



# 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.

Abril 2013

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A+ Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	diciembre de 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	2012
Ingresos de Explotación	67.504.943	65.988.314	72.626.670	81.026.755
Total Gastos de Ventas Administración	-50.433.307	-51.679.145	-51.363.605	-60.190.037
Resultado Operacional	17.425.089	14.635.216	21.657.268	20.848.356
Gastos Financieros	-16.300.621	-14.687.547	-12.650.330	-10.493.962
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	1.379.841	-185.648	3.052.242	44.153.984
EBITDA	33.445.505	30.585.940	35.842.516	36.060.693

Balance general consolidado IFRS				
M\$ corrientes	31-dic-2009	31-dic-2010	31-dic-2011	31-dic-2012
Activos corrientes	24.841.004	27.565.632	39.024.947	29.547.288
Activos no corrientes	401.988.945	384.737.408	403.436.347	449.516.179
<b>Total Activos</b>	<b>426.829.949</b>	<b>412.303.040</b>	<b>442.461.294</b>	<b>479.063.467</b>
Pasivos corrientes	27.299.756	130.768.513	43.367.133	31.274.709
Pasivos no corrientes	280.995.801	163.243.367	265.573.845	283.489.642
Total Pasivos	308.295.557	294.011.880	308.940.978	314.764.351
Patrimonio	118.534.392	118.291.160	133.521.316	164.299.116
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>426.829.949</b>	<b>412.303.040</b>	<b>442.462.294</b>	<b>479.063.467</b>
Deuda Financiera	223.836.887	227.475.773	236.215.540	221.506.346

## Opinión

### 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 diciembre de 2012, poseía activos por US\$ 981 millones, con un nivel de patrimonio de US\$ 586 millones, y una deuda financiera de US\$ 202 millones. Por su parte, a esa misma fecha, **AyS Tres** poseía activos por US\$ 998 millones, un patrimonio de US\$ 342 millones, y una deuda financiera de US\$ 462 millones.

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

La clasificación de riesgo también incorpora como elemento positivo el alto valor económico de los activos de **AyS Tres** en relación con su nivel de deuda individual, ya sea tomando como referencia el valor bursátil de empresas sanitarias que transan en bolsa o contrastando conservadoramente las utilidades esperadas de su filial con el perfil de pago de su deuda. Bajo un contexto conservador es posible presumir razonablemente que la sociedad tiene capacidad para cubrir eventuales déficit con créditos bancarios y que, además, existen los incentivos suficientes para que los accionistas apoyen financieramente al emisor.

Asimismo, la asignación de la categoría de riesgo no es ajena a la estructura de la operación de financiamiento, la cual establece que el emisor debe constituir cuentas de reservas para mantener una liquidez acorde con los vencimientos anuales del bono.

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

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

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

Para el mantenimiento de la categoría de riesgo en el largo plazo es necesario que la compañía Aguas Nuevas no disminuya su clasificación actual y que las sanitarias-filiales mantengan sus riesgos operativos debidamente acotados. Asimismo, para la mantención de la clasificación se espera que la compañía 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.

#### Resumen Fundamentos Clasificación

##### Fortalezas centrales

- Fortaleza de sus inversiones: bajo riesgo y flujos estables.
- Control total sobre la política de dividendos de sus filiales, directa e indirectas.

##### Fortalezas complementarias

- Alto valor económico de los activos respecto al valor presente de la deuda.
- *Covenants* que obligan a la mantención de reservas para el servicio de la deuda.
- Capacidad de refinanciamiento

##### Fortalezas de apoyo

- Controlador solvente para apoyar situaciones de *stress* financiero del emisor.

##### Riesgos considerados

- Dependencia de utilidades empresas operativas (de bajo riesgo).

## 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 2012, la compañía tuvo ingresos por \$ 81.027 millones, un incremento de 11,6% en relación a 2011, lo que se debe principalmente a mayores ingresos por agua potable, explicado por el aumento en el consumo de metros cúbicos, y por concepto de aguas servidas, dado el crecimiento de las ventas físicas de alcantarillado.

Los costos de venta y administración totales aumentaron en 17,2%, principalmente por el incremento registrado de otros gastos por naturaleza.

Debido al menor crecimiento registrado por los ingresos en comparación al aumento en los costos, el resultado operacional presentó una contracción de 3,7%, totalizando \$ 20.848 millones. El EBITDA del año, derivado de lo anterior, alcanzó los \$ 36.061 millones, un 0,6% superior a 2011.

No obstante la moderada expansión de los flujos, la utilidad muestra un crecimiento importante, al pasar de \$ 3.052 millones durante 2011, a más de \$ 44.153 millones durante 2012. Esta variación se explica fundamentalmente por ganancias tributarias no recurrentes, lo cual ha llevado a los accionistas a acordar no retirar dividendos, puesto que las utilidades extraordinarias no son representativas.

A fines de 2012 la deuda financiera alcanzó \$ 221.506 millones correspondiente a créditos sindicados, y un patrimonio de \$ 164.299 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 diciembre 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.

**Elevado valor de los activos de AyS Tres:** De acuerdo con aproximaciones de *Humphreys*, el valor de los activos supera en forma significativa el valor de su deuda financiera individual. Por otra, si se asume que la utilidad histórica de la filial se mantiene constante por todo el período de la concesión (corregido por hechos no recurrentes de 2012), la suma de las mismas supera en más de 90% el valor nominal del servicio de la deuda

(debe tener en cuenta que el sólo hecho que Aguas Nuevas reduzca su deuda implica, *ceteris paribus*, un menor gasto financiero y, por ende, mayor utilidad).

**Covenants que apoyan la liquidez:** Se establece que el emisor deberá tener en todo momento una cuenta de reserva con un saldo mínimo, en dinero o equivalentes al efectivo, de dos períodos de pago de interés y, si correspondiera, de la amortización de capital de los bonos para los próximos doce meses.

**Accesos de fuentes de financiamiento:** El elevado valor de los activos del emisor, aludidos anteriormente, facilita el acceso a financiamiento externo o relacionado. La holgura de los flujos del emisor en los últimos años de la concesión lo convierte en sujeto de crédito para demandar crédito ante un eventual déficit transitorio de caja; además, cabe agregar que la deuda vence el año 2032 y el plazo de la concesión se extiende hasta el año 2034. Por otra lado, en un caso extremo, los accionistas tienen los incentivos necesario para apoyar a la empresa emisora (dado el valor de los activos).

**Controladores solventes:** Marubeni está actualmente clasificado en categoría BBB en escala global y exhibe un patrimonio de US\$ 11 mil millones. Por su parte, Innovation Network Corporation of Japan (INCJ) es una asociación japonesa pública-privada.

## 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.

## Antecedentes generales

### Propiedad

Al 31 de diciembre 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 **Inversiones AYS Tres S.A.** es *Marubeni Corporation e Innovation Network Corporation of Japan (INCJ)*, a través de *Southern Cone Water SLP*.

**Inversiones AyS Tres S.A.**, a su vez, es accionista en las siguientes sociedades: Inversiones AyS Cuatro Ltda, Aguas Nuevas S.A., Aguas del Altiplano, Aguas Araucanía, Aguas Magallanes e, indirectamente, en Enernuevas. Los antecedentes de información de cada una de estas sociedades se presentan a continuación.

<b>Accionistas AyS Cuatro Ltda.</b>	
<b>Accionista</b>	<b>Participación</b>
Inversiones AyS Tres S.A	99,9999%
Inversiones AyS Dos S.A	0,0001%

<b>Aguas Nuevas S.A.</b>	
<b>Accionista</b>	<b>Participación</b>
Inversiones AyS Cuatro Ltda.	99,9999999996%
Inversiones AyS Tres S.A.	0,00000004%

De Aguas Nuevas dependen las compañías operativas Aguas del Altiplano S.A., Aguas Araucanía S.A. y Aguas Magallanes S.A. y, a través de las dos primeras, Enernuevas.

<b>Aguas del Altiplano S.A.</b>	
<b>Accionista</b>	<b>Participación</b>
Aguas Nuevas S.A.	99,9998%
Inversiones AyS Cuatro Ltda.	0,0000%
Inversiones AyS Tres S.A	0,0002%

<b>Aguas Araucanía S.A.</b>	
<b>Accionista</b>	<b>Participación</b>
Aguas Nuevas S.A.	99,9998%
Inversiones AyS Cuatro Ltda.	0,0000%
Inversiones AyS Tres S.A	0,0002%

<b>Aguas Magallanes S.A.</b>	
<b>Accionista</b>	<b>Participación</b>
Aguas Nuevas S.A.	99,9998%
Inversiones AyS Cuatro Ltda.	0,0000%
Inversiones AyS Tres S.A	0,0002%

Durante 2012 se llevó a cabo una restructuración 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, como se aprecia en la siguiente tabla:

**Aguas Nuevas. Comparación de rentabilidades real versus posterior a la restructuración (proforma)**

	Altiplano	Araucanía	Magallanes	Ernuevas	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	Masato Hiraoka
Director	Keisuke Sakuraba
Director	Shuhei Shinkai
Director Suplente	Shunsuke Yamamuro
Director Suplente	Kazuhiro Uchino
Director Suplente	Naohiro Nishiguchi
Director Suplente	Yoshihiko Kobayashi
Director Suplente	Soichi Inoue
Director Suplente	Takeshi Sekine

## Indicadores financieros de Aguas Nuevas<sup>1</sup>

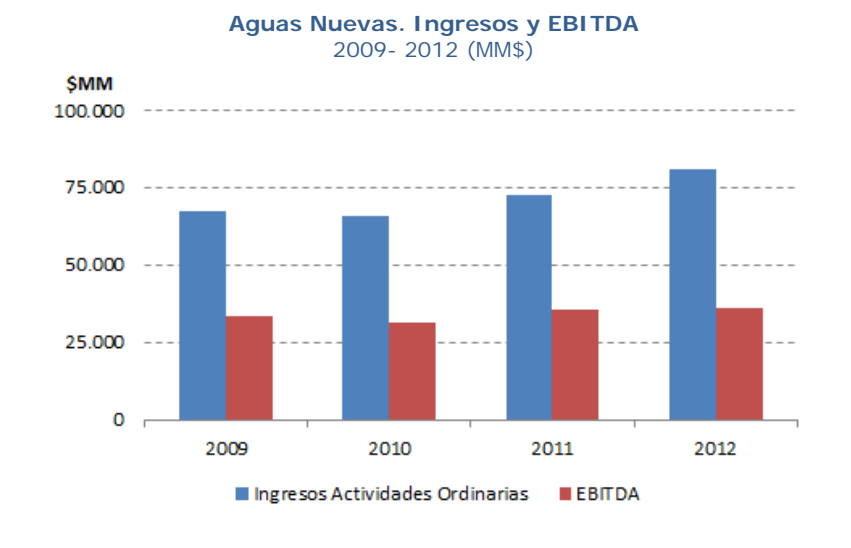
Para el pago de sus obligaciones, Aguas Nuevas debe recibir los flujos de las sanitarias a través del pago de dividendos, aunque eventualmente puede hacerlo mediante el uso de cuentas corrientes de tipo mercantil. El mismo esquema puede aplicarse a **AyS Tres** para el pago de su deuda financiera. Los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

<sup>1</sup> Para mayor información, revisar el Informe de Clasificación de Riesgo de Aguas Nuevas en la página web [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).



## 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 2012 han sido US\$ 150 millones, con un crecimiento anual compuesto de 6,3% en el período.



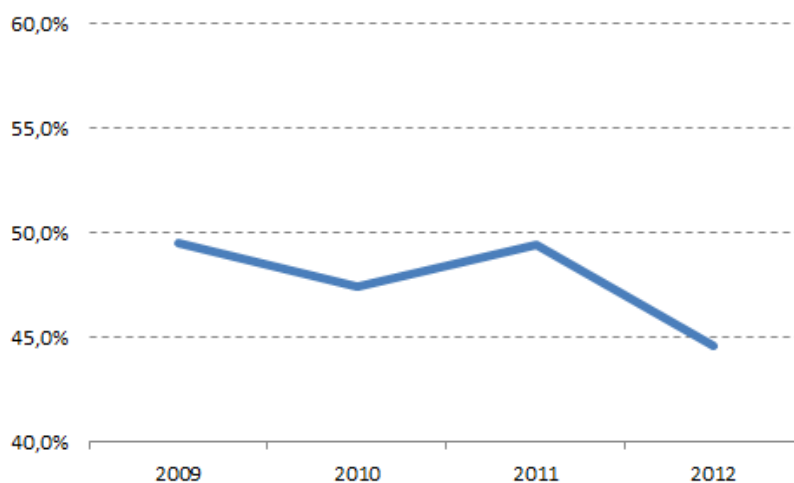
Durante 2012, los ingresos alcanzaron US\$ 169 millones, un 11,6% superior a lo registrado, en pesos, durante 2011, producto de un mayor consumo de agua potable y mayores ventas físicas de alcantarillado. La filial Aguas del Altiplano aportó el 43,5% de ellos, Aguas Araucanía el 41,4%, Aguas Magallanes el 13,6% y Enernuevas el 1,4%.

Como se señaló más arriba, el margen EBITDA, que se había mantenido relativamente estable en torno al 50%, presenta una caída a 44,6% durante 2012, explicado principalmente por el incremento en otros gastos por naturaleza.

A diciembre de 2012, el EBITDA generado por la compañía fue de US\$ 75,3 millones, los que se distribuyen en 44,7%, 42,7%, 17,1% y 2,1%<sup>2</sup> en sus filiales Altiplano, Araucanía, Magallanes y Enernuevas, respectivamente, siendo los márgenes de EBITDA de 2012 de 45,9%, 46,0%, 56,2% y 66,2% respectivamente.

<sup>2</sup> La diferencia se explica por el ítem "Otros" que genera EBITDA negativo que alcanza un 6,6% del total.

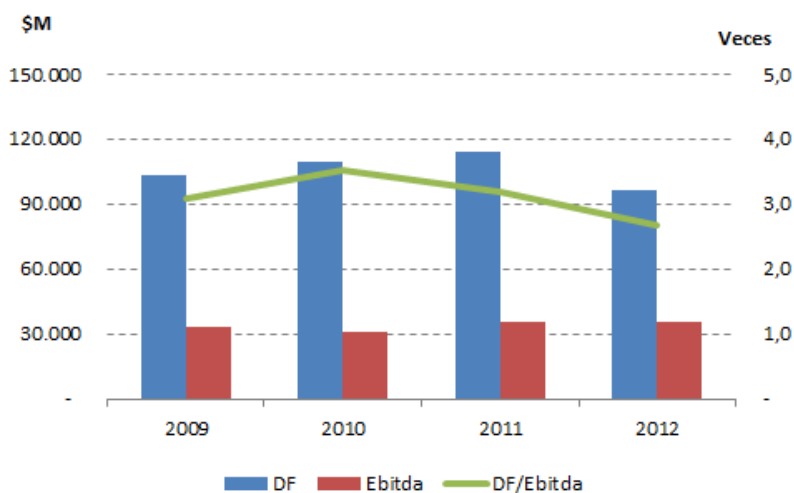
**Aguas Nuevas. Margen EBITDA**  
2009-2012



### Endeudamiento

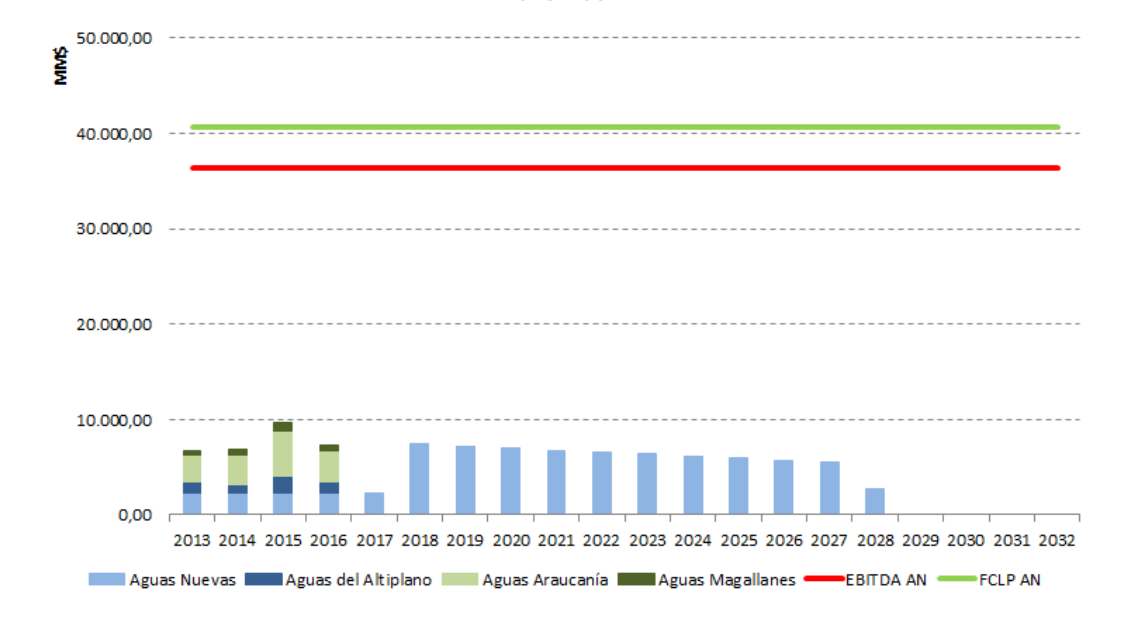
A diciembre de 2012, Aguas Nuevas presentaba una deuda financiera de \$ 96.8742 millones (US\$ 202 millones), un 27,3% de los cuales corresponde a deudas bancarias, un 57,6% a obligaciones con el público (bonos) y 15,2% a otros (incluye aportes financieros reembolsables). La disminución de la deuda financiera respecto a sus valores registrados en el período anterior, en conjunto con el incremento del EBITDA, llevó a que la relación deuda financiera a EBITDA se redujera desde 3,2 veces en 2011 a 2,7 veces en 2012.

**Aguas Nuevas. Deuda Financiera/EBITDA**  
2009- 2012



Asimismo, al observar 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.

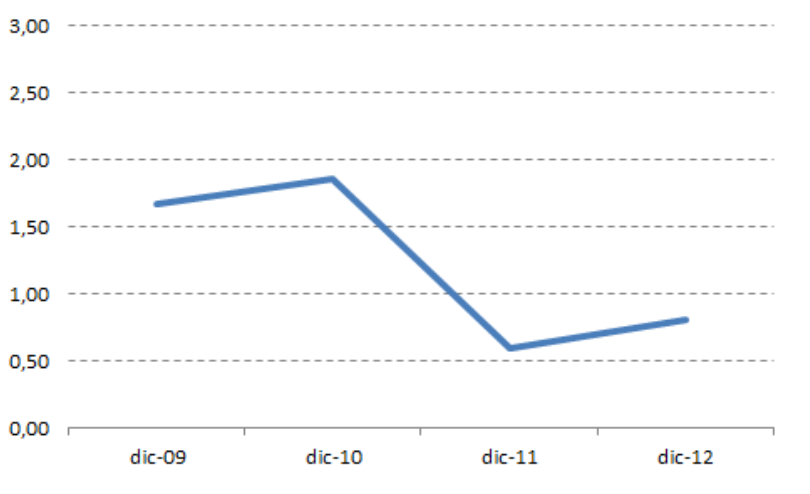
### Aguas Nuevas. Perfil de vencimiento deuda 2013-2032



### Liquidez

Luego de los valores superiores a uno que experimentó la razón circulante<sup>3</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 diciembre de 2012 ya supera las 0,8 veces, aunque se mantiene bajo uno.

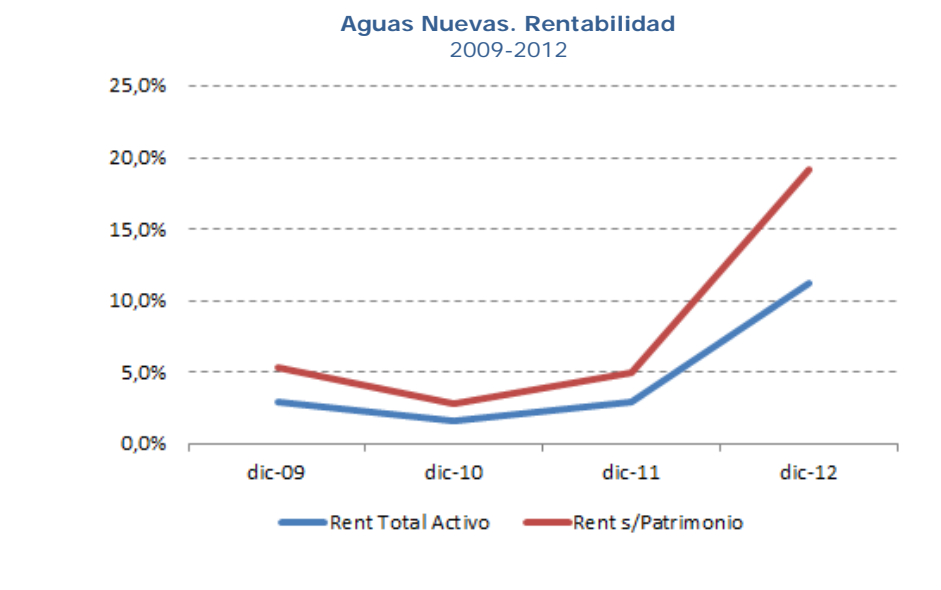
### Aguas Nuevas. Razón Circulante 2009-2012



<sup>3</sup> Razón Circulante = Activo Circulante/Pasivo Circulante.

## Rentabilidad<sup>4</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%. De este modo, 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.



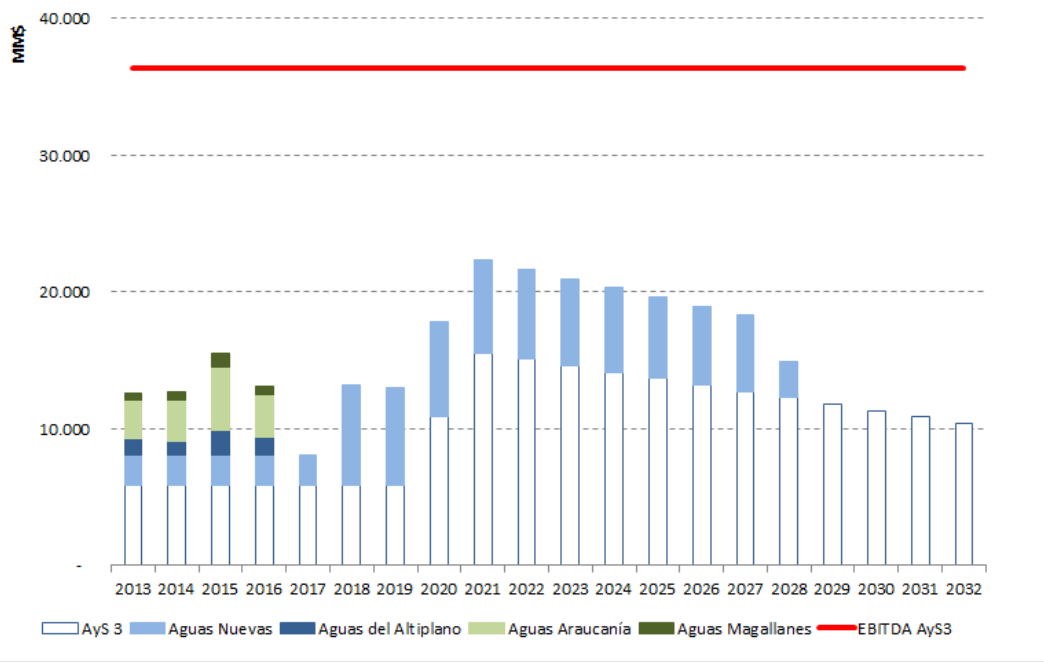
## Análisis financiero de AyS Tres

### Análisis de la deuda financiera

A nivel consolidado, el endeudamiento del grupo **AyS Tres** ascendería a cerca de US\$ 460 millones, guarismo que 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.

<sup>4</sup> Rentabilidad operacional= resultado del ejercicio / activos totales promedio-Obras en curso promedio; rentabilidad del patrimonio=resultado del ejercicio sobre patrimonio promedio.

### AyS Tres Consolidado. Perfil de vencimiento deuda 2013-2032



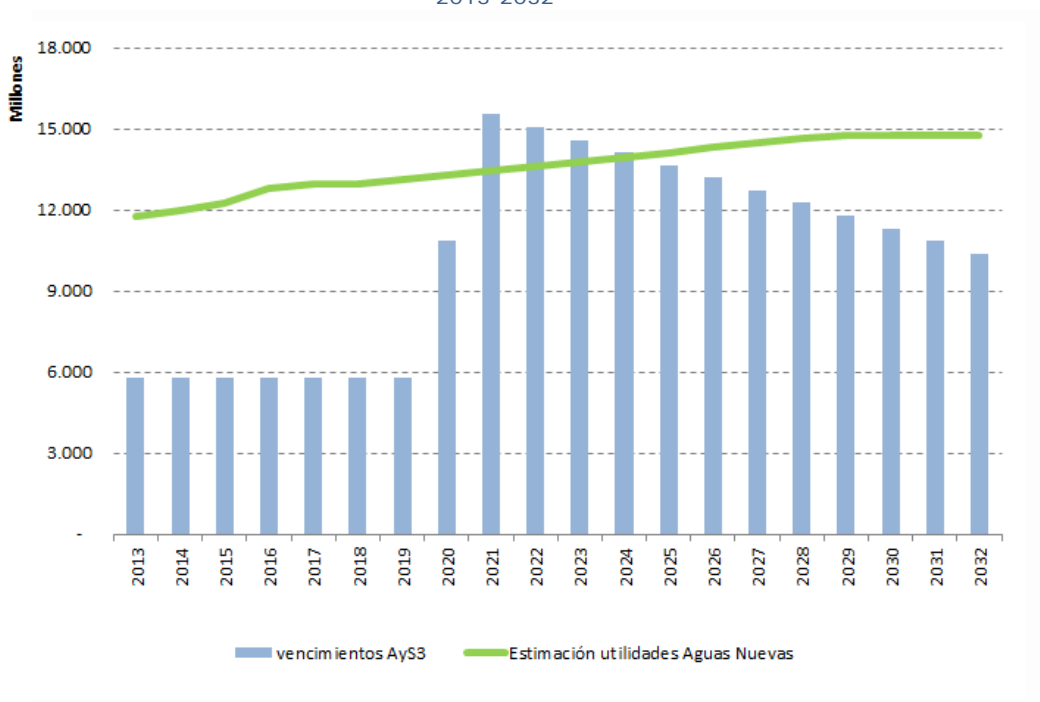
Si bien el endeudamiento relativo de la sociedad es elevado en relación con el exhibido por otros emisores con bonos clasificados en categoría A+, **Humphreys** ha tomado en consideración, junto con la estabilidad de los flujos de las empresas operativas, el adecuado perfil del pago de la deuda. De hecho, bastaría que el EBITDA del año 2012 se mantuviera en el futuro, para que los excedentes generados por el grupo fueren más que suficientes para responder a sus pasivos financieros consolidados y cumplir con sus obligaciones de inversión, más allá que en algún año se tenga que reestructurar el total o parte de un vencimiento en particular. Si el análisis incorpora el incremento de los flujos por las inversiones remuneradas (que se reflejan en las tarifas), más los ingresos que la concesionaria recibirá al final de la concesión por las inversiones no remuneradas, la situación financiera se torna aún más favorable para el emisor.

Ahora, si se analiza **AyS Tres** en forma individual, como mero receptor de las utilidades de su filial, se observa que aunque los flujos se estrechan, mantiene una fuerte posición financiera en relación con el pago de su deuda directa, más allá que en un escenario conservador requiriera hacer uso de refinanciamientos parciales.

En el gráfico siguiente se ilustra las utilidades del ejercicio que **AyS Tres** podría retirar en cada año y se contrasta con el pago de su deuda directa, bajo el supuesto que a futuro la utilidad de la filial se incrementa sólo por el efecto del menor gasto financiero producto de la amortización de la deuda (y su implicancia en el impuesto a la renta)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Se deja constancia que la proyección es de exclusiva responsabilidad de la Clasificadora, no siendo ésta necesariamente compartida por la sociedad emisora. Además, la proyección no tiene como objeto estimar la utilidad de la filial, sino sólo mostrar la capacidad de pago de **AyS Tres** en un escenario conservador.

**Vencimientos AyS Tres Consolidado y Estimación Utilidades Aguas Nuevas**  
2013-2032



Producto de la holgura de flujos que exhibe Aguas Nuevas, no se perciben situaciones de significancia que pudieran impedir que **AyS Tres** retire como dividendo el 100% de las utilidades de su filial. En consecuencia, bajo un escenario conservador de proyección de utilidades, se puede observar que los déficits puntuales que se producirían entre los años 2021 y 202 serían de baja magnitud y podrían ser fácilmente solucionable por diferentes vías:

- Considerando los excedentes que se generan con anterioridad al año 2021, el emisor estaría en condiciones de provisionar la liquidez necesaria para dar cumplimiento a sus obligaciones financieras. De hecho, la escritura de emisión de los bonos establece que **AyS Tres** debe mantener cuentas de reservas para tales efectos (condición necesaria para poder repartir utilidades o disminuir capital).
- Los excedentes que se producen con posterioridad al año 2023 permitirían acceder a nuevos financiamientos para cubrir eventuales déficit. A juicio de **Humphreys**, ello es altamente presumible por la estabilidad de los flujos; además, el plazo de la deuda es inferior al período de la concesión en aproximadamente 1, 9 años (por lo cual el emisor dispone de flujos libres).
- Si se determina el valor de mercado de los activos de **AyS Tres** tomando como referencia otras sanitarias que transan en bolsa, se concluye que el valor de aquéllos al menos duplica el monto de sus pasivos, situación que genera los incentivos necesarios para que los accionistas apoyen financieramente al emisor, ya sea vía aumento de capital y/o préstamos relacionados (cabe señalar que el controlador Marubeni exhibe un patrimonio de 11 mil millones de dólares y el máximo déficit no superaría los 4 millones de dólares)

## Bonos

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

### Línea de bonos

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

### Primera emisión (Serie A)

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

### Covenants de la línea de Bonos

Obligaciones financieras consolidadas netas/EBITDA

(hasta el 30 de septiembre de 2013):

Inferior a 6,5 veces (5,76 veces a diciembre 2012)

EBITDA/gastos financieros netos:

Superior a 2,0 veces (4,16 veces a diciembre 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”.*