



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Hernán Jiménez A.

Eric Pérez F.

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

eric.perez@humphreys.cl

Aguas Nuevas S.A.

Septiembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	AA-
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	Junio 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 21 años	Nº 502 de 26.06.07
Línea a 21 años	Nº 652 de 21.01.11
Serie A (BAYS3-A)	Primera Emisión

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ corrientes	2016	2017	2018	2019	jun-20
Ingresos de Explotación	110.224.129	119.443.928	121.843.592	130.642.476	67.457.808
Otros ingresos	1.130.901	148.672	181.161	90.857	15.190
Gastos operacionales totales	-81.255.209	-90.077.284	-90.938.444	-99.400.247	-51.222.097
Resultado Operacional	30.099.821	29.515.316	31.086.309	31.333.086	16.250.901
Gastos Financieros	-10.751.713	-10.976.126	-12.512.881	-12.704.807	-6.420.381
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	6.782.405	13.139.185	13.640.177	17.397.853	9.359.769
EBITDA	49.796.434	51.739.513	52.495.748	57.062.395	29.011.175

Balance general consolidado IFRS					
M\$ corrientes	2016	2017	2018	2019	jun-20
Activos corrientes	28.027.069	57.535.616	50.345.534	49.117.835	57.625.292
Activos no corrientes	516.212.230	527.942.935	567.527.147	583.410.913	588.091.940
Total Activos	544.239.299	585.478.551	617.872.681	632.528.748	645.717.232
Pasivos corrientes	28.815.760	58.004.256	41.060.480	33.589.239	29.352.380
Pasivos no corrientes	303.898.386	304.624.342	352.017.388	365.131.061	367.935.132
Total Pasivos	332.714.146	362.628.598	393.077.868	398.720.300	397.287.512
Patrimonio	211.525.153	222.849.953	224.794.813	233.808.448	248.429.720
Total Pasivos y Patrimonio	544.239.299	585.478.551	617.872.681	632.528.748	645.717.232
Deuda Financiera	238.388.742	260.667.643	292.581.636	293.708.081	298.936.124

Opinión



Fundamentos de la clasificación

Aguas Nuevas S.A. (Ex – Inversiones AyS Tres) es propiedad de *Marubeni Corporation* y *MG Leasing Corporation*, compañía controlada en un 50% por *Marubeni Corporation*; cada una de estas compañías posee un 50% de la propiedad de **Aguas Nuevas**.

La emisora, 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. Según información pública, las tres primeras empresas atienden a más de 451.000 clientes lo que representa una cuota de mercado de 7,9%, los que representan una población aproximada de 1,4 millones de personas. Durante el 2018 **Aguas Nuevas** en conjunto con Toesca Infraestructura Fondo de Inversión adquirieron el 100% de la propiedad de Aguas Chañar, actualmente Nueva Atacama, que opera en la Región de Atacama. Nueva Atacama no consolida su información financiera con **Aguas Nuevas**, pero ésta es quien se encarga de la operación.

A junio de 2020, **Aguas Nuevas** generó ingresos por aproximadamente \$ 67.459 millones, con un EBITDA igual a \$ 29.011 millones. A la misma fecha, sus obligaciones financieras ascendían a \$ 296.936 millones.

Con respecto a los efectos que la pandemia ha tenido sobre la compañía, se puede observar que si bien se han promulgado iniciativas que permiten que un segmento de la población pueda dejar de pagar sus cuentas de servicios básicos sin que tengan corte de estos suministros y repactarlos durante los próximos meses, **Aguas Nuevas** no se ha visto fuertemente afectada por estas medidas, reduciendo su eficiencia de recaudación en los negocios regulados en menos de un 4% y manteniendo una liquidez más que adecuada.

Las principales fortalezas de la compañía, que sirven como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en “Categoría AA-”, son, en su calidad de matriz de empresas del sector sanitario, su condición de monopolista natural en la entrega de un servicio de primera necesidad (agua potable y alcantarillado) en sus tres áreas de concesión y la adecuada diversidad geográfica.

Cabe señalar que la compañía opera dentro de un marco regulador estable y normado bajo criterios técnicos; en este contexto las tarifas son fijadas por un período de cinco años en conformidad con la Ley de Tarifas de los Servicios Sanitarios siendo susceptibles de 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 (reducida

incobrabilidad por la posibilidad de desconectar el suministro), lo cual le entrega el emisor una elevada capacidad para responder a sus pasivos financieros.

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.

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

Otro factor positivo que incorpora la clasificación de riesgo es 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 la compañía.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída por 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. Todo ello atenuado por el criterio técnico que ha primado en Chile en lo relativo a la legislación y normativa de las industrias reguladas, en general, y de las sanitarias en particular.

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.

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.

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 importante señalar, según lo trascendido a la opinión pública, que existe la posibilidad que se produzcan cambios a la regulación de las empresas sanitarias, disminuyendo el retorno de sus inversiones e incluyendo los márgenes de sus negocios no regulados para efectos de fijación de las tarifas reguladas. De avanzar la probabilidad de cambios legales, la clasificación de riesgo sería sometida a revisión.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Monopolio natural.
- Servicio de primera necesidad.
- Marco regulador estable que opera bajo criterios técnicos (sin perjuicio de modificaciones excepcionales).
- Elevada capacidad de abastecimiento.
- Flujos estables y predecibles, con bajo nivel de riesgo.

Fortalezas complementarias

- Alto valor económico de los activos respecto del 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, que 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.

Hechos recientes

Estados financieros a junio de 2020

A junio 2020, la compañía obtuvo ingresos por \$67.458 millones lo que representa un incremento de 3,9% respecto de mismo periodo 2019. Por un lado, los ingresos regulados aumentaron en un 78,6% llegando a \$ 55.319 millones. A su vez, los gastos operacionales de **Aguas Nuevas** crecieron un 6,9%, sumando \$ 51.222 millones. De este modo, el resultado operacional disminuyó un 4,6% (\$ 16.251 millones) y el EBITDA de la compañía totalizó \$ 29.011 millones, un 1,6% superior al de junio 2019.

Con lo anterior, el margen EBITDA disminuyó desde el 44,0% en junio 2019 a 43,0% en junio 2020.

Finalmente, las utilidades de la empresa aumentaron un 17,8% a \$11.284 millones. Este aumento se debe, en parte, a un incremento en los ingresos y a un menor pago de impuestos a junio de 2020.

Los activos de la compañía aumentaron un 4,4% alcanzando \$ 645.717 millones. Este incremento respondió, principalmente, a otros activos financieros que presentó cambios en la tasa para la inversión no remunerada por cobrar a Econssa al término de la concesión.

Por otra parte, los pasivos de la compañía aumentaron un 2,3% y el patrimonio aumentó un 7,2% alcanzando \$ 248.430 millones. Lo anterior, se explica por un aumento en las ganancias acumuladas. La deuda de la financiera cerró el periodo en \$ 298.936 millones, lo que implicó un aumento de 0,9% respecto de junio de 2019.

Adicionalmente, el 30 de julio de 2020 la compañía realizó un canje de los bonos serie A (BAYS3-A), proceso que permitió canjear el 97,3% de los bonos antes indicados por papeles emitidos en sus sociedades operativas Aguas del Altiplano, Aguas Araucanía y Aguas Magallanes por la asuma de UF 5.354.000.

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. Tiene, 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 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 los riesgos de incobrabilidad. En los últimos tres años, el FCLP ha oscilado entre \$ 45.378 millones y \$ 46.879 millones, por su parte, el EBITDA lo ha hecho entre \$ 55.285 millones y \$ 58.574 millones.

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 son 2,6 veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad máxima de producción diaria es de 1,6 veces la demanda máxima que enfrenta. En el caso de Aguas Araucanía, los derechos de agua son 3,6 veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad de producción diaria es de 2,3 veces la demanda máxima que enfrenta la compañía. En Aguas Magallanes los derechos de agua representan cerca de 7,6 veces la demanda máxima diaria, mientras que la capacidad máxima de producción es de 1,3 veces la demanda máxima.

Diversificación geográfica y elevada atomización de clientes: **Aguas Nuevas** es dueña de tres sanitarias y una con participación de 50% junto con Toesca Infraestructura Fondo de Inversión, 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 7,9% (la empresa atiende en torno a 451.000 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 en 2019, la compañía presentaba un nivel de recaudación del 99% medido como el pago

de las cuentas facturables del periodo. Si bien los legisladores permitieron no cortar el suministro de servicios básicos durante la pandemia generada por el Covid-19, la recaudación disminuyó a un 96% a agosto de 2020.

Elevado valor de los activos: De acuerdo con estimaciones de empresas sanitarias que transan en bolsa, el valor económico de **Aguas Nuevas** a lo menos duplica 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.

Acceso a fuentes de financiamiento: El 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 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*, que posee el 50% de la propiedad del emisor de forma directa, está actualmente clasificado en categoría Baa2 en escala global mientras que el patrimonio de **Aguas Nuevas** representa el 2,1% del patrimonio de ésta.

Factores de riesgo

Mercado regulado: La empresa, como toda entidad sujeta a regulaciones especiales, está expuesta a cambios en las normas establecidas y los riesgos relacionados con la aplicación de dichas normativas, como es el cambio promovido por algunos diputados durante el 2017 (**Humphreys** presume baja probabilidad de materialización de esta iniciativa, al menos en los términos aprobados en la Cámara de Diputados).

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 (todo ello, sin desconocer posibles modificaciones puntuales en el corto-mediano plazo que, a juicio de la clasificadora, no representarían un escenario de cambios continuos en el tiempo).

Exposición a factores climáticos y/o fenómenos naturales: La empresa, en cuanto a su captación de aguas, está expuesta a eventuales condiciones climáticas adversas, desde una sequía extrema y prolongada que restringiera la disponibilidad de agua, hasta un año demasiado lluvioso que provocara un exceso de sedimentos en el agua y dificultara la producción. Aun considerando estos factores, el hecho que la compañía

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

Conflictos en la Región de la Araucanía: Un poco menos de 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 48,4% del total de derechos de agua que goza la empresa y genera el 42,1% 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 *INCJ*, accionistas de la sociedad en ese momento. En abril de 2018, **Aguas Nuevas** en conjunto con Toesca Infraestructura Fondo de Inversión adquirieron el 100% de la propiedad de Aguas Chañar, actualmente Nueva Atacama, que opera en la Región de Atacama.

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**.

La compañía está inmersa en un mercado monopólico y regulado, donde es 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 Eléctrico Nacional (SEN).

Captación, producción y distribución

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 85,8% de fuentes subterráneas. Actualmente, cuenta con 70 pozos y drenes en operación.

Aguas Araucanía se abastece con una combinación de producción de fuentes subterráneas (66,4%) y superficiales (33,6%). Cuenta con 88 pozos y drenes, y es la sanitaria que más derechos de agua posee del grupo, con el 48,4% del total.

Aguas Magallanes, dada la abundancia de recursos hídricos en la zona, se abastece sólo 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.

Aguas Nuevas cuenta en total con 48 plantas de tratamiento de agua potable, 50 plantas de tratamiento de aguas servidas, siete emisarios submarinos.

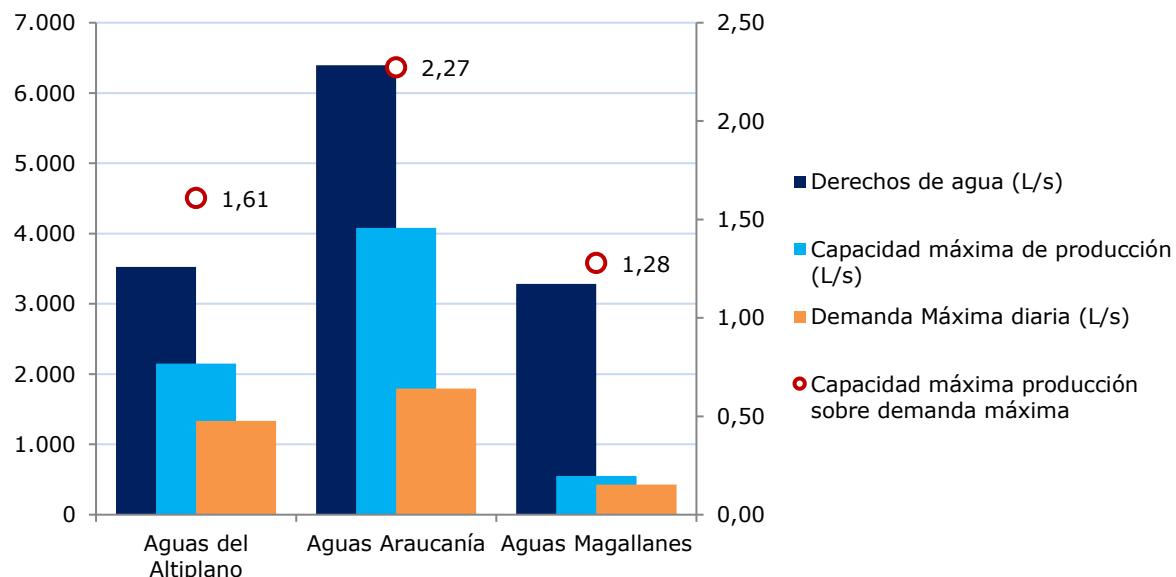
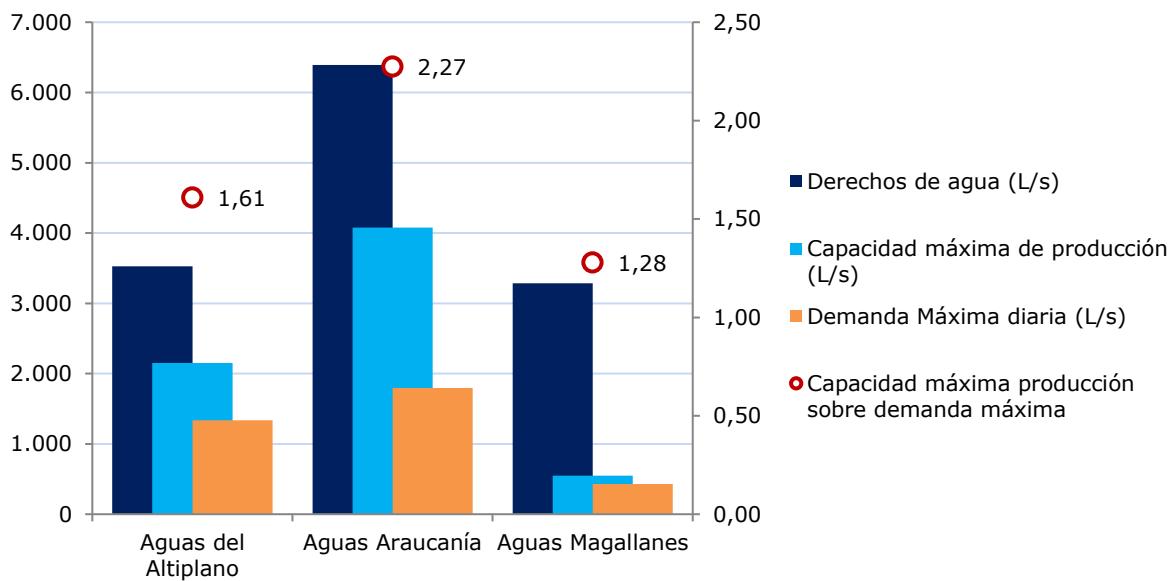


Ilustración 1 Derecho de agua, capacidad y demanda máxima por empresa



La

Ilustración 1, 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.

El agua potable se canaliza a través de las redes de distribución que posee cada sanitaria. En total las redes de **Aguas Nuevas** suman 4.082 kilómetros. Aguas Araucanía representa el 47,1% de esta cifra, lo que se debe a que presta servicios a más clientes y 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 21,7% y 13,1%, respectivamente, del total de redes de distribución de la empresa. Adicionalmente, Nueva Atacama representa un 18,0% de las redes.

Recolección y tratamiento de aguas

Las redes de recolección de aguas servidas (alcantarillado) han sido ampliadas año a año, alcanzando a diciembre de 2019 una extensión de 4.982 kilómetros incluyendo a Nueva Atacama. 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 site plantas de tratamiento de aguas servidas y tres emisarios submarinos, alcanzando una cobertura de tratamiento del 99,1% a 2019, mientras que Nueva Atacama cuenta con nueve plantas de tratamiento y dos emisarios submarinos con una cobertura del 96,8%. Aguas Araucanía es la que presenta la menor cobertura de tratamiento de aguas servidas, llegando en la actualidad al 96,0% del total en relación con sus clientes de agua potable. Aguas Magallanes cuenta con tres plantas de tratamiento de aguas servidas y dos emisarios submarinos, logrando un 98,8% de cobertura para sus clientes.

Propiedad y administración

El controlador final de **Aguas Nuevas** es *Marubeni Corporation*, 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 y un 50% en Nueva Atacama. 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, a diciembre de 2019, se presenta en la Tabla 1.

Tabla 1: Participación de la propiedad de Aguas Nuevas

Nombre	Acciones	Participación
Inversiones Cono Sur Ltda.	92.678.359	50,00%
Inversiones Cono Sur Dos Ltda.	92.678.359	50,00%

Marubeni es una empresa japonesa con una inversión diversificada, participando en el sector 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, ubicada en la Región de Valdivia. La compañía tiene un patrimonio cercano a US\$ 15.191 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. En la Tabla 2 se presenta el directorio de **Aguas Nuevas**.

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 funcionan como unidades netamente operativas y de servicio a clientes. En la Tabla 3 se presentan los principales ejecutivos de la empresa.

Tabla 2: Directorio Aguas Nuevas

Nombre	Cargo
Keisuke Sakuraba	Director
Kenji Ozaki	Director
Vicente Dominguez Vial	Director
Alberto Eguiguren Correa	Director
Seijiro Chiba	Director
Mitsuru Akiyoshi	Director
Kazutoshi Sugimoto	Director Suplente
Seijiro Chiba	Director Suplente
Shunichiro Hatanaka	Director Suplente

Yasuhiko Monkawa	Director Suplente
Naohisa Saga	Director Suplente
Katsuhiko Ishizaki	Director Suplente

Tabla 3: Administración de Aguas Nuevas

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
Francisca Garreton Rodriguez	Gerente de Corporativo Personas
Julio Reyes Lazo	Gerente Legal y de Asuntos Corporativos

Ciencia

El número total de clientes de agua potable de **Aguas Nuevas** es cercano a 578.679, principalmente residenciales, cubriendo una población cercana a 1,4 millones de personas. Así, la compañía se sitúa como el cuarto operador sanitario el país con una participación de mercado de 7,9%, expresado en número de clientes. El 43,0% de los clientes es atendido por Aguas Araucanía, mientras que Aguas del Altiplano provee de servicio al 29,9% y Nueva Atacama a un 17,2%. Por último, Aguas Magallanes atiende a un 9,9%, como se aprecia en la Ilustración 2.

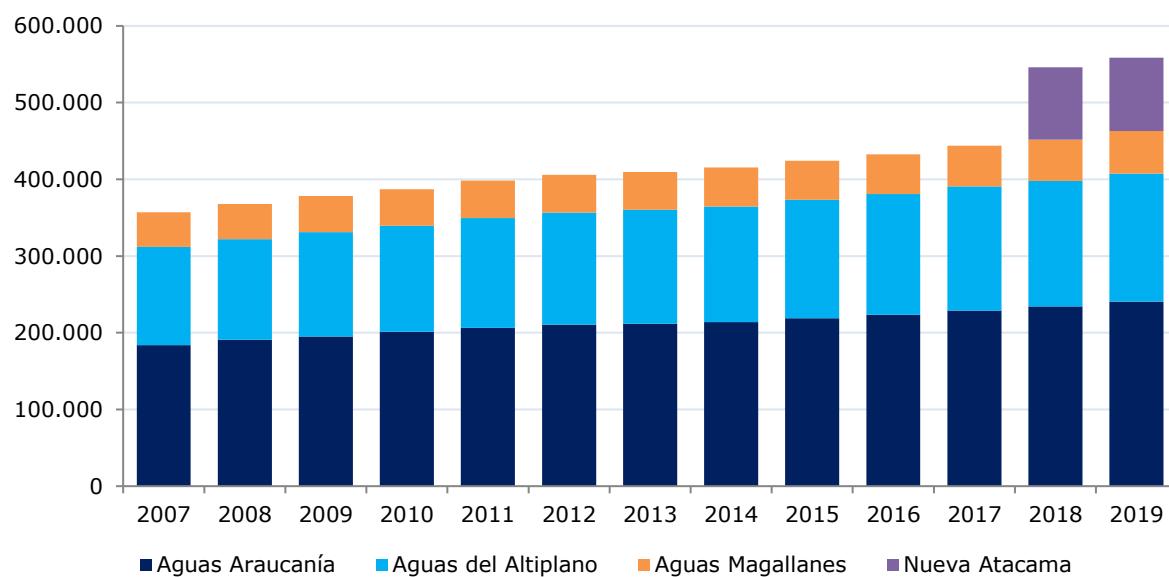


Ilustración 2: Número de clientes por filial

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.

Entre 2011 y los doces meses finalizados en junio de 2020, los gastos operacionales, descontando depreciaciones y amortizaciones, han crecido a una tasa anual compuesta igual a un 8,2%. El ítem que ha experimentado un mayor crecimiento en este periodo es la provisión de incobrables debido a la pandemia, aumentando en un 22,9% o 1,1 veces desde el 2019. El siguiente ítem que ha crecido más desde 2011 es el de personal, que ha crecido un 9,0% compuesto anual. Este ítem pasó de representar un 29,4% de los gastos operacionales, en 2011, a representar un 31,2% de los gastos operacionales al año móvil de junio de 2020 mientras que los incobrables representan un 4,1%.

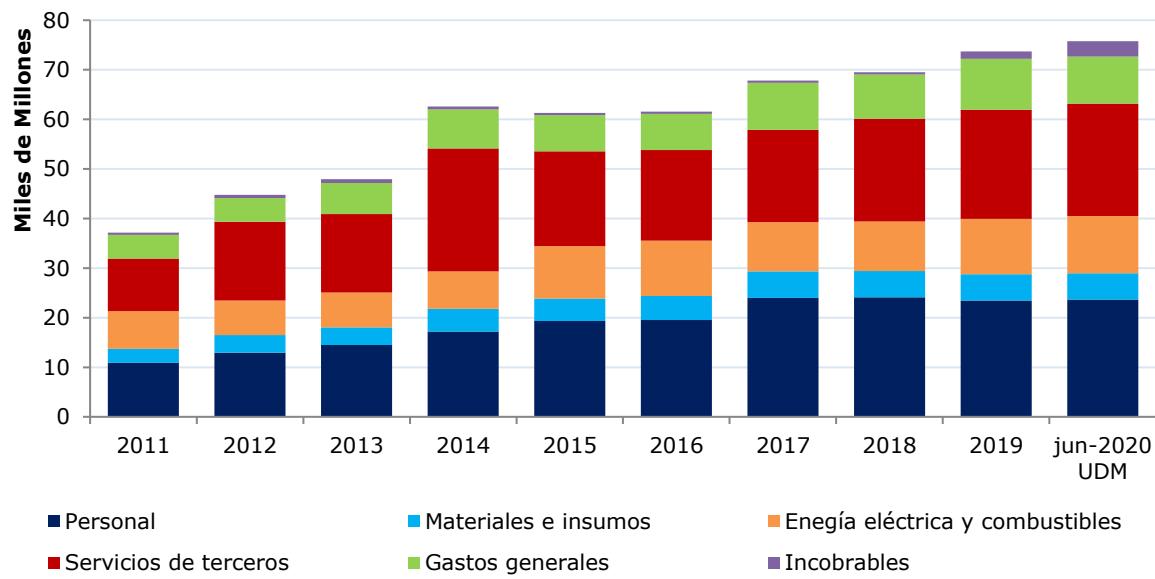


Ilustración 3: Gastos operacionales consolidados

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 aquel entonces Sistema Interconectado del Norte Grande, comprando la electricidad a E.CI 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 15,2% de los costos operacionales al cierre de 2019.

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 monopólico. 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: Para las tarifas del proceso 2018-2023, se acordó prorrogar el decreto tarifario existente en el proceso anterior, manteniendo las actuales tarifas por cinco años.
- 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 \$134.901 millones en los doce meses finalizados a junio de 2020, los cuales provienen principalmente por ingresos por venta de agua potable (46,0%), un poco más de un tercio (36,9%) se origina en el tratamiento de aguas servidas, un 3,0% proviene por otras ventas de servicios por nuevos negocios. La evolución de los ingresos de la empresa se muestra en la Ilustración 4.

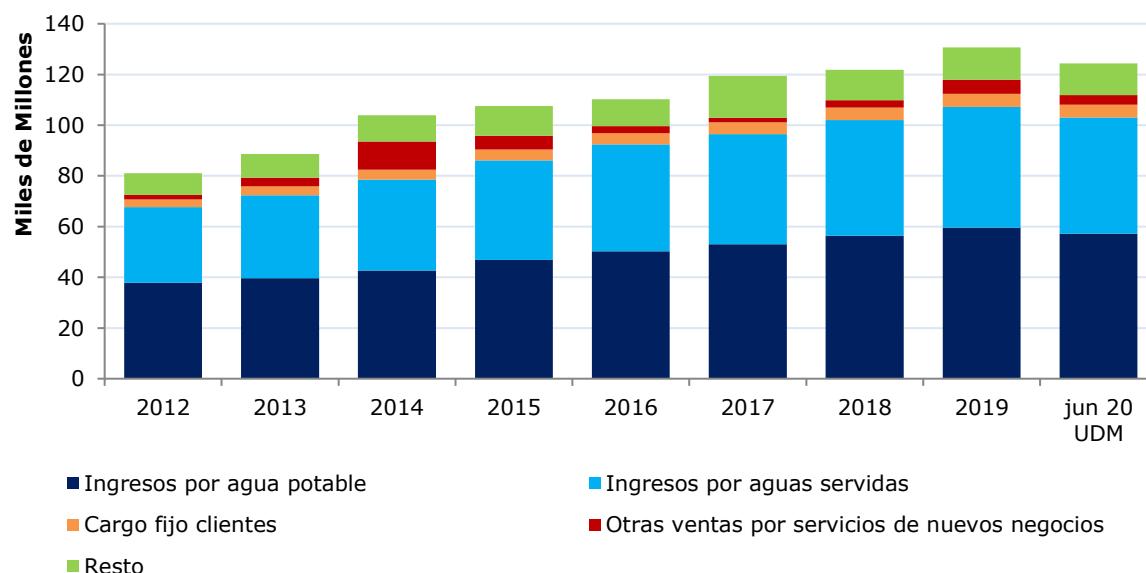


Ilustración 4: Evolución de los ingresos según fuentes

Inversiones

Existe la obligación de acordar un plan de inversiones con la 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 y pueden solicitarse

modificaciones cuando se verifican ciertos hechos relevantes. 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.

Para el 2020 las inversiones por Aguas del Altiplano, Aguas Araucanía y Aguas Magallanes totalizarían las UF 1.169.652, siendo en su mayoría inversiones planificadas para incrementar operaciones. En tanto las inversiones desde el 2021 hasta 2025 alcanzarían los UF 4,8 millones, componiéndose principalmente para incrementar operaciones.

Indicadores financieros

Ingresos

Por las características del negocio en que se desenvuelve la compañía, la evolución de sus ingresos presenta rasgos de alta estabilidad, explicada principalmente por la baja elasticidad-precio que posee el bien sanitario, así como por el menor impacto sobre su consumo en situaciones de stress económico-financiero. El aumento en la escala de sus ingresos obedece a la incorporación de nuevos servicios (como el tratamiento de aguas servidas, la 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 el año móvil finalizado en junio de 2020 han sido de aproximadamente \$115.506 millones, con un crecimiento anual compuesto de 3,5% en el período.

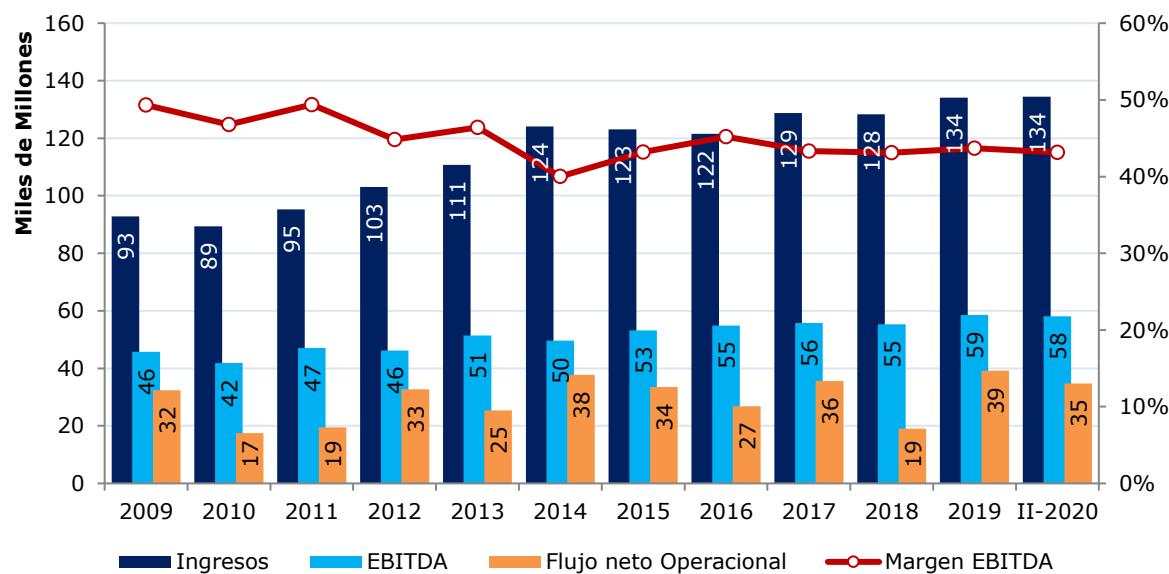


Ilustración 5: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

Según la segmentación por negocio realizada por **Aguas Nuevas**, los ingresos provenientes del sector sanitario corresponden al 98,4%, principalmente desde la región centro (44,4%) a junio de 2020. Por otra parte, el EBITDA de la compañía proviene principalmente del negocio sanitario (98,8%), lo que permite mantener un margen EBITDA sobre el 40%, tal como se puede apreciar en la Ilustración 5.

Endeudamiento

A junio de 2020, **Aguas Nuevas** presentaba una deuda financiera de \$298.204 millones. Un 86,5% corresponde a obligaciones con el público (bonos) y 13,7% a otros (incluye aportes financieros reembolsables). La consecutiva disminución de la deuda financiera entre 2009 y 2016, en conjunto con el sostenido incremento del EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)², 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 4,9 veces a 2016. Mientras que el ratio de deuda financiera a FCLP ha pasado desde las 9,8 veces en 2009 a 4,9 veces al mismo año. Tras la emisión de nueva deuda por parte de Aguas del Altiplano y Aguas Araucanía, los indicadores han aumentado a 5,3 veces para el caso de la deuda financiera sobre EBITDA y 6,5 veces frente al FCLP a junio de 2020.

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 considerablemente en los próximos períodos y la compañía aún puede hacer frente a sus obligaciones, presentando menos holguras durante el 2031, tal como se muestra en la Ilustración 7.

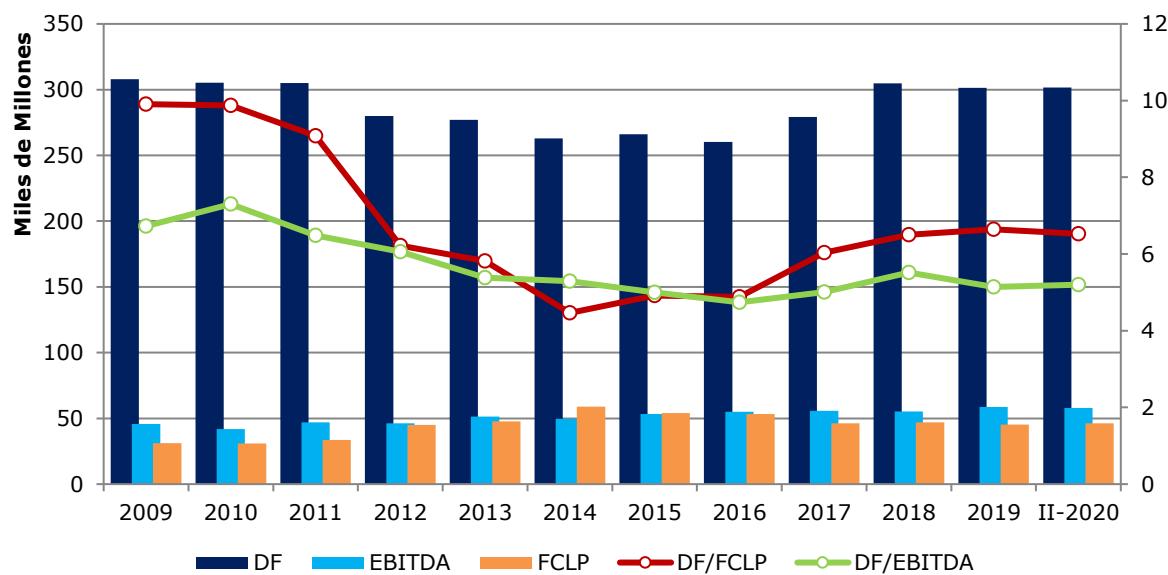


Ilustración 6: Evolución de la deuda financiera, FCLP y EBITDA

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.

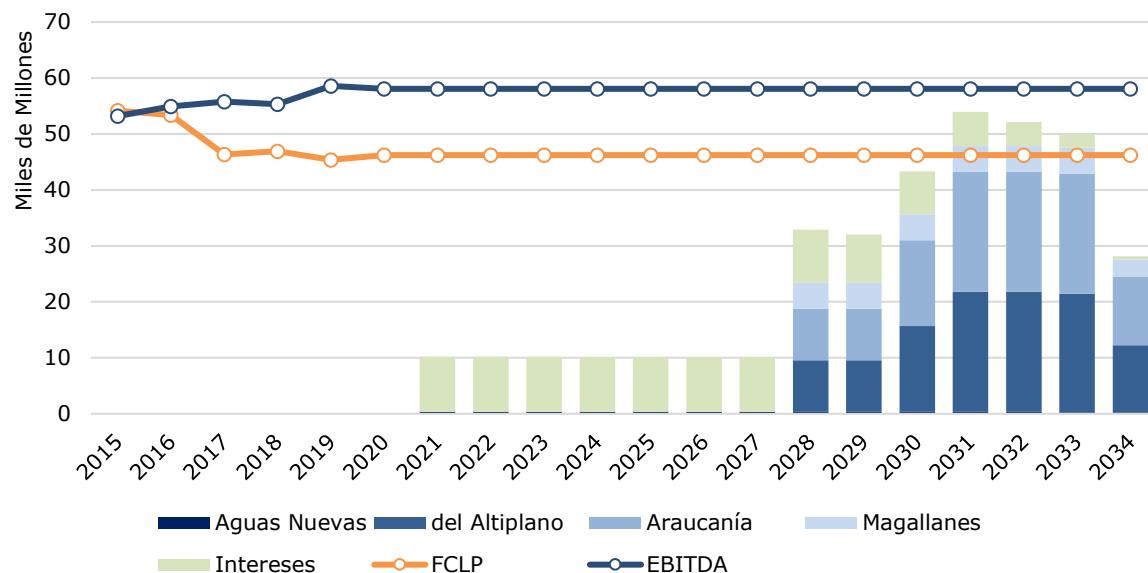


Ilustración 7: Evolución del perfil de vencimientos

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 los bonos (en este caso corresponde hasta el año 2034), sin incluir el pago que realizaría Econssa³ a la sociedad al término de la concesión, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera de **Aguas Nuevas**. De esta forma, el indicador muestra una relación en torno a las dos veces hasta el 2025 y luego hacia el 2031 va disminuyendo, pero siempre manteniéndose sobre la unidad, tal como se presenta en la Ilustración 8. Dicho indicador se ve favorecido al incluir el pago de Econssa.

Liquidez

La razón circulante⁴ de la compañía tuvo un importante incremento, pasando de las 0,86 veces en 2013 a 1,33 veces en 2014, ratio que se contrajo hasta 2017. Sin embargo, a junio de 2020, el indicador aumentó a 1,96 veces gracias a una disminución de otros pasivos financieros principalmente.

³ Este pago que debe realizar Econssa a la sociedad, corresponde a la inversión en infraestructura no remunerada por tarifa, al término de la concesión.

⁴ Razón Circulante medida como el Activo Circulante sobre el Pasivo Circulante.

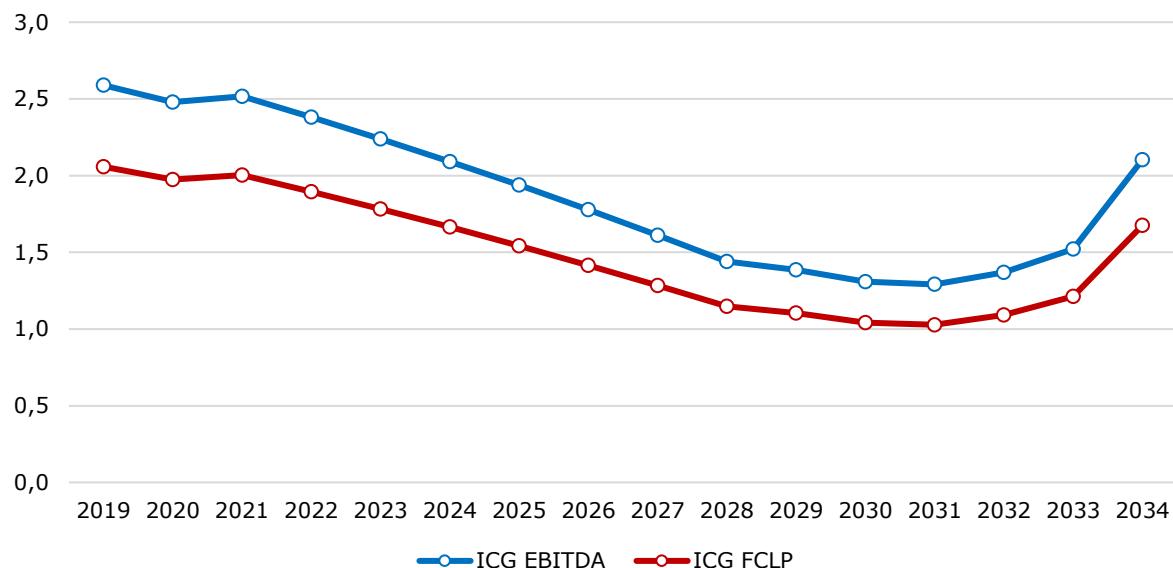


Ilustración 8: Índice de cobertura global de la deuda



Ilustración 9: Evolución de la razón circulante

Rentabilidad⁵

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. A junio de 2020, la rentabilidad total del activo se situó en 2,9%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio cerró en 7,7%. Cabe consignar, que los altos niveles registrados por estos indicadores durante 2012 y 2013 no son representativos

⁵ 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.

de la rentabilidad de largo plazo de la compañía, y se producen por ganancias tributarias no recurrentes. Por otra parte, la rentabilidad operacional ha promediado un 53,3% entre 2009 y junio de 2020, mientras que este último periodo finalizó en 46,1%.

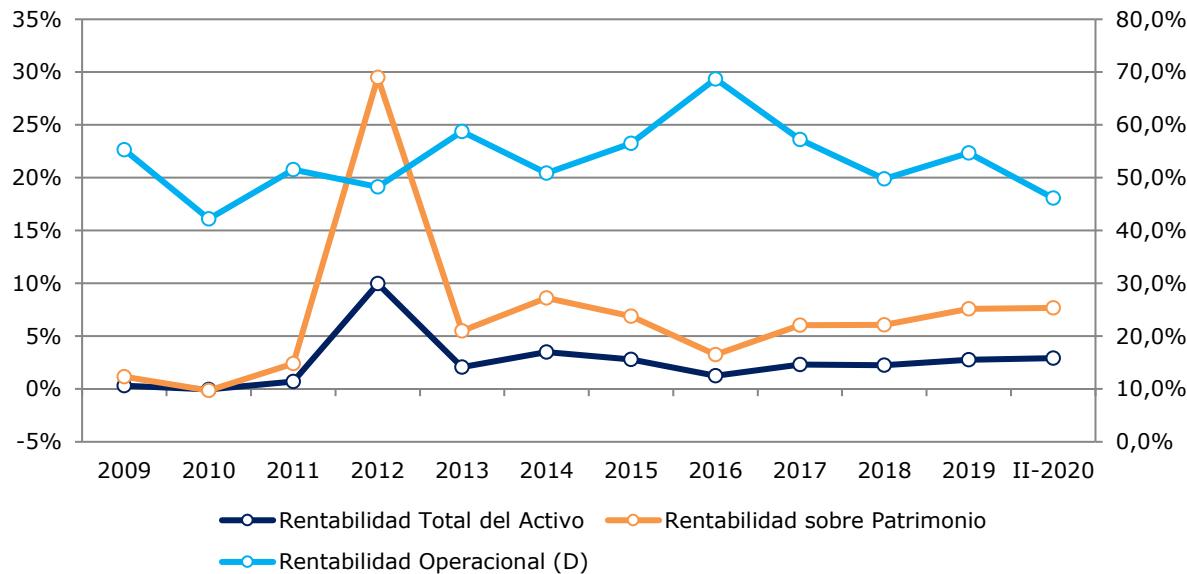


Ilustración 10: Rentabilidad del activo, patrimonio y operacional

Bonos

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

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

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

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	jun-20
Bono AyS Tres	Obligaciones financieras consolidadas netas/EBITDA	Menor a 6,0 veces	4,41
	EBITDA/Gastos financieros netos	Mayor a 2,0 veces	7,50

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."