circulante/Pasivo Circulante.

Ilustración 14
Evolución de la razón circulante
(Veces)

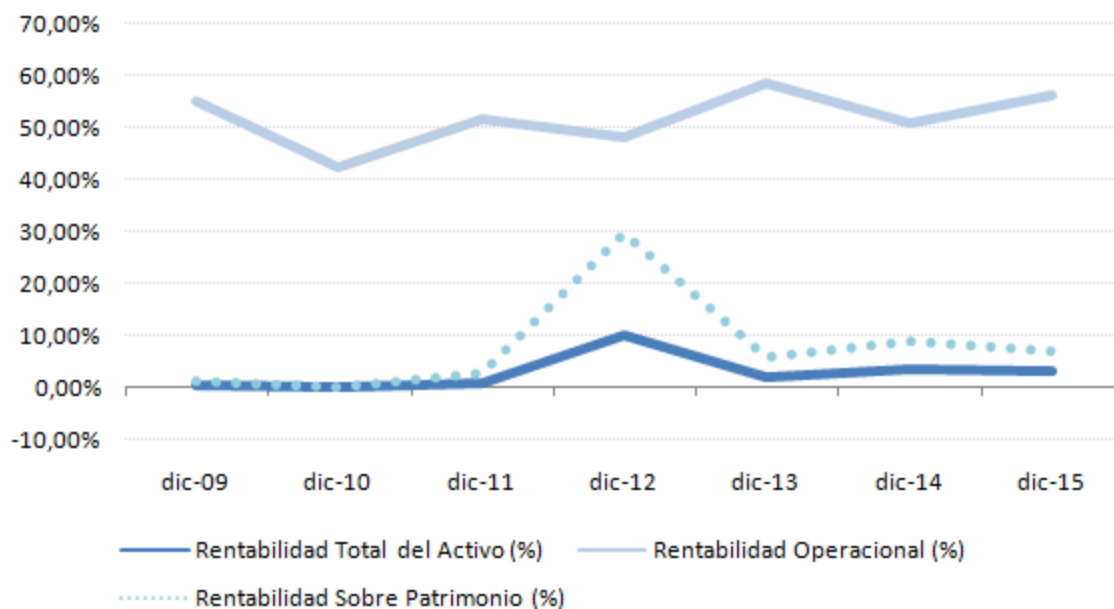


Rentabilidad⁸

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 2015 la rentabilidad total del activo se situó en 3,0%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio cerró en 6,9%. Por otra parte, 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 51,9% entre 2009 y 2015, mientras que este último año finalizó en 56,5%.

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 15
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	31-12-2015
Bono Aguas Nuevas	Obligaciones financieras consolidadas netas/patrimonio	Menor a 1,5 veces	1,01
	Obligaciones financieras individuales netas/patrimonio	Menor a 1,5 veces	0,99
	EBITDA/Gastos financieros netos	Mayor a 2,5 veces	7,16

	Covenant	Límite	31-12-2015
Bono AyS Tres	Obligaciones financieras consolidadas netas/EBITDA	Menor a 6,0 veces	4,53
	EBITDA/Gastos financieros netos	Mayor a 2,0 veces	8,16

"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".