

Aguas Andinas S.A.

Ratings

José Delgadillo
Analista Corporaciones
idelgadillo@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos corporativos	AA+	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas
Títulos accionarios nemotécnico AGUAS - A	Primera Clase Nivel 1	Confirmación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas
Títulos accionarios nemotécnico AGUAS - B	Primera Clase Nivel 4	Confirmación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría AA+** con tendencia estable, la solvencia y bonos de AGUAS ANDINAS S.A. (en adelante Aguas Andinas, la compañía, la empresa o la sociedad). Asimismo, ratifica en Primera Clase Nivel 1 y en Primera Clase Nivel 4, la clasificación de los títulos accionarios nemotécnicos AGUAS – A y AGUAS – B, respectivamente.

La ratificación de la clasificación se sustenta principalmente en: (i) marco regulatorio; (ii) mix de negocios, diversificación y tamaño relativo; (iii) zona de concesión y clientes; (iv) ambiente competitivo y; (v) situación financiera de la compañía. Al respecto:

- Marco regulatorio:** ICR considera que el marco regulatorio vigente es favorable para los participantes de la industria. En este sentido, la determinación de tarifas por parte de la entidad regulatoria, que se fundamenta en los costos de desarrollo de largo plazo, permite a Aguas Andinas mantener una alta estabilidad en términos de rentabilidad y generación de flujos de caja operacionales. Si bien un eventual cambio regulatorio relacionado al proyecto de Ley de Boletín N° 10.795-33 (que actualmente se encuentra en segundo trámite constitucional) podría modificar el estado de los factores de riesgo regulatorio de la industria, no se observa un impacto potencial en el corto plazo.
- Mix de negocios, diversificación y tamaño:** Aguas Andinas es una empresa de servicios sanitarios integrada, que abarca todo el ciclo, desde la producción de agua potable hasta el tratamiento de aguas servidas en la Región Metropolitana, además de las regiones de Los Lagos y Los Ríos, mediante su filial Empresa de Servicios Sanitarios de los Lagos S.A. (ESSAL).
- Zona de concesión y clientes:** La zona de cobertura de Aguas Andinas está ubicada en la Región Metropolitana, extendiéndose por la cuenca de Santiago, limitando al norte con la cuesta de Chacabuco y al sur con Angostura de Paine. Por su parte, la zona de concesión de su filial ESSAL, considera a las regiones de Los Lagos y Los Ríos, incluyendo 33 localidades de las provincias de Valdivia, Ranco, Osorno, Llanquihue, Chiloé y Palena. A junio de 2018, Aguas Andinas (incluyendo filiales) suministraba servicio de distribución de agua potable a 2,29 millones de clientes y servicio de alcantarillado a 2,24 millones de clientes¹.

- Ambiente competitivo:** Dado que los servicios regulados en la industria sanitaria funcionan como un monopolio natural, Aguas Andinas no enfrenta competencia dentro de su zona de concesión. La empresa sólo enfrenta competencia en los servicios no regulados, los que a junio de 2018 representaron un 10,9% del total de ingresos de la compañía.

- Situación financiera:** ICR considera que la compañía mantiene una sólida posición financiera, impulsada por las características monopólicas del sector. Asimismo, las tarifas vigentes para el quinquenio 2015-2020 son consideradas favorables (sujetas a un polinomio de indexación) y entregan un alto grado de estabilidad en su capacidad de generación de flujos.

A junio de 2018, la compañía generó un flujo de EBITDA por \$166.761 millones, incrementando 6,9% respecto a junio de 2017. El margen EBITDA, en tanto, pasó desde 59,6% a junio de 2017 hasta 60,4% a junio de 2018.

El endeudamiento de la empresa se incrementó respecto a diciembre de 2017 debido principalmente a la emisión de los bonos serie AC y AD en abril de 2018. Dado esto, la deuda financiera de Aguas Andinas fue de \$963.866 millones a junio de 2018 (incluidos AFR), y aumentó 11,3% respecto a diciembre de 2017. La deuda financiera neta, en tanto, pasó desde \$847.215 millones a diciembre de 2017 hasta \$925.299 millones a junio de 2018. Consistente con lo anterior, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA aumentó desde 2,84 veces a diciembre de 2017 hasta 2,99 veces a junio de 2018. Respecto a la deuda, destaca el vencimiento del bono serie J por UF 1.000.000 en diciembre de 2018.

Considerando que el plan de inversiones para el 2018 y años próximos estaría concentrado en obras que aseguren la continuidad, calidad y autonomía del suministro, la compañía podría requerir de incorporación adicional de deuda, cuyo impacto en la clasificación se evalúa caso a caso.

La compañía mantiene adecuada holgura respecto a los resguardos financieros asociados a sus instrumentos de deuda, por lo que, de mantenerse el marco regulatorio vigente y sus indicadores de deuda actuales, no existirían acciones modificatorias que deterioraran el rating de la compañía.

Antecedentes de la Compañía²

El grupo Aguas Andinas está compuesto por un conjunto de empresas dedicadas al desarrollo de operaciones reguladas, tales como servicios de producción y distribución de agua potable, labores de recolección, tratamiento y disposición de aguas servidas, y aquellas no reguladas, que involucran operaciones y servicios relacionados con el tratamiento de residuos industriales líquidos, comercialización de insumos y análisis de laboratorio.

En el segmento del mercado regulado opera a través de las empresas Aguas Andinas, Aguas Cordillera, Aguas Manquehue y ESSAL (controlada a través de Inversiones Iberaguas Limitada), mientras que en el mercado no regulado opera a través de las filiales EcoRiles, Gestión y Servicios, ANAM y Aguas del Maipo S.A.

Empresa	Servicios
Aguas Andinas, Aguas Manquehue y Aguas Cordillera	Servicios de agua potable, alcantarillado y tratamiento de aguas servidas en la Región Metropolitana.
ESSAL (clasificada en categoría AA+ por ICR)	Servicios de agua potable, alcantarillado y tratamiento de aguas servidas en las regiones de Los Lagos y Los Ríos.
Anam	Actividades y servicios de laboratorios de aguas y estudios medioambientales.
EcoRiles	Actividades y servicios de operación y mantenimiento de sistemas de tratamientos de riles.
Gestión y Servicios	Provisión de materiales para redes de agua potable y alcantarillado.
Aguas del Maipo	Negocio de energía y electricidad relacionados al agua.

Tabla 1: Detalle principales filiales de Aguas Andinas.

(Fuente: Elaboración propia con información de Memoria corporativa 2017)

Durante los últimos años, la empresa ha reformulado su modelo de negocio hacia uno de economía circular, enfocando sus esfuerzos en reducir los niveles de residuos y contaminación generados, además de lograr autoabastecimiento energético en sus plantas de tratamiento.

La compañía es administrada por un directorio compuesto por siete miembros titulares, los que son elegidos para ejercer su cargo por tres años. Los miembros titulares y suplentes del directorio actual fueron elegidos en abril de 2016 en junta ordinaria de accionistas. En el caso de los señores Laureano Cano Iniesta (mayo de 2017), Fernando Samaniego Sangroniz (septiembre de 2016) y Pedro Sierra Bosch (agosto de 2016), asumieron como directores titulares luego de haberse desempeñado como directores suplentes desde abril de 2016.

La Industria³

De acuerdo con el último informe publicado por la Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS), a diciembre de 2016 la industria se constituía por 60 compañías sanitarias, con 54 de ellas efectivamente en operación, cuya administración es principalmente privada.

Asimismo, la compañía cuenta con un comité de directores compuesto por tres directores, de los cuales dos son independientes. Éste se mantiene sin cambios desde septiembre de 2016.

Directorio	
Guillermo Pickering de la Fuente	Presidente
Herman Chadwick Piñera	Vicepresidente
Fernando Samaniego Sangroniz	Director
Pedro Sierra Bosch	Director
Laureano Cano Iniesta	Director
Rodrigo Manubens Moltedo	Director
Ricardo Escobar Calderón	Director
Sonia Tschorne Berestesky	Director suplente
Maria Loreto Silva Rojas	Director suplente
Rodrigo Terré Fontbona	Director suplente
Christophe Cros	Director suplente

Tabla 2: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con datos CMF)

Comité de Directores	
Rodrigo Manubens Moltedo	Independiente
Rodrigo Terré Fontbona (Suplente)	Independiente
Pedro Sierra Bosch	Independiente
Fernando Samaniego Sangroniz	No independiente

Tabla 3: Comité de directores

(Fuente: Elaboración propia con datos CMF)

Respecto a la estructura de propiedad, Aguas Andinas es controlada por Inversiones Aguas Metropolitanas S.A. (IAM), sociedad controlada por Sociedad General de Aguas Barcelona (SGAB). Los doce mayores accionistas de la compañía a septiembre de 2018 son los siguientes:

Accionistas	
Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	50,10%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros no Residentes	11,70%
Banco Itaú-Corpbanca por Cuenta de Inversionistas Extranjeros	9,14%
Banco Santander por Cuenta de Inv. Extranjeros	6,95%
Corporación de Fomento de la Producción	5,00%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,90%
BCI Corredores de Bolsa	1,33%
Asociación de Canalistas Soc. del Canal de Maipo	1,15%
Bethia S.A.	0,98%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	0,85%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	0,81%
Banco Santander-HSBC Bank PLC London client account	0,56%
Total 12 mayores accionistas	90,47%

Tabla 4: Estructura de propiedad a septiembre de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con datos CMF)

Respecto a lo anterior, el 96,05% de los clientes era atendido por empresas de propiedad privada, mientras que el 3,95% corresponde a concesionarias del Estado, municipalidades o cooperativas.

En cuanto al número de clientes de las empresas sanitarias que operan en zonas urbanas, a fines de 2016 se contabilizó un total de 5,3 millones, lo que representó un incremento de 2,7% en comparación al año anterior. En este sentido, la cobertura urbana de agua potable a nivel nacional alcanzó un 99,9%, mientras que en alcantarillado llegó a 96,8%. Respecto al tratamiento de aguas servidas, se obtuvo un 99,93% de cobertura.

Dependiendo del total de clientes regulados que cada empresa mantiene, es posible clasificarlas según las siguientes categorías:

Tipo	Descripción	Empresa
Mayores	Igual o superior al 15% del total de clientes del país.	Aguas Andinas, Essbio.
Medianas	Igual o superior al 4% y menos del 15% del total de clientes del país.	Esval, Nuevosur, ESSAL y Aguas del Valle.
Menores	Menos del 4% del total de clientes del país.	Aguas Araucanía, Aguas Cordillera, entre otros.

Tabla 5: Categorías de empresas según porcentaje de clientes sujetos a tarifa. (Fuente: Elaboración propia con información de la SISS, Informe de gestión del sector sanitario 2016)

En términos de infraestructura de la industria, a 2016 las redes alcanzaron una extensión total de 70 mil kilómetros, conformadas por 39,8 mil kilómetros de redes de agua potable y 30,7 kilómetros de redes de alcantarillado.

Actualmente, la industria considera como tópicos relevantes para la gestión del plan de inversiones las exigencias de la ciudadanía, el efecto del cambio climático en la disponibilidad del recurso hídrico y la sustentabilidad ambiental. En este sentido, para el período 2017-2020 existen inversiones comprometidas por US\$ 403 millones por concepto de resiliencia relacionada a condiciones climáticas.

En opinión de ICR, esta industria se caracteriza por:

- Ser más estable que otras industrias, ya que se trata de un bien de primera necesidad, con características de monopolio natural, altamente regulado y con concesiones de largo plazo;
- Inexistentes niveles de competencia, condición altamente favorable para las compañías, ya que no hay bienes sustitutos que modifiquen el comportamiento de la demanda;
- Mantener niveles significativos de inversión, debido a que el sector se caracteriza por tener altos requerimientos de CAPEX, asociado principalmente al desarrollo de obras de expansión, reposición y mantención de infraestructura que le permita entregar continuidad y calidad al servicio.

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

El sector sanitario a nivel nacional es liderado por Aguas Andinas, que a diciembre de 2016 concentraba un 35,9% de los clientes de la industria. La empresa está ligada a la Sociedad General de Aguas de Barcelona (SGAB) y el Grupo Suez, ambas compañías con amplia trayectoria en la industria sanitaria.

Participación por empresa según número de clientes (%)

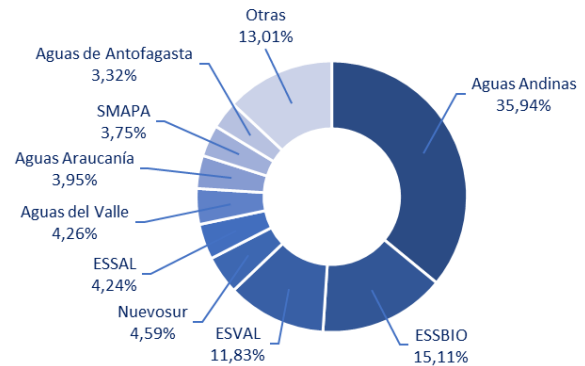


Gráfico 1: Distribución de clientes por empresa sanitaria. (Fuente: Elaboración propia con información publicada por la SISS, Informe de Gestión del sector sanitario 2016)

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por Aguas Andinas:

Principales Riesgos	Principales mitigadores aplicados por Aguas Andinas
Riesgo disponibilidad del recurso	Plan de inversiones que contempla obras y programas para asegurar la continuidad y calidad del recurso.
Aspectos regulatorios	Se mantiene participación en filiales orientadas a la prestación de servicios no regulados, diversificando su operación y mitigando, en parte, los riesgos asociados a los servicios regulados.

Tabla 6: Principales riesgos del negocio y mitigadores de Aguas Andinas. (Fuente: Elaboración propia con información corporativa)

A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo del negocio y del riesgo financiero.

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

MARCO REGULATORIO

Actualmente se encuentra en discusión el proyecto de ley de Boletín N° 10.795-33, que busca modernizar el marco regulatorio de la industria de servicios sanitarios, cuyos principales aspectos tratados son los servicios no regulados, la determinación de tarifas, las atribuciones de la SISS y los mecanismos de multa.

El 21 de diciembre de 2016, el proyecto fue aprobado por la Cámara de Diputados, y actualmente se encuentra en la segunda etapa de trámite constitucional. Adicionalmente, el Ministerio de Obras Públicas y la Comisión de Obras Públicas del Senado acordaron establecer la Mesa Técnica para la Modernización de la Regulación Sanitaria, la que durante septiembre de 2018 presentó ante la Comisión de Obras Públicas las conclusiones preliminares sobre el análisis del sector sanitario actual.

Dado que el proyecto modificador aún se encuentra en trámite legislativo, no se observa un impacto para la compañía en el corto plazo, lo que justifica el análisis de marco regulatorio con la normativa vigente. En este sentido, ICR considera que los factores de riesgo regulatorios pueden ser catalogados como excelentes en términos de concesiones indefinidas (según el Decreto 1.199 Art° 6 del reglamento de concesiones sanitarias), proceso de fijación tarifaria, planes de desarrollo, cumplimiento de la inversión, planes de reposición de infraestructura y servicios no regulados. Además, se observa que la industria cuenta con un marco normativo muy favorable para el desarrollo del negocio.

La legislación inherente a la industria sanitaria está compuesta de los siguientes documentos legales principales:

- Ley General de Servicios Sanitarios (D.F.L. MOP N° 382 de 1988).
- Reglamento de la Ley General de Servicios Sanitarios (D.S. MOP N° 1199/2004, publicada en noviembre de 2005).

- Ley de Tarifas de Servicios Sanitarios (D.F.L. MOP N° 70 de 1988).
- Reglamento de la Ley de Tarifas de Servicios Sanitarios (D.S. MINECON N° 453 de 1990).
- Ley que establece las funciones de la SISS (Ley N° 18.902 de 1990).
- Ley de Subsidio al pago del consumo de agua potable y servicio de alcantarillado (Ley N° 18.778 de 1989).
- Reglamento de la Ley de Subsidio (D.S. Hacienda N° 195 de 1998).

Respecto a lo anterior, la tarificación permite conocer los costos de desarrollo de largo plazo de la empresa, permitiendo mantener una adecuada rentabilidad de activos, y una alta estabilidad en sus flujos de caja operacionales a lo largo del tiempo. El proceso de fijación tarifaria de la sociedad es revisado cada cinco años, sujeto a reajustes adicionales asociados al polinomio de indexación durante cada periodo.

Respecto al último proceso tarifario de la compañía, las tarifas de Aguas Andinas se extienden para el quinquenio 2015-2020, y considerarán la aplicación de las siguientes modificaciones:

- Se mantienen las tarifas actuales de Aguas Andinas y Aguas Cordillera en términos reales al 31 de diciembre de 2013.
- Se reducen en 5% las tarifas de Aguas Manquehue al 31 de diciembre de 2013, en términos reales. El nuevo decreto tarifario se aplicó a partir del 19 de mayo de 2015.
- Se aplicarán tarifas adicionales cuando entren en operación inversiones en construcción, como las obras de seguridad de producción en situaciones de turbiedad extrema (+1,1% en 2020) y obras de tratamiento de nitrógeno en retorno de las plantas de tratamiento La Farfana y Trenal – Mapocho (+1,4% en 2020).

AMBIENTE COMPETITIVO

Dado que los servicios regulados en la industria sanitaria funcionan como un monopolio natural, la compañía no enfrenta competencia dentro de su zona de concesión.

Aguas Andinas sólo enfrenta competencia en los servicios no regulados, que representaron el 10,9% del total de ingresos de la compañía a junio de 2018. Asimismo, los ingresos por servicios no regulados se clasifican en ingresos no regulados por servicios sanitarios y servicios no sanitarios, que conformaron un 47,8% y un 52,2% del total de ingresos no regulados, respectivamente.

Ingresos no regulados por servicios no sanitarios a junio de 2018	
Filial	Monto (MM\$)
Anam S.A.	2.218
EcoRiles S.A.	6.475
Gestión y Servicios S.A.	3.145
Aguas del Maipo S.A.	532

Tabla 7: Ingresos no regulados de servicios no sanitarios a junio de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

ZONA DE CONCESIÓN Y CLIENTES

El área de cobertura de Aguas Andinas está ubicada en la Región Metropolitana, extendiéndose por 71 mil hectáreas de la cuenca de Santiago, limitando al norte con la cuesta de Chacabuco y al sur con Angostura de Paine.

Por su parte, la zona de concesión de su filial ESSAL, considera a las regiones de Los Lagos y Los Ríos, incluyendo 33 localidades de las provincias de Valdivia, Ranco, Osorno, Llanquihue, Chiloé y Palena.

A junio de 2018, Aguas Andinas y sus filiales suministraban servicio de distribución de agua potable a 2,29 millones de clientes y servicio de alcantarillado a 2,24 millones de clientes. Las cifras anteriores representan un crecimiento respecto a diciembre de 2017 de 1,32% y 1,35%, respectivamente. Cabe indicar que, del total de clientes de agua potable a diciembre de 2017, 92,7% eran de tipo residencial, un 6,4% eran clientes comerciales y un 0,1% clientes industriales.

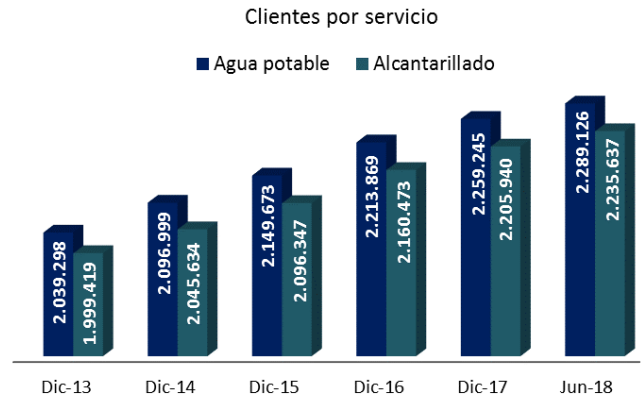


Gráfico 2: Evolución del número de clientes.
(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

MIX DE NEGOCIOS, DIVERSIFICACIÓN Y TAMAÑO

Aguas Andinas es una empresa de servicios sanitarios integrada, que abarca todo el proceso involucrado, desde la captación de agua potable hasta el tratamiento de aguas servidas en la Región Metropolitana y las regiones de Los Lagos y Los Ríos, correspondiente a la zona de concesión de su filial Empresa de Servicios Sanitarios de los Lagos S.A.

En opinión de ICR, la sociedad cuenta con un alto grado de diversificación de sus negocios, prestando servicios regulados a través de las filiales Aguas Cordillera, Aguas Manquehue y ESSAL, y servicios no regulados, por medio de las filiales EcoRiles, Gestión y Servicios, Análisis Ambientales y Aguas del Maipo.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A junio de 2018, la compañía generó ingresos de actividades ordinarias por \$276.307 millones (+5,6% respecto a junio de 2017), que se constituían en un 91,4% por ingresos relacionados a servicios regulados y en un 8,6% por ingresos de servicios no regulados.

El crecimiento en ingresos se debió principalmente a un incremento en los volúmenes de ventas (+3,4% en agua potable y +2,9% en aguas servidas), y a la indexación de tarifas durante el período de comparación.

A la misma fecha, los ingresos provenientes del segmento de servicios regulados aumentaron 6,6% respecto a junio de 2017, explicado principalmente por el crecimiento en ingresos derivados de la prestación de servicios de agua potable (+6,4%) y aguas servidas (+5,1%), además del aumento asociado a otros ingresos (103,9%).

Los ingresos no regulados, por su parte, disminuyeron 4,0% durante el primer semestre de este año, debido a que la reducción de ingresos no regulados sanitarios (-11,4%) no logró ser compensada completamente por el aumento en los ingresos no regulados no sanitarios (+4,0%).

Respecto a los costos operacionales de Aguas Andinas (descontados de depreciación y amortización), estos llegaron a \$109.546 millones a junio de 2018, aumentando 3,7% respecto a junio de 2017. La partida de otros gastos se redujo -0,32% durante el período, mientras que los

Ingresos de actividades ordinarias (MM\$)

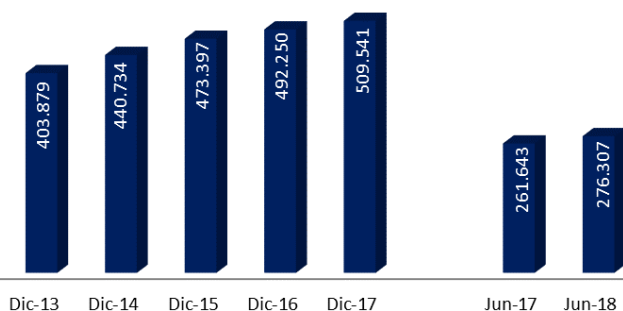


Gráfico 3: Evolución ingresos de actividades ordinarias.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

gastos asociados a materias primas y beneficios a los empleados crecieron 14,9% y 5,7%, respectivamente.

Consistente con la mejora operacional de la compañía, la utilidad después de impuesto fue de \$81.165 millones, monto 8,2% mayor al resultado del ejercicio a junio de 2017.

A junio de 2018, Aguas Andinas desembolsó \$61.265 millones para inversión⁶, monto que representó un 22,2% de los ingresos ordinarios y fue 38,8% mayor al CAPEX a junio de 2017.

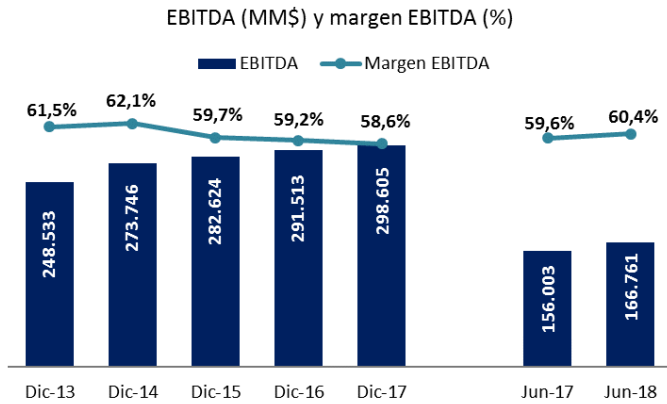


Gráfico 4: Evolución EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Al cierre del primer semestre de 2018, la compañía generó un flujo de EBITDA⁴ por \$166.761 millones. Dado que los ingresos crecieron en una proporción mayor al incremento en costos, el monto de EBITDA de la empresa aumentó 6,9% respecto a junio de 2017. Asimismo, el margen EBITDA⁵ pasó desde 59,6% a junio de 2017 hasta 60,4% a junio de 2018.

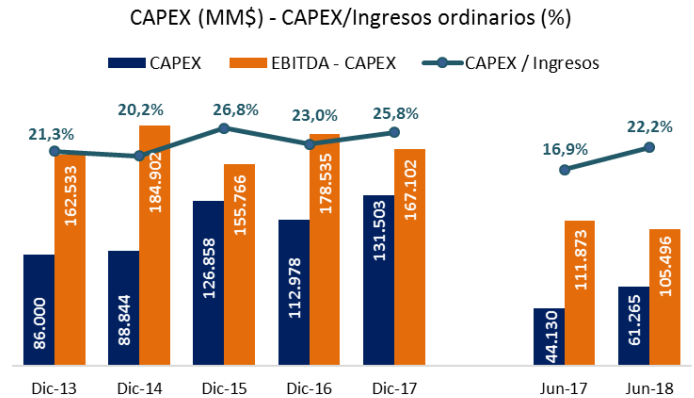


Gráfico 6: Inversiones realizadas.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Los proyectos que destacan a junio de 2018 son:

- (i) la construcción del estanque de reserva Pirque (\$9.422 millones), con el que la compañía pretende alcanzar una autonomía de suministro ante emergencias de 34 horas a fines del año 2019;
- (ii) reposición de activos de Biofactorías La Farfana-Trebal (\$4.066 millones);
- (iii) renovación de redes de aguas servidas (\$3.641 millones) y;
- (iv) construcción de obras de emergencias para eventos de turbiedad (\$2.454 millones).

Respecto al proyecto de construcción de planta de agua potable Chamisero (fase final de construcción e inicio de operaciones en 2018), la compañía ha invertido \$2.134 durante el primer semestre de 2018.

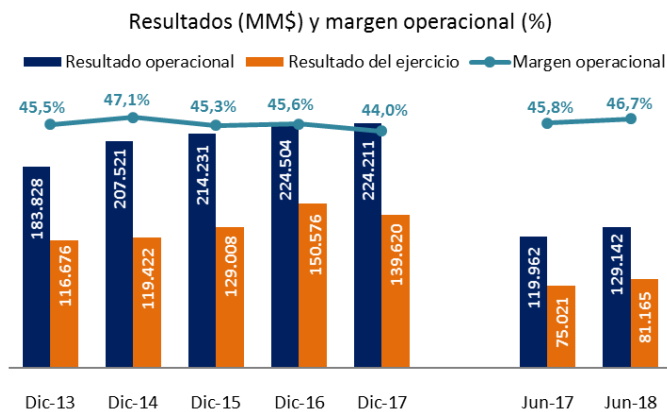


Gráfico 5: Utilidad neta, resultado operacional y margen operacional.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

La deuda financiera⁷ de Aguas Andinas llegó a \$963.866 millones a junio de 2018, aumentando 11,3% respecto a diciembre de 2017. El incremento se explicó principalmente por la emisión de bonos serie AC (Bono Verde y Social) y AD en abril de 2018, que conjuntamente totalizaron un monto de UF 3,5 millones. Al descontar los Aportes Financieros Reembolsables (AFR), la deuda financiera de la compañía alcanzó los \$779.651 millones a junio de 2018, lo que representa un incremento de 14,3% respecto a diciembre de 2017.

La deuda financiera neta⁸, en tanto, pasó desde \$847.215 millones a diciembre de 2017 hasta \$925.299 millones a junio de 2018. Si se descuentan los AFR, la deuda financiera neta llegó a \$741.084 millones a junio de 2018, creciendo 11,7% respecto a diciembre de 2017.

La deuda financiera de la empresa está estructurada principalmente en el largo plazo, con un 7,5% de vencimientos programados para los próximos doce meses, destacando en diciembre 2018 el vencimiento

del bono Serie J. Teniendo en cuenta lo anterior, ICR considera que la compañía tiene holgura suficiente para cubrir sus obligaciones en el corto plazo (RCSD⁹).

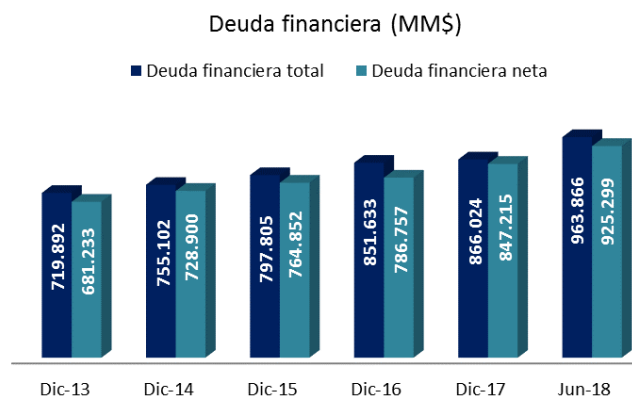


Gráfico 7: Deuda financiera y deuda financiera neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

El endeudamiento de corto plazo de la compañía se redujo desde 0,34 veces a diciembre de 2017 hasta 0,30 veces a junio de 2018, principalmente explicado por la disminución del pasivo corriente, dado el reparto de dividendos provisorios realizado durante el primer semestre de 2018 reconocidos previamente como dividendos por pagar. Por otra parte, debido a la emisión de bonos realizada en abril, el endeudamiento de largo plazo aumentó desde 1,25 veces a diciembre de 2017 hasta 1,40 veces a junio de 2018.

Considerando lo anterior, el indicador de endeudamiento total a junio de 2018 fue 1,70 veces, cumpliendo con la restricción financiera de 2,0 veces establecida en los contratos de emisiones de bonos.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la [Metodología General de Clasificación de Empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio.
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la [Metodología General de Clasificación de Empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia.

Teniendo en cuenta que el plan de inversiones de la compañía para el 2018 y años próximos estaría concentrado en obras que aseguren la continuidad y calidad del suministro y entreguen autonomía a la operación, la compañía podría requerir de incorporación adicional de deuda.

Asimismo, ICR prevé que la compañía mantendría adecuada holgura respecto a los resguardos financieros asociados a sus instrumentos de deuda, por lo que, de mantenerse el marco regulatorio vigente y los indicadores de deuda actuales, no existirían acciones modificatorias negativas sobre el rating de la compañía.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento corto plazo ¹⁰	0,32	0,26	0,35	0,31	0,34	0,30
Endeudamiento largo plazo ¹¹	1,00	1,15	1,17	1,27	1,25	1,40
Endeudamiento total ¹²	1,33	1,41	1,52	1,58	1,59	1,70
Endeudamiento ajustado ¹³	1,22	1,27	1,35	1,41	1,33	1,43
Endeudamiento financiero ¹⁴	1,06	1,13	1,19	1,24	1,25	1,43
Endeudamiento financiero ajustado ¹⁵	0,96	0,99	1,02	1,07	0,99	1,15
Cobertura de gastos financieros ¹⁶	8,60	8,91	10,13	10,75	9,6	10,11
Cobertura de gastos financieros netos ¹⁷	11,34	10,76	13,25	14,12	11,9	14,60
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹⁸	2,74	2,66	2,71	2,70	2,84	2,99
Deuda financiera neta ajustada sobre EBITDA ¹⁹	2,46	2,32	2,31	2,30	2,23	4,44
Razón circulante ²⁰	0,6	0,72	0,64	0,86	0,64	0,77
Razón ácida ²¹	0,18	0,15	0,14	0,31	0,08	0,19

Tabla 8: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Para el caso de Aguas Andinas, la evaluación del riesgo del negocio, esto es el marco regulatorio, diversificación y tamaño, zona de concesión, cartera de clientes y el ambiente competitivo, indican que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría AA.

Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, incrementan esta clasificación en un *notch* (hasta categoría AA+) al tratarse de una situación financiera, por el momento, “superior”, respecto a otros competidores de la industria. Sin embargo, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, conforme los indicadores se deterioren respecto a sus niveles históricos.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N°s 526, 580 (serie J), 581, 629, 630 (serie M), 654 (serie O), 655 (series P y Q), 712 (serie R), 713 (series S y U), 777 (serie Z), 778 (series V y W), 805, 806 (series X y AA), 886 (series AB y AC) y 887 (series AD), según lo siguiente:

	Serie J	Serie M	Serie O	Serie P
N° de inscripción	Línea 580	Línea 630	Línea 654	Línea 655
Fecha inscripción	13-05-2009	30-03-2010	14-12-2011	31-03-2011
Plazo	9,5 años	21 años	9,92 años	22,5 años
Monto inscrito	UF 3.000.000	UF 4.000.000	UF 1.650.000	UF 4.400.000
Monto colocado	UF 1.000.000	UF 1.750.000	-	UF 1.500.000
Deuda vigente	UF 1.000.000	UF 1.750.000	-	UF 1.500.000
Tasa emisión	4,00%	4,20%	3,70%	3,86%
Vencimiento	01-12-2018	01-04-2031	-	10-01-2033

	Serie Q	Serie R	Serie S	Serie U
N° de inscripción	Línea 655	Línea 712	Línea 713	Línea 713
Fecha inscripción	14-12-2011	28-03-2012	28-03-2012	09-04-2013
Plazo	20,42 años	7 años	23 años	22,92 años
Monto inscrito	UF 1.650.000	UF 3.500.000	UF 3.500.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.650.000	UF 1.000.000	UF 2.300.000	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 1.650.000	UF 222.222	UF 2.300.000	UF 2.000.000
Tasa emisión	4,00%	3,30%	3,90%	3,80%
Vencimiento	01-06-2032	01-04-2019	01-04-2035	01-04-2036

	Serie Z	Serie V	Serie W	Serie X
N° de inscripción	Línea 777	Línea 778	Línea 778	Línea 806
Fecha inscripción	15-12-2015	04-04-2014	15-07-2014	20-04-2015
Plazo	7,08 años	22,92 años	22,83 años	22,75 años
Monto inscrito	UF 1.700.000	UF 2.000.000	UF 3.300.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.000.000	UF 2.000.000	UF 2.300.000	UF 1.600.000
Deuda vigente	UF 1.000.000	UF 2.000.000	UF 2.300.000	UF 1.600.000
Tasa emisión	2,40%	3,50%	3,30%	3,00%
Vencimiento	15-01-2023	01-04-2037	01-06-2037	01-02-2038

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría AA.

	Serie AA	Serie AB	Serie AC	Serie AD
N° de inscripción	Línea 806	Línea 886	Línea 886	Línea 887
Fecha inscripción	15-12-2015	26-03-2018	26-03-18	26-03-18
Plazo	24,08 años	6,92 años	6,92 años	24,92 años
Monto inscrito	UF 2.400.000	\$107.600.000.000	UF 4.000.000	UF 4.000.000
Monto colocado	UF 2.000.000	-	UF 1.500.000	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 2.000.000	-	UF 1.500.000	UF 2.000.000
Tasa emisión	3,20%	4,80%	1,80%	2,80%
Vencimiento	15-01-2040	-	15-03-2025	15-03-2043

Tabla 9: Principales características de las series de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF, la compañía y LVA Índices)

Respecto a los resguardos financieros asociados²², al 30 de junio de 2018, la sociedad cumple con los resguardos establecidos.

Covenant	Exigido	Obtenido a Dic-17	Obtenido a Jun-18
Endeudamiento total	2,0 veces	1,59 veces	1,70 veces

Tabla 10: Principales características de las series de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

2. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación títulos accionarios nemotécnico AGUAS – A, los que a septiembre de 2018 mantienen 100% de presencia bursátil y *floating* de 49,9%. Las características de los papeles, en conjunto con la solvencia de la compañía (categoría AA+) se reflejan en una clasificación de riesgo de Primera Clase Nivel 1.

Asimismo, la clasificación de los títulos accionarios nemotécnico AGUAS – B, califica en categoría Primera Clase Nivel 4, obedeciendo a la solvencia de la compañía (categoría AA+), la nula presencia bursátil de los papeles (sin *market maker*) y a que no cuenta con *floating*. Cabe señalar que esta serie de títulos accionarios representa la participación de CORFO en el capital emitido de la sociedad.

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 1

Títulos accionarios con la mejor combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

PRIMERA CLASE NIVEL 4

Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA/BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
28-feb-13	AA+	Estable	Reseña anual
30-abr-14	AA+	Estable	Reseña anual
30-abr-15	AA+	Estable	Reseña anual
29-abr-16	AA+	Estable	Reseña anual
12-ene-17	AA+	Estable	Hecho Relevante
28-abr-17	AA+	Estable	Reseña anual
22-dic-17	AA+	Estable	Nuevo instrumento
30-abr-18	AA+	Estable	Reseña anual
31-oct-18	AA+	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS AGUAS - A			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
28-feb-13	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña anual
30-abr-14	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña anual
30-abr-15	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña anual
29-abr-16	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña anual
28-abr-17	Primera Clase Nivel 1	N/A	Reseña anual
30-abr-18	Primera Clase Nivel 1	N/A	Reseña anual
31-oct-18	Primera Clase Nivel 1	N/A	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS AGUAS - B			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
28-feb-13	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-abr-14	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-abr-15	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
29-abr-16	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
28-abr-17	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual
30-abr-17	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual
31-oct-18	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA AGUAS ANDINAS (MM\$)

INDICADORES	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18
Activos corrientes	132.972	127.111	148.630	182.071	150.619	110.540	155.233
Activos no corrientes	1.444.739	1.479.361	1.542.568	1.589.748	1.646.261	1.601.702	1.673.067
Activos totales	1.577.711	1.606.472	1.691.198	1.771.819	1.796.880	1.712.241	1.828.301
Efectivo y equivalentes	38.659	26.202	32.954	64.876	18.808	4.909	38.533
Inventarios	3.608	3.903	3.644	3.310	3.925	3.345	4.667
Pasivos corrientes	220.195	176.506	232.407	211.931	237.111	152.963	202.200
Pasivos no corrientes	679.847	763.568	787.200	873.006	866.469	889.828	949.939
Pasivos totales	900.042	940.074	1.019.607	1.084.937	1.103.581	1.042.791	1.152.139
Deuda financiera corriente	93.620	56.680	75.672	43.630	63.045	46.553	76.993
Deuda financiera no corriente	626.272	698.422	722.133	808.003	802.978	825.119	886.873
Deuda financiera total	719.892	755.102	797.805	851.633	866.023	871.671	963.866
Deuda financiera neta	681.233	728.900	764.852	786.757	847.215	866.763	925.299
Patrimonio	677.669	666.398	671.590	686.882	693.299	669.450	676.162
Ingresos de explotación	403.879	440.734	473.397	492.003	509.541	261.643	276.307
Margen operacional (%)	45,52%	47,09%	45,25%	45,63%	44,00%	45,85%	46,74%
Resultado operacional	183.828	207.521	214.231	224.504	224.211	119.962	129.142
Ingresos financieros	6.966	5.304	6.583	6.474	6.053	3.451	3.202
Gastos financieros	28.886	30.739	27.905	27.118	31.112	15.143	14.624
Gastos financieros netos	21.920	25.435	21.323	20.644	25.059	11.692	11.421
Utilidad del ejercicio	119.709	123.061	132.684	154.837	143.482	76.746	82.361
Utilidad atribuible al controlador	116.676	119.422	129.008	150.576	139.620	75.021	81.165
Razón circulante (N° de veces)	0,60	0,72	0,64	0,86	0,64	0,72	0,77
Razón ácida (N° de veces)	0,18	0,15	0,14	0,31	0,08	0,03	0,19
Endeudamiento corto plazo (N° de veces)	0,32	0,26	0,35	0,31	0,34	0,23	0,30
Endeudamiento largo plazo (N° de veces)	1,00	1,15	1,17	1,27	1,25	1,33	1,40
Endeudamiento total (N° de veces)	1,33	1,41	1,52	1,58	1,59	1,56	1,70
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,06	1,13	1,19	1,24	1,25	1,30	1,43
EBITDA	248.533	273.746	282.624	291.513	298.605	156.003	166.761
Margen EBITDA (%)	61,54%	61,54%	59,7%	59,3%	58,60%	59,62%	60,35%
Cobertura de gastos financieros (N° de veces)	8,60	8,91	10,13	10,75	9,60	10,30	11,40
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	11,34	10,76	13,25	14,12	11,92	13,34	14,60
Deuda financiera corto plazo / EBITDA (N° de veces)	0,38	0,21	0,27	0,15	0,21	0,16	0,25
Deuda financiera largo plazo / EBITDA (N° de veces)	2,52	2,55	2,56	2,77	2,69	2,79	2,87
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,90	2,76	2,82	2,92	2,90	2,94	3,12
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	2,74	2,66	2,71	2,70	2,84	2,93	2,99
CAPEX	86.000	88.844	126.858	112.978	131.503	44.130	61.265
CAPEX / Ingresos	21,29%	20,16%	26,80%	22,96%	25,81%	16,87%	22,17%
EBITDA – CAPEX	162.533	184.902	155.766	178.535	167.102	111.873	105.496
Deuda financiera neta / (EBITDA – CAPEX)	4,19	3,94	5,73	4,25	5,07	5,07	5,76
Rentabilidad del patrimonio (%)	17,58%	18,31%	19,83%	22,80%	20,79%	23,57%	22,16%
Rentabilidad de los activos (%)	7,66%	7,73%	8,05%	8,94%	8,04%	9,25%	8,42%

¹ Análisis razonado de la compañía a junio de 2018.

² Fuente: La compañía (estados financieros a junio 2018, memoria anual 2017, página web www.aguasandinas.cl); CMF.

³ Fuente: Informe de Gestión del Sector Sanitario, 2016. Elaborado por la Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS).

⁴ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos, por función + depreciación y amortización.

⁵ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de actividades ordinarias.

⁶ Para determinar el nivel de inversión de la compañía se utilizó la cuenta “compras de propiedades, planta y equipo” del estado de flujos de efectivo.

⁷ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁸ Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes.

⁹ RCSD = (Caja + EBITDA – capex – impuesto, proyectados) / (obligaciones financieras próximos 12 meses, capital e interés).

¹⁰ Endeudamiento de corto plazo = Pasivos corrientes / Patrimonio total.

¹¹ Endeudamiento de largo plazo = Pasivos no corrientes / Patrimonio total.

¹² Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

¹³ Endeudamiento ajustado = (Pasivos totales – AFR) / Patrimonio.

¹⁴ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

¹⁵ Endeudamiento financiero ajustado = (Deuda financiera – AFR) / Patrimonio Total.

¹⁶ Cobertura de gastos financieros = EBITDA 12 meses / Gastos financieros.

¹⁷ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros).

¹⁸ Deuda financiera neta / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA.

¹⁹ Deuda financiera neta ajustada / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes – AFR) / EBITDA.

²⁰ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

²¹ Razón ácida = (Activo circulante – inventarios) / Pasivo circulante.

²² Restricción: Mantener al cierre de cada trimestre de los estados financieros del emisor un nivel de endeudamiento no superior a 1,5 veces. Sin perjuicio de ello, el límite anterior se ajustará de acuerdo al cociente entre el Índice de Precios al Consumidor del mes en que se calcule el nivel de endeudamiento y el Índice de Precios al Consumidor de diciembre del año 2009. Considerando lo anterior, el límite de ajustará hasta un máximo de 2 veces.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.