



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. 56 – 2 – 433 52 00  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Inversiones AyS Tres S.A.

Noviembre 2012

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
Línea de bonos Tendencia	A+ Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 septiembre 2012

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

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ corrientes	2009	2010	2011	Ene-Sept 2011	Ene-Sept 2012
Ingresos de Explotación	67.504.943	65.988.314	72.626.670	53.567.983	58.775.247
Total Costo de Ventas y Gastos Administración	-50.433.307	-51.679.145	-51.363.605	-38.041.157	-41.277.049
Resultado Operacional	17.425.089	14.635.216	21.657.268	15.700.193	17.501.991
Gastos Financieros	-16.300.621	-14.687.547	-12.650.330	-10.356.898	-7.708.561
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	1.379.841	-185.648	3.052.242	1.658.530	430.079
EBITDA	33.445.505	30.585.940	35.842.516	26.306.095	28.612.628

Balance general consolidado IFRS				
M\$ corrientes	31-Dic-2009	31-Dic-2010	31-Dic-2011	30-Sept-2012
Activos corrientes	24.841.004	27.565.632	39.024.947	20.668.841
Activos no corrientes	401.988.945	384.737.408	396.910.030	402.489.001
<b>Total Activos</b>	<b>426.829.949</b>	<b>412.303.040</b>	<b>435.934.977</b>	<b>423.157.842</b>
Pasivos corrientes	27.299.756	130.768.513	43.367.133	22.304.104
Pasivos no corrientes	280.995.801	163.243.367	259.046.528	267.425.780
Total Pasivos	308.295.557	294.011.880	302.413.661	289.729.884
Patrimonio	118.534.392	118.291.160	133.521.316	133.427.958
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>426.829.949</b>	<b>412.303.040</b>	<b>435.934.977</b>	<b>423.157.842</b>
Deuda Financiera	223.836.887	227.475.773	236.215.540	216.775.816

## 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 2012, poseía activos por US\$ 888 millones, con un nivel de patrimonio de US\$ 528 millones, y una deuda financiera de US\$ 195 millones. Por su parte, a esa misma fecha, **AyS Tres** poseía activos por US\$ 893 millones, un patrimonio de US\$ 281 millones, y una deuda financiera de US\$ 458 millones.

La clasificación de los títulos de deuda 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 y, además, generar excedentes para que su matriz de cumplimiento a sus obligaciones.

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 (afectadas, 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 mantenga acotado su nivel de 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 Categoría 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 2011, la compañía tuvo ingresos por \$ 72.627 millones, un incremento de 10,1% en relación a 2010, lo que se debe principalmente a mayores ingresos por agua potable, explicado por el aumento en el consumo, y por concepto de aguas servidas, dado el crecimiento de las ventas de alcantarillado.

Los costos de venta y gastos de administración cayeron en un 0,6%, principalmente por la disminución de la depreciación del período, debido a la implementación de cambios en los criterios contables aplicados por **AyS Tres**.<sup>1</sup>

Con ello, en 2011 el resultado operacional alcanzó \$ 21.657 millones, un 48% superior al registrado en 2010. El EBITDA del año, derivado de lo anterior, alcanzó los \$ 35.843 millones, un 17,2% superior a 2010.

El mejoramiento de los flujos permitió que la utilidad de la compañía durante 2011 fuera de \$ 3.052 millones, superior a la pérdida de \$ 186 millones registrada en 2010.

A fines de 2011 la deuda financiera alcanzó \$ 236.216 millones correspondientes a créditos sindicados, y un patrimonio de \$ 133.521 millones.

<sup>1</sup> A contar del año 2011, las sociedades filiales de Aguas Nuevas S.A.: Aguas del Altiplano S.A., Aguas Araucanía S.A. y Aguas Magallanes S.A. modificaron el criterio de amortización del derecho de explotación y de la inversión en infraestructura desde el método de amortización lineal a uno de amortización en función de los metros cúbicos de agua potable

## Resultados al tercer trimestre de 2012

En los primeros nueve meses de 2012, **AyS Tres** obtuvo ingresos de explotación por \$ 58.775 millones, lo que implica un alza de 9,7%, explicado por incremento en el consumo de agua potable, mayores ventas físicas de alcantarillado.

Los costos de venta y gastos de administración, por su parte, aumentaron un 8,5% como consecuencia del mayor consumo de materiales e insumos, una menor tarifa media en energía eléctrica, incremento de sueldo base, complementos salariales y aportes de la empresa.

El resultado operacional finalmente fue de \$ 17.502 millones, lo cual representa un aumento de 11,5% en el período, principalmente por el alza en los ingresos explicado anteriormente.

El EBITDA del período fue de \$ 28.613 millones, mientras que el resultado del ejercicio llegó a \$ 430 millones, lo que representa una caída de más de 74% respecto al mismo período de 2011. Cabe destacar el efecto negativo en los resultados contables por el incremento en la tasa impositiva desde 18,5% a 20%, así como el impacto que generó en los impuestos diferidos que estaban reconocidos con una tasa de 17%, que corresponde a la tasa de impuesto futura en que estos cargos se reversarán. Al cierre de este período, la empresa registraba activos por \$423.158 millones, una deuda financiera de \$ 216.776 millones, y un patrimonio de \$ 133.428 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, situándose el porcentaje de recaudación, a septiembre de 2012, en niveles cercanos a 99%.

**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. Más aún, de acuerdo a lo señalado por la compañía, durante este período no se retirarían dividendos, indicativo de los bajos requerimientos de capital que exhiben los controladores.

## 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. Lo anterior se ve atenuado por los ingresos y flujos estables que obtienen estas empresas.

**Regulación de mercado:** Como toda entidad sujeta a regulaciones especiales, Aguas Nuevas (sociedad 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 2012, la sociedad presenta la siguiente estructura propietaria:

Accionista	Nº de acciones	Participación	Tipo de accionista
Inversiones AyS Dos Ltda.	133.995.897	99,999999%	Controlador
Inversiones AyS Uno Ltda.	1	0,000001%	Minoritario

El controlador final de **AyS Tres** 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 2011 se muestra a continuación:



Durante el año en curso, se ha llevado a cabo una restructuración del conglomerado a nivel de las compañías operativas, las cuales disponen actualmente 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 su valor justo, como se aprecia en la siguiente tabla:

Aguas Nuevas. Comparación de rentabilidades real versus posterior a la restructuración ( <i>proforma</i> )						
	Altiplano	Araucanía	Magallanes	Enernuevas	Aguas Nuevas	AN Consolidado
<b>Actual</b> (diciembre 2011)						
Utilidad después de impuesto	9.355.965.905	5.324.727.078	4.154.321.366	568.307.164	-7.146.693.103	12.256.628.410
Patrimonio	29.521.623.301	38.228.629.725	14.549.365.786	538.871.548	215.016.180.511	245.954.810.223
<b>Rentabilidad Patrimonio</b>	<b>31,69%</b>	<b>13,93%</b>	<b>28,55%</b>	<b>105,46%</b>	<b>-3,32%</b>	<b>4,98%</b>
<b>Ajustado</b> (diciembre 2011)						
Utilidad después de impuesto	7.163.910.538	3.184.876.090	3.404.025.720	568.307.164	2.064.491.102	12.256.628.410
Patrimonio	97.092.210.349	104.190.005.351	37.677.393.484	538.871.548	58.356.190.139	245.954.810.223
<b>Rentabilidad Patrimonio</b>	<b>7,38%</b>	<b>3,06%</b>	<b>9,03%</b>	<b>105,46%</b>	<b>3,54%</b>	<b>4,98%</b>

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 Nuevas<sup>2 3</sup>

Para el pago de sus obligaciones, Aguas Nuevas debe recibir los flujos de las 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

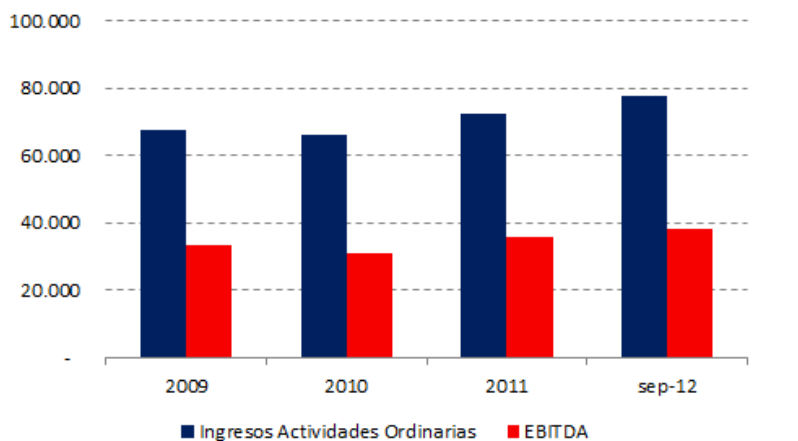
Por las características del negocio en que se desenvuelven las sanitarias, sus ingresos presentan características de alta estabilidad, explicadas principalmente por la baja elasticidad-precio que posee el bien sanitario, así como por el menor impacto sobre su consumo de las situaciones de *stress* económico-financiero. En la práctica, los ingresos promedio de la empresa entre los años 2009 y 2011 han sido US\$ 145 millones, con un crecimiento anual compuesto de 3,7% en el período.

<sup>2</sup> Para mayor información, por favor revisar el informe de clasificación de riesgo de Aguas Nuevas en nuestra página web.

<sup>3</sup> Para efectos comparativos, los datos de 2012 se consideran como año móvil, desde octubre 2011 a septiembre 2012.



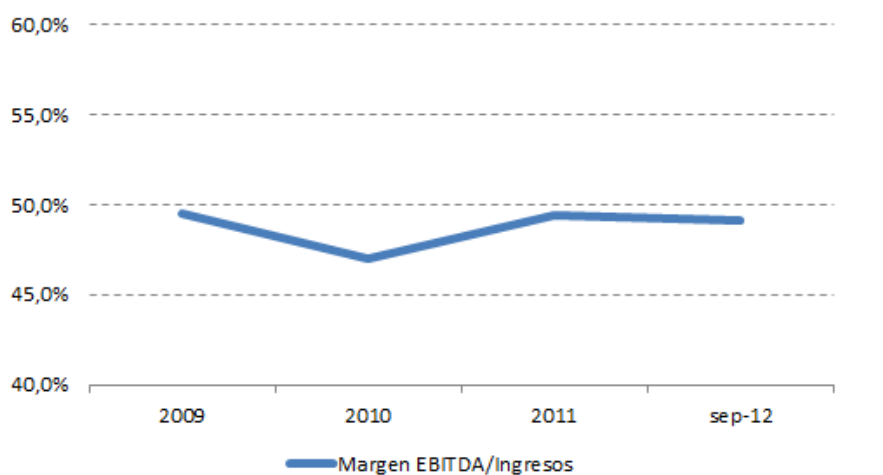
**Aguas Nuevas. Ingresos y EBITDA**  
2009- Sept 2012



Durante 2011, los ingresos alcanzaron US\$ 140 millones, un 10,1% superior a lo registrado, en pesos, durante 2010, producto de menores tarifas, y menores metros cúbicos de agua potable y ventas físicas de alcantarillado. La filial Aguas del Altiplano aportó el 42,4% de ellos, Aguas Araucanía el 41,3%, Aguas Magallanes el 14,6% y Enernuevas el 1,7%.

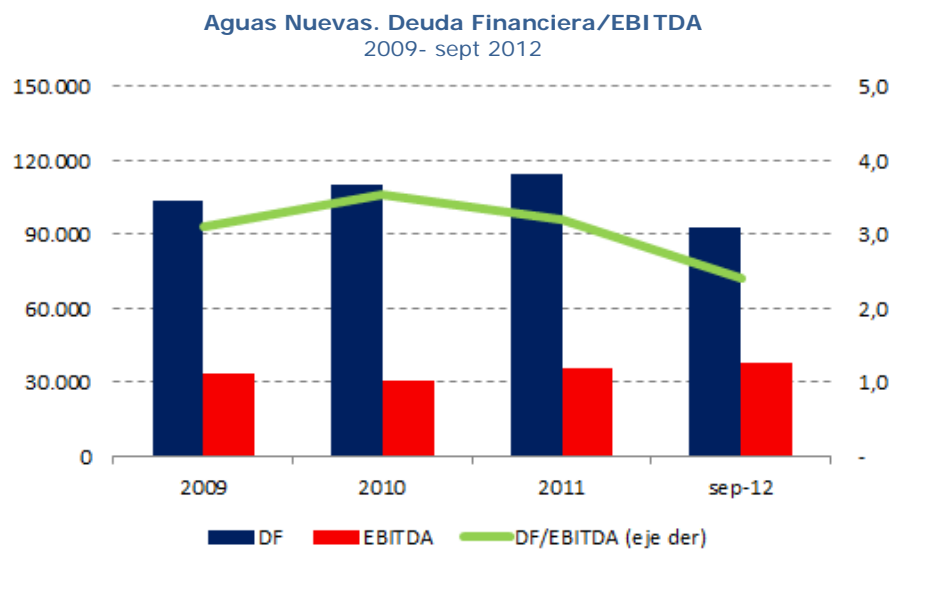
En términos de EBITDA, la empresa ha presentado una evolución similar a la trayectoria de los ingresos, lo que se refleja en que la relación EBITDA/Ingreso se ha situado en torno a 50% en el período 2009-Septiembre 2012, con una disminución a 47% en 2010. A diciembre de 2011, el EBITDA generado por la compañía fue de US\$ 69,2 millones, los que se distribuyen en 41,9%, 38,4%, 16,7% y 2,5% en sus filiales Altiplano, Araucanía, Magallanes y Enernuevas, respectivamente, siendo los márgenes de EBITDA de 2011 de 48,7%, 45,8%, 56,4% y 72,3% respectivamente.

**Aguas Nuevas. Margen EBITDA**  
2009-2012

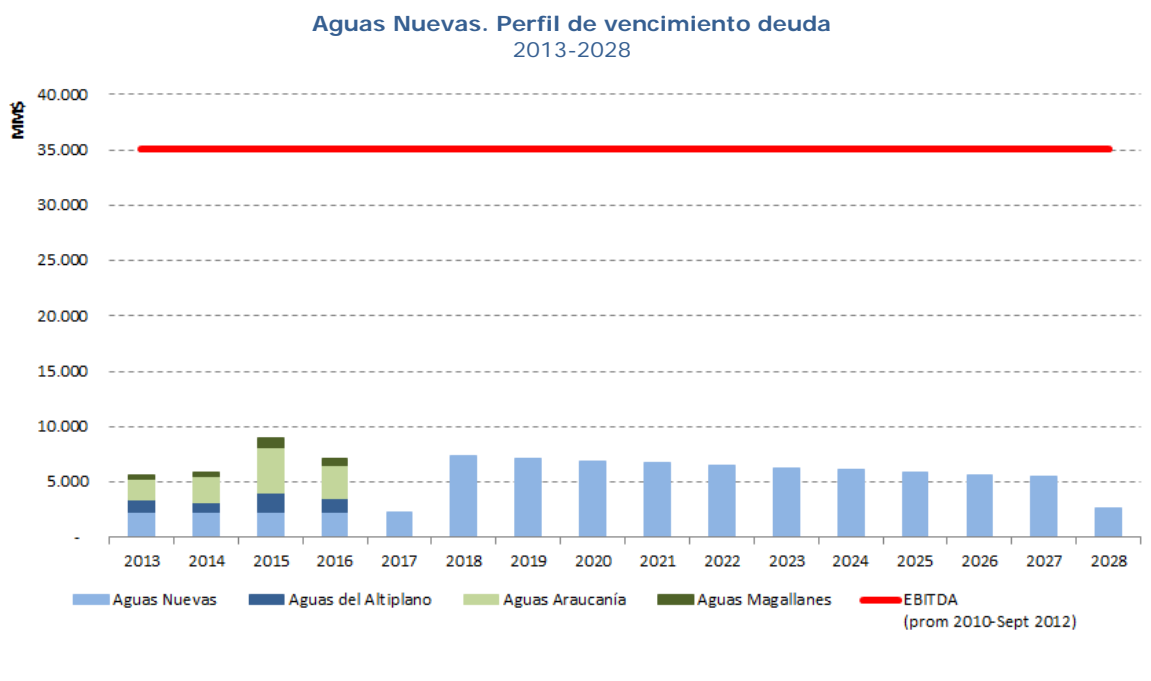


## Endeudamiento

A diciembre de 2011, Aguas Nuevas presentaba una deuda financiera de \$ 114.632 millones (US\$ 221 millones), el 18,7% de los cuales corresponde a deudas bancarias, un 71,9% a obligaciones con el público (bonos) y 9,38% a aportes financieros reembolsables. A septiembre de 2012 la deuda había disminuido a \$ 92.453 millones, con lo cual la relación deuda financiera a EBITDA se ha reducido a un nivel de 2,4 en el tercer trimestre del año.

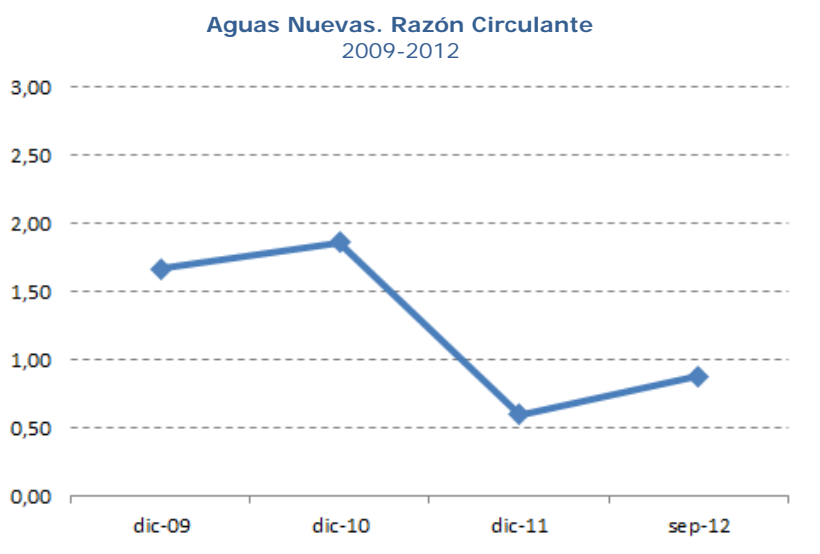


Asimismo, al ver el perfil de pago de la compañía, se observa una situación de holgura durante todo el período de pago de la deuda, lo cual refleja que la entidad tiene capacidad para distribuir utilidades y/o generar préstamos relacionados a su filial.



## Liquidez

Luego de los valores superiores a uno que experimentó la razón circulante<sup>4</sup> durante 2009 y 2010, el pago de los bonos *bullet* emitidos en 2007 significó una caída en el valor de este indicador a fines de 2011. No obstante, a septiembre de 2012 ya se situó en niveles de 0,88 veces, aunque se mantiene bajo uno.



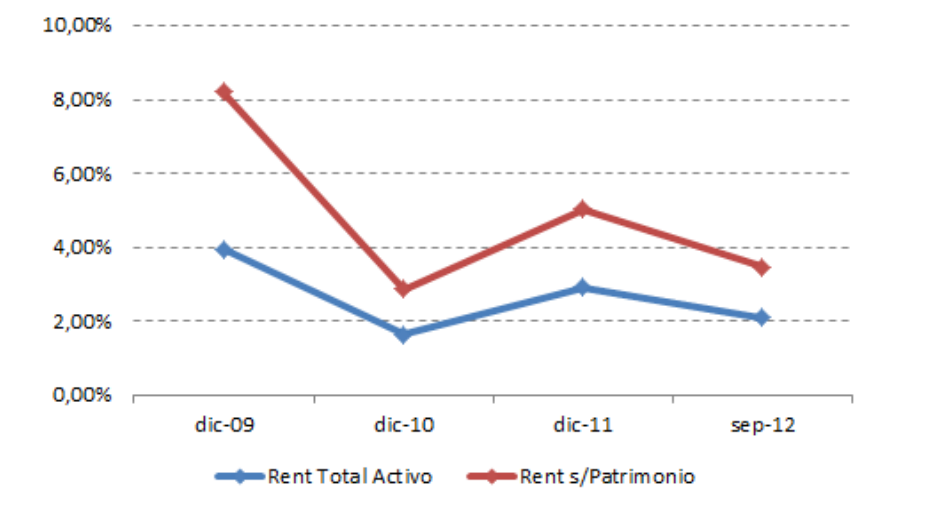
## Rentabilidad<sup>5</sup>

La compañía opera en un mercado esencialmente estable, donde la focalización del negocio está en lograr niveles de eficiencia que permitan rentabilizar de manera adecuada la inversión. En este contexto, en los últimos años la rentabilidad total del activo se ha situado en torno a 2%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio ha oscilado en torno al 4%. Con todo, cabe destacar que, a pesar de la disminución en la rentabilidad comparada con 2009, la generación de caja de Aguas Nuevas medida como EBITDA se ha mantenido estable en torno a los \$ 35 mil millones en los últimos tres años.

<sup>4</sup> Razón Circulante = Activo Circulante/Pasivo Circulante.

<sup>5</sup> Rentabilidad operacional= resultado del ejercicio / activos totales prom-Obras en curso prom ; rentabilidad del patrimonio=resultado del ejercicio sobre patrimonio promedio.

**Aguas Nuevas. Rentabilidad**  
2009-2012

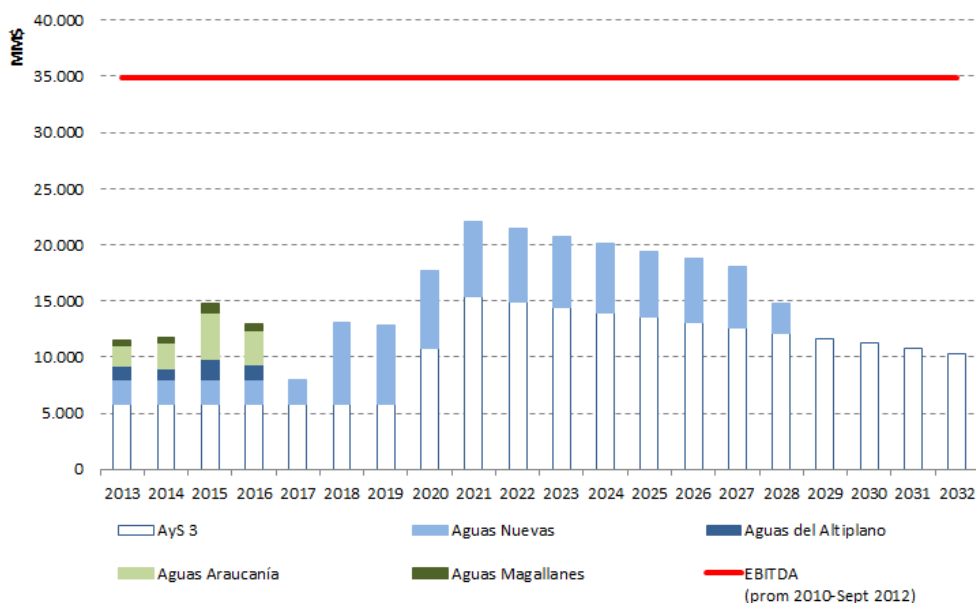


## Análisis financiero de AyS Tres

### Análisis de la deuda financiera

A nivel consolidado, el endeudamiento del grupo **AyS Tres** ascendería a cerca de US\$ 460 millones, lo cual más que duplica la deuda financiera de Aguas Nuevas, por lo cual los niveles de *stress* soportados son menores, en términos de máxima caída de EBITDA compatible con el servicio de sus compromisos, 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.

**AyS Tres Consolidado. Perfil de vencimiento deuda**  
2013-2028



## Bonos

Los siguientes son los instrumentos inscritos y emitidos por **AyS Tres**:

### Línea de bonos

Monto:	UF 5.500.000
Plazo:	21 años
Número inscripción:	652
Fecha inscripción:	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

Obligaciones financieras consolidadas netas/EBITDA:	Inferior a 6,5 veces	(5,22 veces a septiembre 2012)
EBITDA/gastos financieros netos:	Superior a 2,0 veces	(4,42 veces a septiembre 2012)

*“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.”*