



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Nueva Clasificación

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Inversiones AyS Tres S.A.

Octubre 2010

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
Solvencia Tendencia	A+ Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	Diciembre de 2009

Opinión

Fundamento de la clasificación

Inversiones AyS Tres S.A. (AyS Rres) 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).

A diciembre de 2009 la sociedad de inversiones a nivel individual poseía activos por US\$ 468 millones, contabilizando un patrimonio total de US\$ 225 millones. Aguas Nuevas, a junio de 2010, poseía activos por US\$ 713 millones, con un nivel de patrimonio de US\$ 390 millones.

La clasificación de solvencia 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.

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 (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 no incremente fuertemente su 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 Categorías 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

A diciembre de 2009 la compañía presentaba un resultado operacional negativo de \$ 110 millones y un resultado no operacional de \$ 181 millones, totalizando una pérdida del ejercicio por \$ 85 millones, lo que se compara favorablemente con la pérdida de \$ 4.596 millones de 2008.

Los activos de la compañía alcanzan los \$ 237.390 millones, considerando la inversión en Aguas Nuevas como VPP. A diciembre de 2009 Aguas Nuevas poseía activos por \$ 397.706 millones.

El año 2009 la deuda financiera individual alcanzaba los \$ 119.416, millones correspondientes a créditos sindicados, y un patrimonio de \$ 114.192 millones.

En Diciembre de 2010 Aguas Nuevas fue adquirida en partes iguales por sus actuales dueños, Marubeni Corporation e Innovation Network Corporation of Japan (ambas japonesas) al Fondo de Inversión Santander Infrastructure Fund II, L.P., de propiedad del Banco Santander de España.

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.

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.

Factores de Riesgo

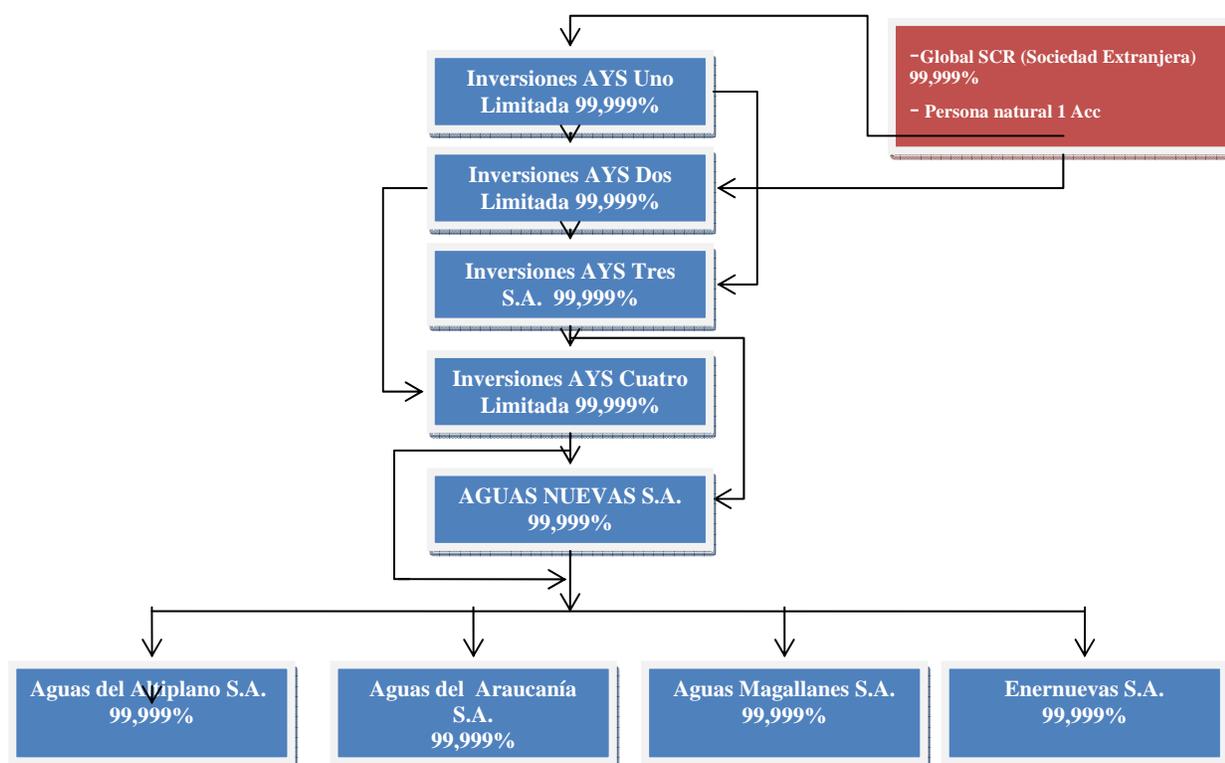
Dependencia de los flujos de caja y utilidades de las empresas operativas: Los flujos necesarios para servir la deuda de **AyS tres** dependen directamente de la capacidad de generar caja y de la obtención de utilidades de las empresas operativas del grupo. Lo anterior se ve atenuado por los ingresos 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

La estructura de propiedad del grupo a junio de 2010 es la que se muestra a continuación:



A continuación se presenta a los directores de la compañía:

Nombre	Director
Presidente	Pedro Batalla Casanovas
Director	Joan David Grimá Terre
Director	Nicolás Arenas Montero
Director	Arturo Bulnes Concha
Director Suplente	Patricio Montes Astaburuaga
Director Suplente	Jorge Granic Latorre
Director Suplente	Carlos Ignacio Larraín Hurtado
Director Suplente	Víctor Manuel Avilés Hernández.

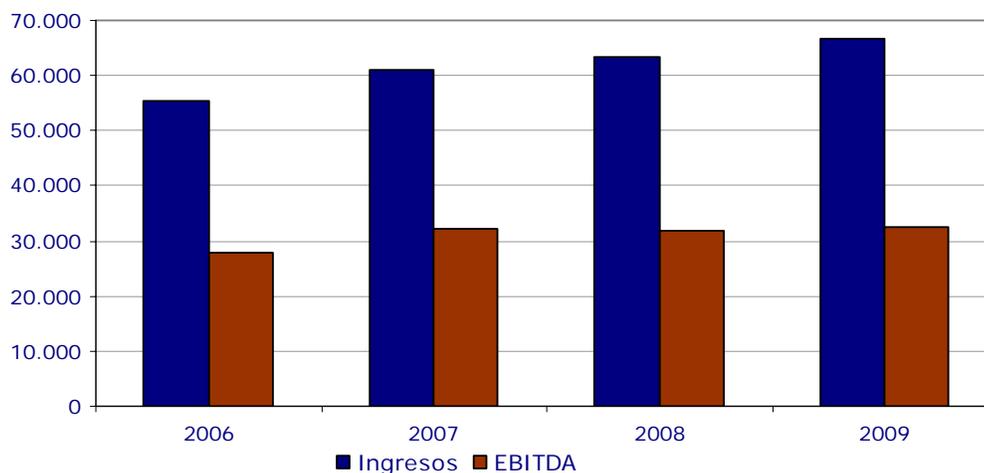
Aguas Nuevas

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. Los principales indicadores financieros de Aguas Nuevas se presentan a continuación.

Evolución ingresos

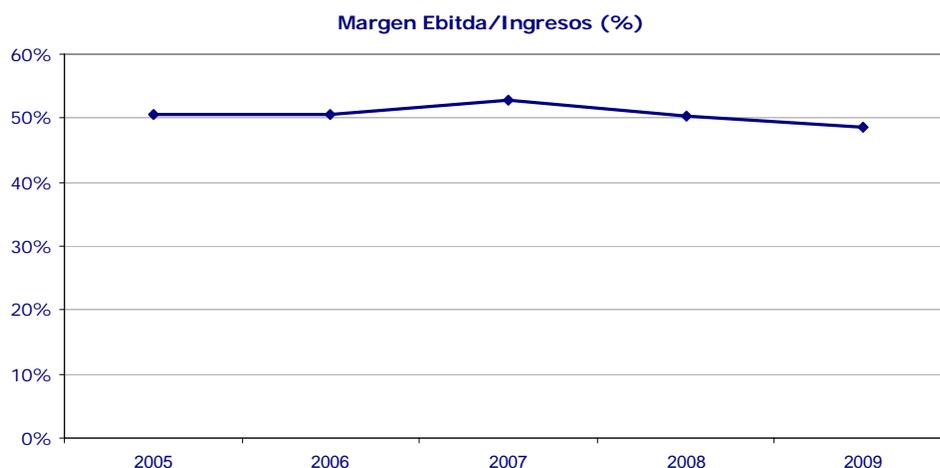
Por las características del negocio en que se desenvuelve la compañía, la evolución de sus ingresos presenta características de alta estabilidad, explicadas principalmente por la baja elasticidad-precio que posee el bien sanitario, así como por el menor impacto sobre su consumo de las situaciones de *stress* económico-financiero. En la práctica, los ingresos de la empresa como promedio de los últimos cuatro años han sido US\$ 122 millones, con un crecimiento anual compuesto de 6,5% entre 2005 y 2009.

Evolución Ingresos y EBITDA (MM\$ Dic. 2009)



En 2009 los ingresos alcanzaron US\$ 131 millones. La filial Aguas del Altiplano aportó el 43% de ellos, Aguas Araucanía el 42% y Aguas Magallanes el 15%.

En términos de EBITDA, la empresa ha presentado una evolución similarmente estable a la trayectoria de los ingresos, lo que se refleja en que la relación EBITDA/Ingreso ha sido en promedio de 50,6% en los últimos cinco años (48,6% a diciembre de 2009). A diciembre de 2009, el EBITDA generado por la compañía fue de US\$ 64,2 millones, los que se distribuyen en 39,5%, 40,4% y 20,1% en sus filiales Altiplano, Araucanía y Magallanes, respectivamente, siendo los márgenes de EBITDA de 2009 de 44,7%, 47,4% y 64,5%, respectivamente, difiriendo entre otras razones por los distintos costos en la obtención del agua.

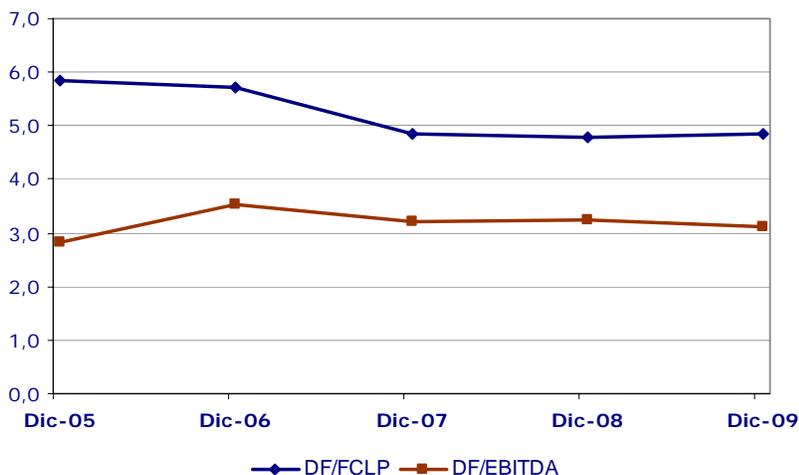


Endeudamiento

Aguas Nuevas posee una deuda financiera cercana a los US\$ 199 millones, el 24% de los cuales corresponde a deudas bancarias y un 76% a obligaciones con el público (bonos). Es importante destacar que la evolución del endeudamiento ha sido estable, mostrando en términos relativos con su capacidad de generación de caja de largo plazo (a través de la metodología aplicada por **Humphreys**¹) una relación de 4,8 veces a fines de 2009, la misma que se observaba en diciembre de 2008 y similar a los 4,9 de diciembre de 2007. A continuación se muestra gráficamente la evolución del indicador calculado por la clasificadora, que refleja la capacidad de generación de caja a largo plazo de la compañía, además de la relación deuda financiera sobre EBITDA:

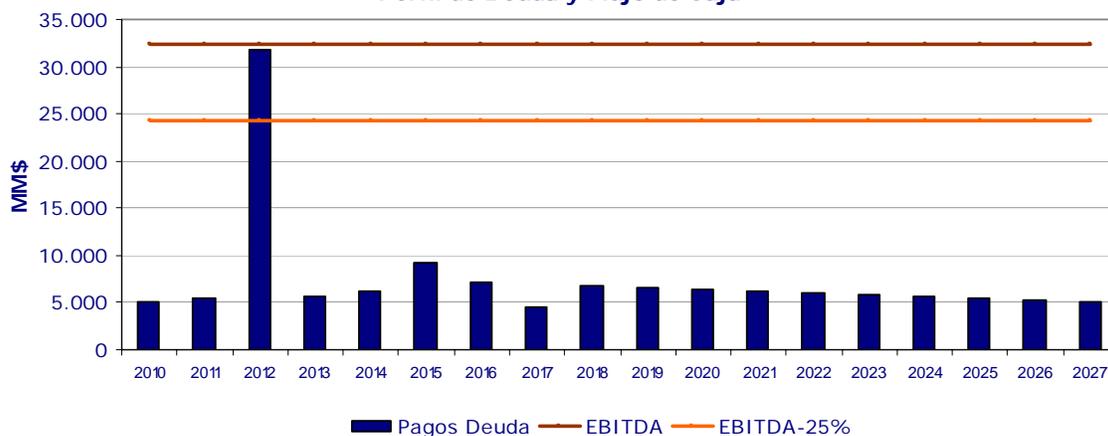
¹ Rendimiento de los activos de la empresa considerando el promedio de cinco años.

Deuda Financiera y Flujos de Caja



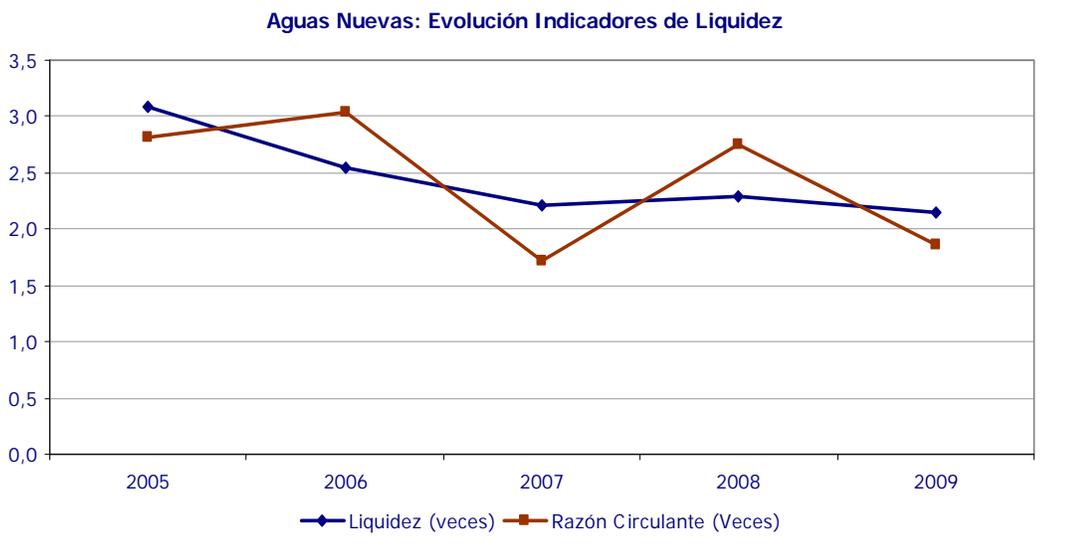
Asimismo, al comparar el perfil de pago de la deuda con la generación de caja de la compañía, se observa una situación ajustada durante 2012, año en que se debe pagar el capital completo de los bonos *bullet* de la serie B emitida en 2007, más los pagos correspondientes a la deuda bancaria, por un total equivalente al 98,1% del EBITDA 2009. Dadas las características de estabilidad del negocio de **Agua Nuevas**, **Humphreys** considera como alta la probabilidad de que la empresa acceda a refinanciamiento para pagar el vencimiento. A continuación se contrasta el EBITDA actual con su perfil de pagos futuro:

Perfil de Deuda y Flujo de Caja



Liquidez

Producto del alza en el costo de explotación, la liquidez de la compañía² presentó una baja hasta un nivel de 1,78 veces en diciembre de 2009, desde los 2,15 veces de igual mes de 2008. Mientras, la razón circulante³ se elevó hasta 2,2 veces, desde el nivel de 1,86x que alcanzaba en diciembre de 2008. En el siguiente gráfico puede verse la evolución de ambos indicadores:

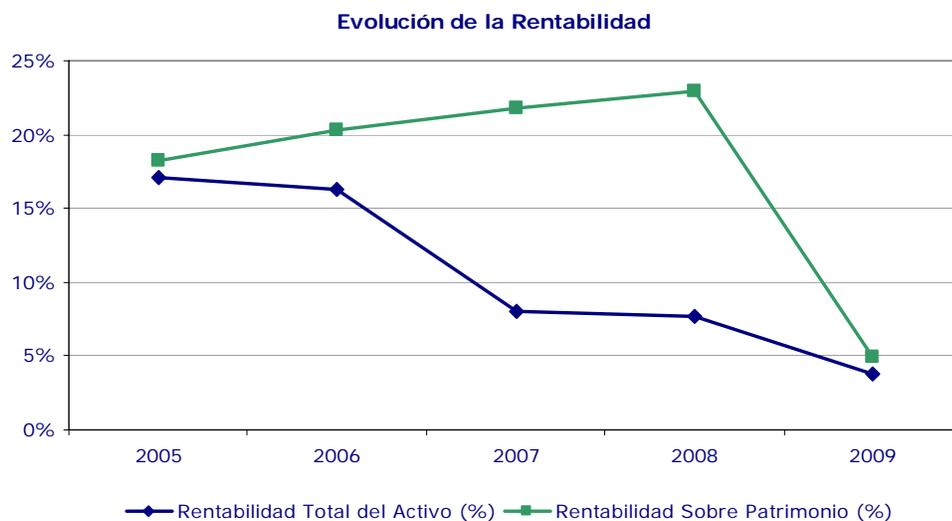


Rentabilidad

La compañía opera en un mercado esencialmente estable, donde la mayor preocupación se centra en lograr niveles de eficiencia que permitan rentabilizar de manera adecuada la inversión. En este contexto, la rentabilidad histórica de los activos de la compañía se ha posicionado en torno al 6,5% (promedio de los últimos tres años), siendo a diciembre de 2009 de 3,8%. En cuanto a la rentabilidad del patrimonio, alcanzó a un 4,9% en 2009, mientras que en 2008 fue de 23%. Las fuertes diferencias de rentabilidad entre ambas fechas son consecuencia del aumento tanto del nivel total de activos como del patrimonio de la empresa, a consecuencia de la fusión con su matriz Inversiones ASP S.A. A pesar de esta caída en las tasas de rentabilidad, debe destacarse que la generación de caja de Aguas Nuevas medida como EBITDA se ha mantenido estable en torno a los \$ 32 mil millones en los últimos tres años. A continuación se muestra la evolución de la rentabilidad tanto del activo como del patrimonio para los últimos cinco años:

² Liquidez = Ingreso de Explotación/(Costo de Explotación-Depreciación).

³ Razón Circulante = Activo Circulante/Pasivo Circulante.



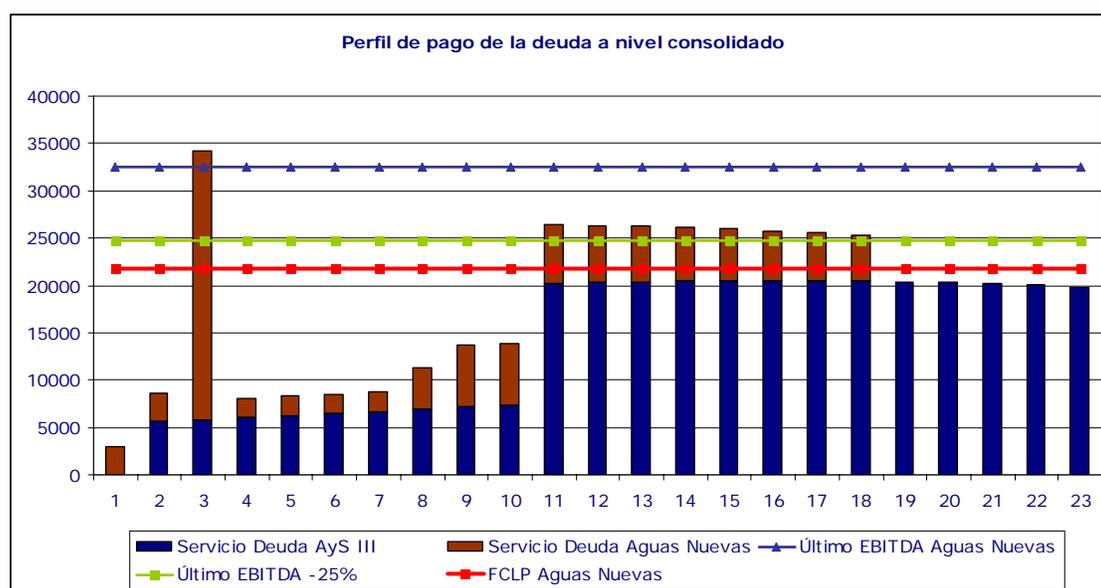
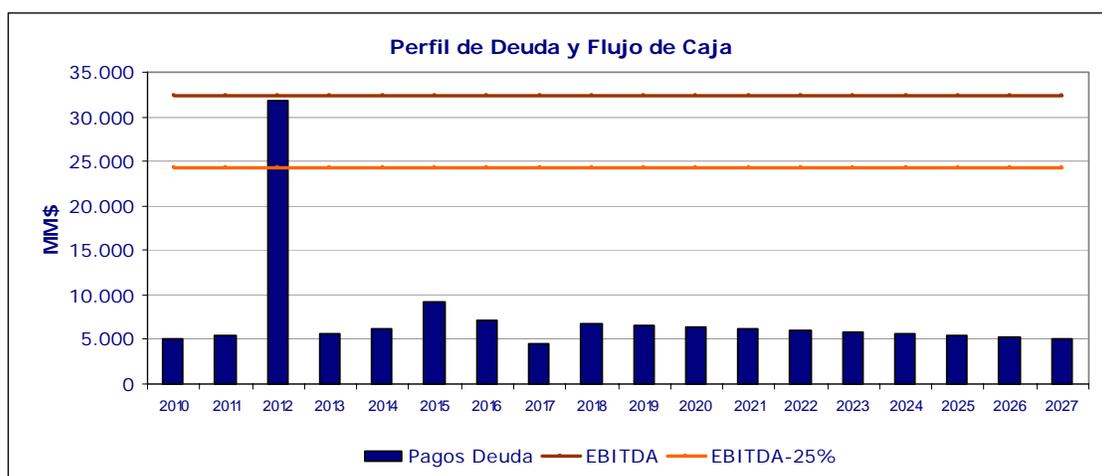
Análisis financiero

A continuación se presentan las principales partidas contables de la sociedad **AyS Tres**:

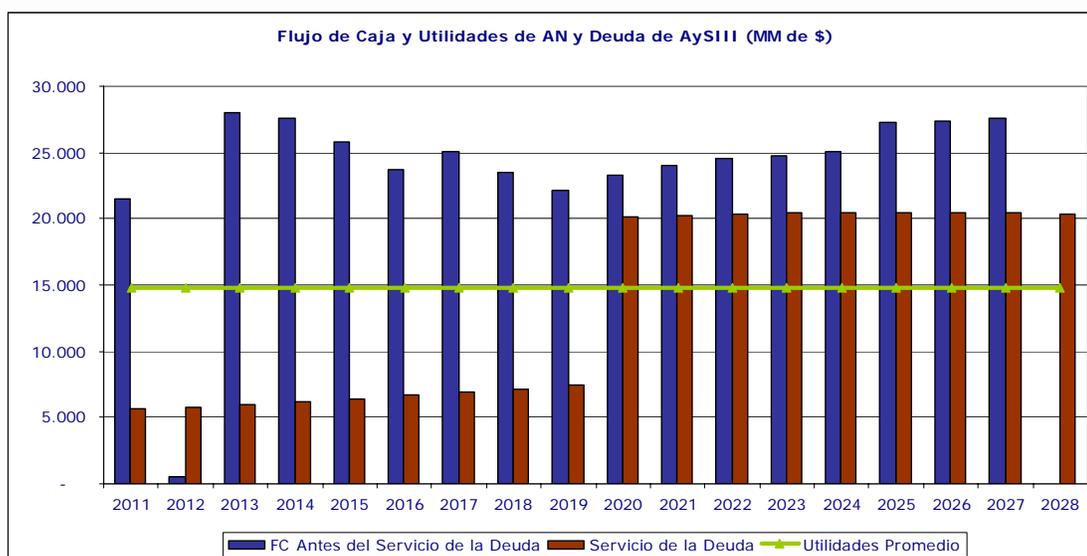
Estado de Resultados Consolidado		
M\$ a Dic-2009	Dic-2008	Dic-2009
Ingreso de Explotación	0	0
Costo Explotación	0	0
Gasto Admin. y Venta	-110.735	-155.942
Resultado Operacional	-110.735	-155.942
Gastos Financieros	-9.205.239	-3.675.567
Utilidad Neta	-85.792	-4.596.122
Balance General Consolidado		
M\$ a Dic-2009	Dic-2008	Dic-2009
Activo Circulante	1.914.824	615.364
Otros Activos	235.475.290	191.844.657
Total Activos	237.390.114	192.496.021
Pasivo Circulante	12.392.638	89.099.534
Pasivo Largo Plazo	110.805.432	0
Patrimonio	114.192.044	103.396.487
Total Pasivos	237.390.114	192.496.021

Análisis de la deuda

A nivel consolidado, el endeudamiento del grupo **AyS Tres** ascendería a cerca de US\$ 402 millones, lo cual dobla la deuda de Aguas Nuevas, por lo cual los niveles de *stress* soportados son menores, 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. En los siguientes gráficos se muestra el perfil de pago de la deuda de la compañía Aguas nuevas y el perfil de pago teórico a nivel agregado, es decir, introduciendo el perfil del bono. Allí queda demostrado el menor nivel de *stress* soportado por **AyS Tres**.



Por otra parte, **Humphreys** ha analizado la disponibilidad de caja para **AyS Tres**, luego del pago de las obligaciones y las inversiones de Aguas Nuevas, también observando las utilidades promedio para los últimos tres años (asumiendo que los dividendos de Ays Cuatro son repartidos a **AyS Tres**). Lo anterior se refleja en el gráfico que se muestra a continuación, donde se puede observar que de acuerdo a las proyecciones de la Clasificadora, existe una holgura para el pago de las obligaciones de **AyS Tres**, aunque el nivel de utilidades es menor (después del año 2020) al necesario para el pago, lo anterior se atenúa por la caja sobrante en los periodos anteriores.



“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”