

La sociedad opera las empresas Aguas del Altiplano, Aguas de la Araucanía y Aguas Magallanes

Humphreys mantiene la clasificación de los instrumentos de Aguas Nuevas en "Categoría AA-"

Santiago, 14 de marzo de 2017. **Humphreys** decidió ratificar en "Categoría AA-" la clasificación de riesgo de las líneas de bonos y títulos de deuda emitidos por **Aguas Nuevas S.A.** Asimismo, se mantuvo la perspectiva de la clasificación en "Estable".

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.

Cabe señalar, que si bien la compañía opera dentro de un marco regulador estable y que se desarrolla 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%). 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.

Sin embargo, es necesario señalar que actualmente se encuentra en discusión una reforma al sector sanitario que ya fue aprobada en la Cámara de Diputados. El proyecto de ley contempla, entre otras medidas, lo siguiente:

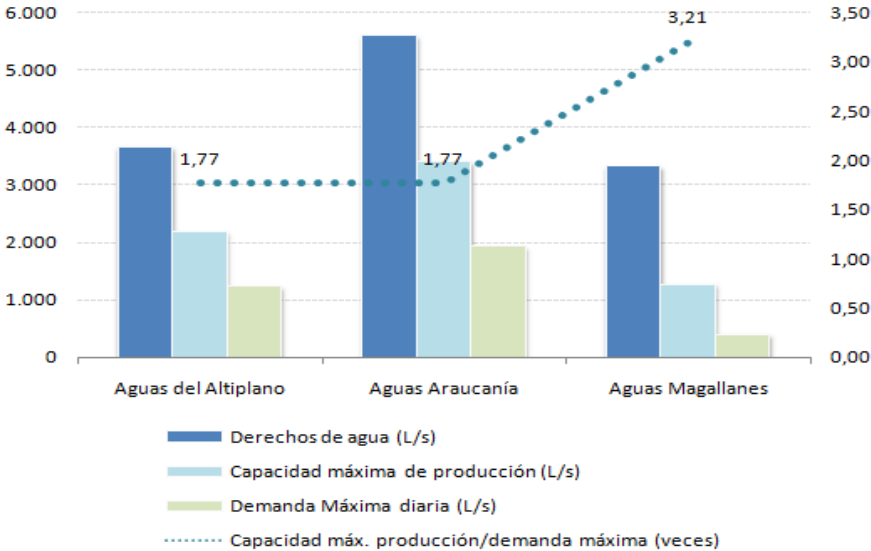
- Actualmente, la tasa de costo de capital corresponde a la tasa interna de retorno promedio ofrecida por el Banco Central de Chile (para sus instrumentos reajustables en moneda nacional con plazo mayor a ocho años), más un premio por riesgo que no podrá ser inferior a 3% ni superior a 3,5%. A su vez, esta tasa de costo de capital no puede ser inferior al 7%. El proyecto de ley propone modificar el premio por riesgo a un rango no menor a 1% ni superior al 1,5%, eliminando el piso de 7%.
- Ajustes al mecanismo de participación en los beneficios de las empresas no reguladas, donde se deberá descontar a favor de la tarifa final del usuario el equivalente a una proporción del 50% de las utilidades que el prestados perciba por concepto de servicios no regulador.
- Cambios en la conformación del comité de expertos. Hasta el momento, este comité está constituido por tres árbitros, que son requeridos cuando las compañías no llegan a acuerdo con la SISS (Superintendencia de Servicios Sanitarios). Uno de ellos, es designado por el SISS, otro por la compañía sanitaria, y el último, de acuerdo mutuo entre la SISS y la compañía. Sin embargo, el proyecto propone reemplazar este último miembro por uno elegido por la SISS, de este modo la SISS quedaría representada con dos integrantes en el comité de expertos, mientras que la empresa por uno.

Dado este escenario de reformas, según la estimación realizada por esta clasificadora, en base a la información entregada por la compañía, es posible establecer que el EBITDA de **Aguas Nuevas** disminuiría a un nivel cercano a los \$14 mil millones (cerca de un 72% menor a lo registrado al año móvil finalizado a septiembre de 2016). Con ello, los niveles de endeudamiento financiero relativos al EBITDA de la compañía se elevan desde un ratio de 4,8 veces, que presenta la compañía a septiembre de 2016, a un ratio superior a las 17 veces si estas modificaciones legislativas se llevan a cabo en su totalidad. A lo anterior, se agrega que se resentiría una de las fortalezas de la industria que dice relación con la estabilidad normativa y jurídica del sector.

Otro atributo que refuerza la 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.

Ilustración 1
Derechos de agua, capacidad y demanda máxima por empresa
 (Litros/segundo)



La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, el alto valor económico de los activos (filiales operativas) de Aguas Nuevas, en relación con su nivel de deuda, tomando como referencia y extrapolando el valor bursátil de empresas sanitarias que transan en bolsa. Más aún, bajo el modelo de negocios de las empresas de servicios sanitarios, caracterizado por flujos predecibles destinados a servir el pago de los pasivos, en **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)¹ generado por la empresa (consolidado) presentan importantes holguras sobre los pagos anuales que debe enfrentar el emisor por los créditos asumidos.

¹ 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 2
Evolución del perfil de vencimientos
(Miles de pesos)



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

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída a consecuencia de la probabilidad 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 residente—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.

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.

Es necesario señalar, que esta clasificación podría ser revisada si la reforma al sector sanitario es aprobada en los términos que actualmente se conocen. Además, de monitorear el proceso de enajenación de la participación de *Innovation Network Corporation of Japan* (INCJ) en **Aguas Nuevas**. Con todo, la clasificadora, sobre la base del conocimiento de la realidad chilena, asigna una ínfima probabilidad a que se materialice el proyecto aprobado en la cámara de diputados.

En los doce meses finalizados en septiembre de 2016, **Aguas Nuevas** generó ingresos por aproximadamente US\$ 169 millones², con un EBITDA igual a US\$ 74,4 millones. Cerca del 43,6% del EBITDA fue aportado por Aguas del Altiplano, el 39,2% por Aguas Araucanía, el

² Tipo de cambio utilizado \$658,02/US\$ al 30/09/2016.

18,0% por Aguas Magallanes y el 0,8% por Enernuevas³. Entre 2010 y los doce meses finalizados en septiembre de 2016, este ítem ha promediado los US\$ 60,9 millones. A la misma fecha, sus obligaciones financieras ascendían a US\$ 360 millones.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Línea de bonos		AA-
Bonos	BANUE-A	AA-
Bonos	BAYS3-A	AA-

Contacto en **Humphreys:**

Carlos García B.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".

³ 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.