



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Elisa Villalobos H.

Tel. 56 – 2 – 2433 52 00

elisa.villalobos@humphreys.cl

Inversiones AyS Tres S.A.

Abril 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 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 2013

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

Inversiones AyS Tres: Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ corrientes	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos de Explotación	67.504.943	65.988.314	72.626.670	81.026.755	88.582.905
Total Gastos de Ventas Administración	-50.433.307	-51.679.145	-51.363.605	-59.968.385	-64.313.041
Resultado Operacional	17.425.089	14.635.216	21.657.268	21.053.501	24.715.367
Gastos Financieros	-16.300.621	-14.687.547	-12.650.330	-10.493.962	-10.869.960
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	1.379.841	-185.648	3.052.242	44.153.984	9.529.685
EBITDA	33.445.505	30.585.940	35.842.516	36.282.345	41.103.964

Inversiones AyS Tres: Balance general consolidado IFRS					
M\$ corrientes	2009	2010	2011	2012	2013
Activos corrientes	24.841.004	27.565.632	39.024.947	29.547.288	36.128.462
Activos no corrientes	401.988.945	384.737.408	403.436.347	408.433.514	416.939.048
Total Activos	426.829.949	412.303.040	442.461.294	437.980.802	453.067.510
Pasivos corrientes	27.299.756	130.768.513	43.367.133	31.625.827	39.836.817
Pasivos no corrientes	280.995.801	163.243.367	265.573.845	242.055.859	229.188.345
Total Pasivos	308.295.557	294.011.880	308.940.978	273.681.686	269.025.162
Patrimonio	118.534.392	118.291.160	133.521.316	164.299.116	184.042.348
Total Pasivos y Patrimonio	426.829.949	412.303.040	442.462.294	437.980.802	453.067.510
Deuda Financiera	223.836.887	227.475.773	236.215.540	221.506.346	224.320.404

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 2013, poseía activos por US\$ 846,9 millones¹, con un nivel de patrimonio de US\$ 588 millones, y una deuda financiera de US\$ 185 millones. Por su parte, a esa misma fecha, **AyS Tres** poseía activos por US\$ 863,6 millones, un patrimonio de US\$ 350,8 millones, y una deuda financiera de US\$ 427,6 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 redunda 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.

¹ Tipo de cambio utilizado \$524,61/US\$ al 31/12/2013.

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 refinaciamiento

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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Hechos recientes

Estados financieros a diciembre de 2013

En 2013, en términos consolidados la compañía tuvo ingresos por \$88.582 millones, lo que representa un incremento de 9,33% en relación a 2012, lo que se debe, principalmente, a mayores ingresos por aguas servidas, los que aumentaron en un 9,7%, explicado por mayores ventas físicas de alcantarillado. A lo anterior, le sigue los mayores ingresos por agua potable, los que crecieron un 4,66% por mayor consumo de metros cúbicos.

El total de costos de venta y administración aumentaron en 7,2%, principalmente por el incremento registrado en el gasto por beneficios a los empleados, debido a mayores sueldos base, complementos salariales y aportes de la empresa.

Con lo anterior, el resultado operacional presentó un incremento del 17,4%, llegando a los \$24.715 millones debido al mayor crecimiento registrado por los ingresos en comparación al aumento en los costos, y por una fuerte alza de otros ingresos operacionales, los cuales totalizaron \$354,7 millones. El EBITDA del año, derivado de lo anterior, alcanzó los \$41.104 millones, un 13,3% superior a 2012.

Finalmente, la empresa presentó utilidades por \$ 9.530 millones, un 78,4% inferior a las obtenidas en 2012, que superaron los \$44.154 millones. Sin embargo, las utilidades obtenidas en 2012 se explican fundamentalmente por ganancias tributarias no recurrentes, lo cual llevó a los accionistas a acordar no retirar dividendos, puesto que las utilidades extraordinarias no eran representativas del margen habitual del negocio.

A fines de 2013 la deuda financiera alcanzó \$224.320 millones correspondiente a bonos y créditos bancarios, mientras su patrimonio es de \$184.042 millones.

Eventos recientes

En septiembre de 2013 Aguas Nuevas acordó una asociación con la empresa australiana Osmoflo PTY., con la finalidad de participar conjuntamente, mediante la incorporación de Aguas Nuevas, en la propiedad de una sociedad chilena. De este modo, se creó Osmoflo Chile SpA, la que en un 40% es de propiedad de Aguas Nuevas

y el resto está en manos de la australiana. Esta empresa participará en los mercados de provisión de aguas industriales o de purificación de aguas servidas desarrollando sistemas de desalinización tanto en Chile como en Sudamérica.

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 2013, en niveles iguales 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 que resta de la concesión, 20 años, la suma de las mismas supera en un 52% 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 próximo doce meses.

Accesos de fuentes de financiamiento: El elevado valor de los activos del emisor, aludidos anteriormente, facilita el acceso al 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, a diciembre de 2013, de US\$ 14.741 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 2013, 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.

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

Aguas Nuevas S.A.	
Accionista	Participación
Inversiones AyS Cuatro Ltda.	99,999999996%
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. ya través de las dos primeras, Enernuevas.

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

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

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

A continuación se presenta a los directores de la compañía:

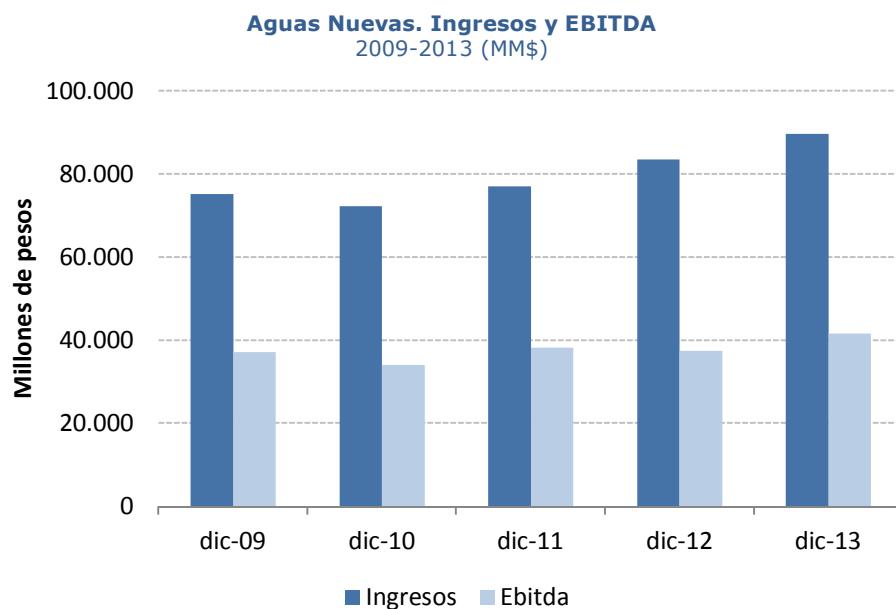
Nombre	Cargo
Toshimitsu Oda	Presidente
Masato Hiraoka	Director
Tetsuro Toyoda	Director
Kensuke Tatsukawa	Director
Shinichi Takano	Director
Kazuki Kawabe	Director
Shunsuke Yamamuro	Director Suplente
Kazuhiro Uchino	Director Suplente
Sayaka Iwase	Director Suplente
Soichi Inoue	Director Suplente
Takeshi Sekine	Director Suplente
Yoshihiko Kobayashi	Director Suplente

Indicadores financieros de Aguas Nuevas²

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

Evolución ingresos

Por las características del negocio en que se desenvuelven las sanitarias, sus ingresos presentan características de alta estabilidad, explicadas principalmente por la baja elasticidad-precio que posee el bien sanitario, así como por el menor impacto sobre su consumo de las situaciones de *stress* económico-financiero. En la práctica, los ingresos promedio de la empresa entre los años 2009 y 2013 han sido US\$ 151,7 millones, con un crecimiento anual compuesto de 4,48% en el período.

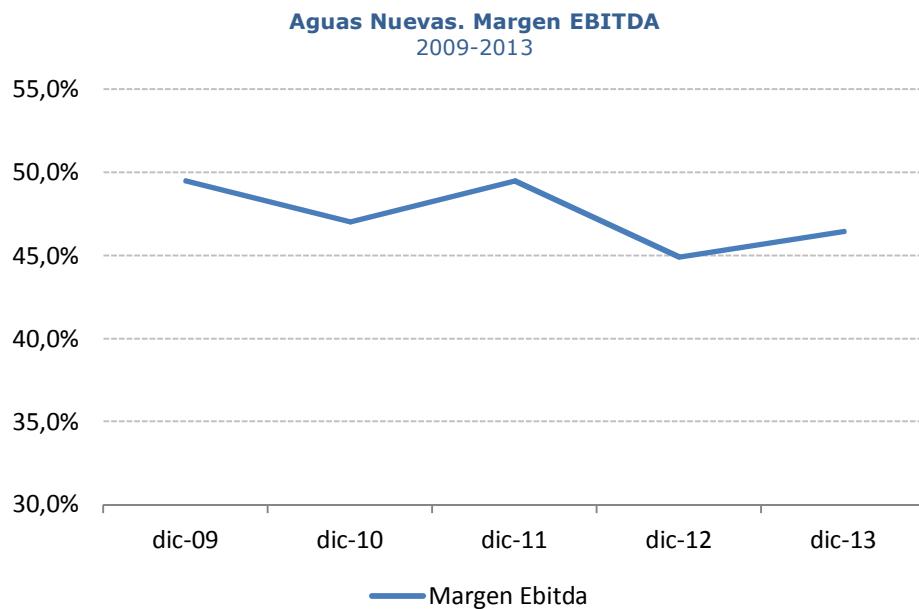


Durante 2013, los ingresos alcanzaron US\$ 169 millones, un 9,33% superior a lo registrado, en pesos, durante 2012, producto de un mayor consumo de agua potable y mayores ventas físicas de alcantarillado. La filial Aguas del Altiplano aportó el 44,52% de ellos, Aguas Araucanía el 40,09%, Aguas Magallanes el 13,10% y Enernuevas el 1,05%.

El margen EBITDA, se ha mantenido por sobre el 45% en el periodo analizado, lo que da cuenta de la estabilidad de los flujos de la empresa. Al término de 2013, este indicador cerró en 46,5%, mayor al de 2012 puesto que el EBITDA creció un 11,13%.

² Para mayor información, revisar el Informe de Clasificación de Riesgo de Aguas Nuevas en la página web www.humphreys.cl.

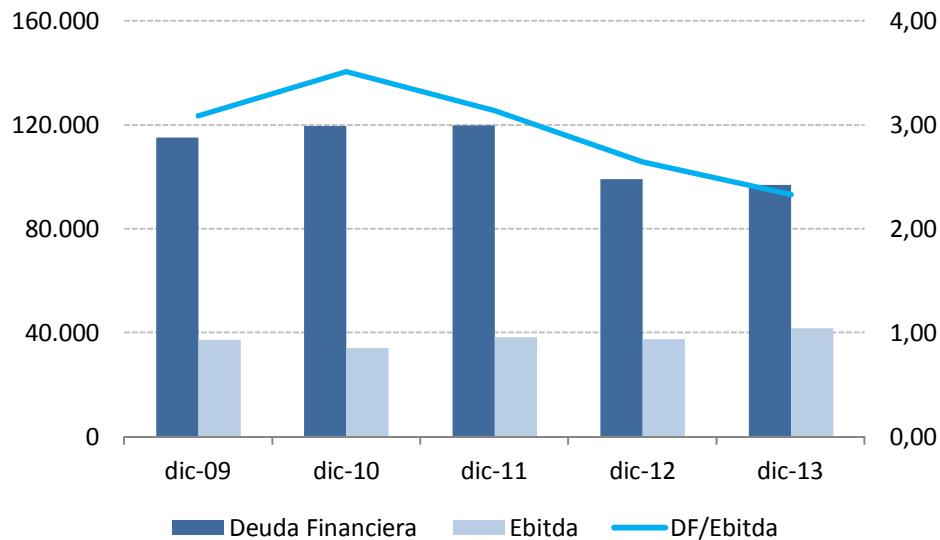
A diciembre de 2013, el EBITDA generado por la compañía fue de US\$ 79,44 millones, los que se distribuyen en 46,63%; 41,38%; 15,37% y 1,13%³ en sus filiales Altiplano, Araucanía, Magallanes y Enernuevas, respectivamente, siendo los márgenes de EBITDA de 2013 de 48,7%, 48,0%, 54,5% y 50,0% respectivamente.



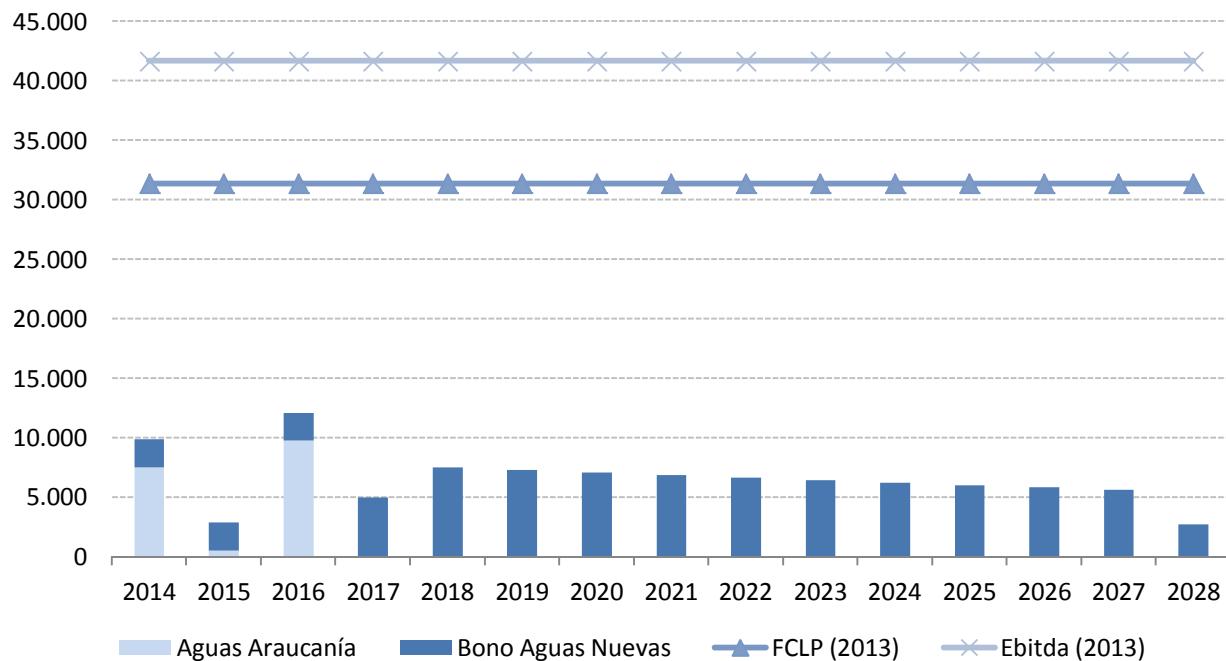
Endeudamiento

A diciembre de 2013, Aguas Nuevas presentaba una deuda financiera de \$97.062 millones (US\$ 185 millones), un 23,31% de los cuales corresponde a deudas bancarias, un 58,77% a obligaciones con el público (bonos) y 17,92% 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 levemente desde 2,64 veces en 2012 a 2,33 veces en 2013.

³ La diferencia se explica por el ítem "Otros" que genera EBITDA negativo que alcanza un 4,52% del total.

Aguas Nuevas. Deuda Financiera/EBITDA
 2009- 2013


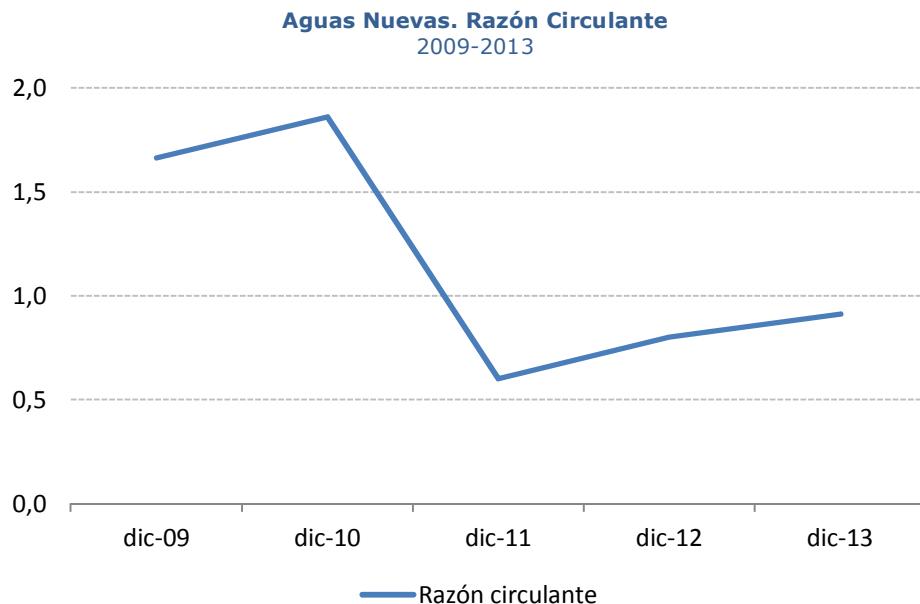
Asimismo, al observar el perfil de pago de la compañía, se aprecia una situación de holgura durante todo el período de pago de la deuda, lo cual refleja que la entidad tiene capacidad para distribuir utilidades y/o generar préstamos relacionados a su filial.

Aguas Nuevas. Perfil de vencimiento deuda
 2014-2028


Liquidez

Luego de los valores superiores a uno que experimentó la razón circulante⁴ 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. A diciembre de 2013 ya supera las 0,9 veces, aunque se mantiene bajo uno.

Este indicador presenta una mejoría respecto de 2012, por un aumento en 22,51% de los activos circulantes, principalmente por mayor efectivo y equivalentes a este, los que pasaron de \$1.415 millones a \$5.088 millones a diciembre de 2013.

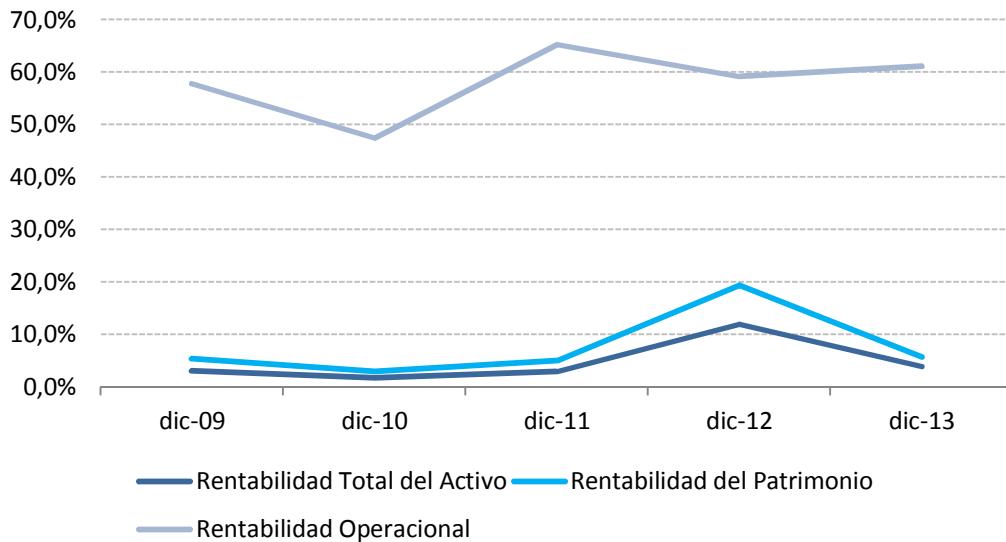


Rentabilidad⁵

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. En este contexto, en los últimos años la rentabilidad total del activo se ha situado en torno a 2,85%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio ha oscilado en torno al 4,73%. 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. Por otra parte, la rentabilidad operacional se ha mantenido relativamente estable y ha promediado los 58,16% entre 2009 y 2013, mientras que este último año finalizó en 61,11%.

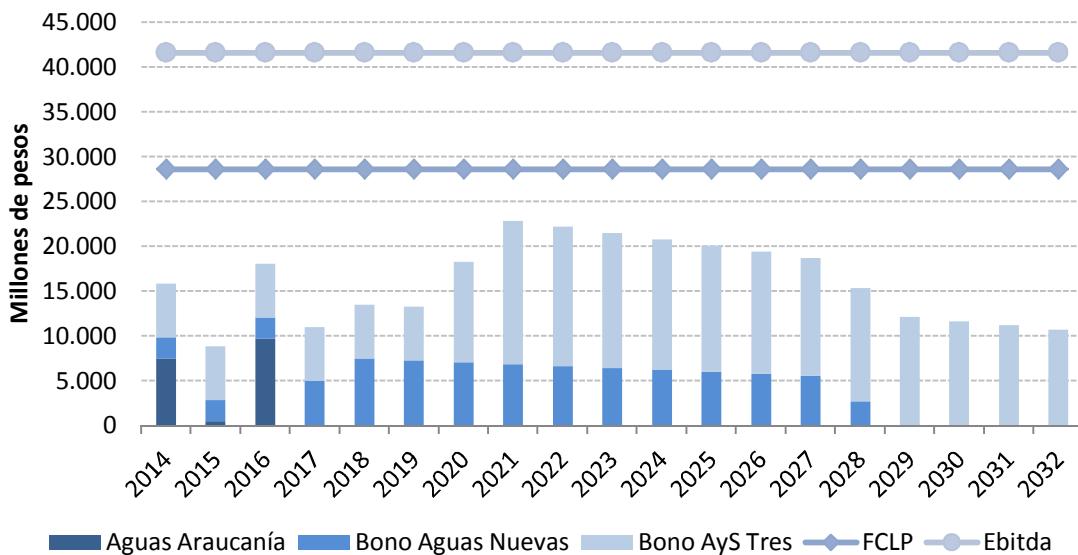
⁴ Razón Circulante = Activo Circulante/Pasivo Circulante.

⁵Rentabilidad 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.

Aguas Nuevas. Rentabilidad
 2009-2013

Análisis financiero de AyS Tres

Análisis de la deuda financiera

A nivel consolidado, el endeudamiento del grupo **AyS Tres** ascendería a cerca de US\$ 427,6 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.

AyS Tres Consolidado. Perfil de vencimiento deuda
 (2014-2032 MM\$)


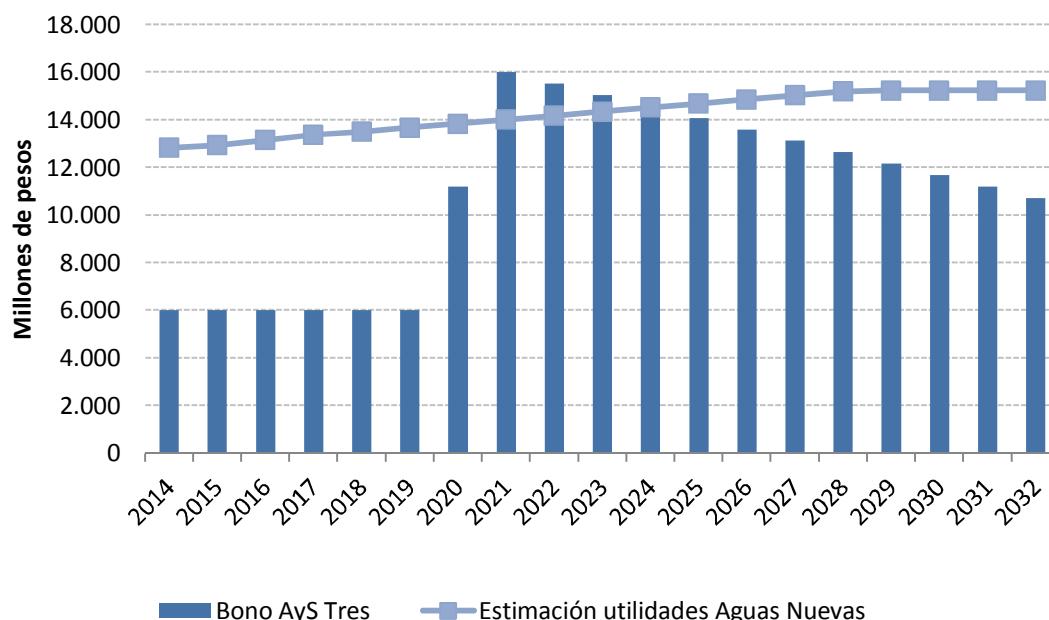
Si bien el endeudamiento relativo de la sociedad es elevado en relación con el exhibido por otros emisores con bonos clasificados en categoría A+, **Humphreys** ha tomado en consideración, junto con la estabilidad de los flujos de las empresas operativas, el adecuado perfil del pago de la deuda. De hecho, bastaría que el EBITDA del año 2013 se mantuviere 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 refinaciamientos parciales, situación que, a juicio de la clasificadora, no sería dificultoso atendiendo a las calidad de los activos del emisor.

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)⁶.

Vencimientos AyS Tres Consolidado y Estimación Utilidades Aguas Nuevas

2014-2032



⁶Se 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.

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 2023 serían de baja magnitud y podrían ser fácilmente enfrentados por diferentes vías:

- a) 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). Por otro lado, siempre es factible repartir dividendos con cargo a utilidades retenidas; en este sentido a diciembre de 2013 Aguas Nueva mantiene utilidades acumuladas ascendiente a \$69.546 millones
- b) 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).
- c) 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 US\$ 14.741 millones y el máximo déficit no superaría los US\$ 4 millones).

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	Inferior a 6,0 veces	(4,98 veces a diciembre 2013)
EBITDA/gastos financieros netos:	Superior a 2,0 veces	(4,75 veces a diciembre 2013)

"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".