



Clasificadora de Riesgo

STRATEGIC ALLIANCE WITH



*Insight beyond the rating.*

# Inversiones Southwater Ltda.



## SOUTHWATER

### Primer Informe de Clasificación Mayo de 2009

---

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 Superintendencia de Valores y Seguros, 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.

## Clasificación

Instrumento	Clasificación
Línea de Bonos, a 10 años plazo, repertorio N° 3.008/2009	A+, Tendencia "Estable"
Línea de Bonos, a 30 años plazo, repertorio N° 3.009/2009	A+, Tendencia "Estable"

*Analista responsable:* Leonardo Sánchez

*Estados Financieros:* 31 de marzo de 2009

## Resumen de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo, ha acordado clasificar en Categoría A+, con Tendencia "Estable", las primeras Líneas de Bonos a 10 y 30 años plazo de Inversiones Southwater Ltda. (Southwater), contempladas en escrituras públicas de fecha 30 de marzo de 2009, números de repertorio N° 3.008/2009 y 3.009/2009, respectivamente, contratos suscritos en la Notaría del señor José Musalem Saffie.

Southwater, es controlada por Ontario Teachers' Pension Plan Board (OTPPB), corporación independiente, responsable de invertir los activos de los fondos de pensión y administrar las pensiones de 284.000 profesores activos y retirados de Ontario. OTPPB tiene un portfolio de inversiones diversificado de US\$ 68,9 billones incluyendo activos en infraestructura, en los cuales su foco son inversiones de largo plazo, en sectores regulados de bajo riesgo y que generen flujos estables en el tiempo.

Southwater, es el vehículo de inversión a través del cual OTPPB controla Esva S.A. (Esva) (*Clasificada por ICR en Categoría AA, Estable*), y su filial Aguas del Valle S.A. (Aguas Del Valle), Essbio S.A. (Essbio) (*Clasificada por ICR en Categoría AA, Estable*) y mantiene una inversión en Aguas Nuevo Sur, Maule, S.A. (Nuevosur) (*Clasificada por ICR en Categoría AA-, Estable*), cuatro de las más importantes compañías sanitarias en Chile.

Finalmente, cabe señalar que al analizar la situación financiera de las cuatro compañías, se observa que, en general, todas ellas han presentado un comportamiento bastante estable/positivo durante los últimos años. Este hecho, además de ser explicado por adecuados manejos financieros, se debe en gran medida a que éstas empresas se encuentran insertas en una industria de bajo riesgo (debido a su carácter de monopolio natural) y de que los servicios ligados al agua potable y al alcantarillado son servicios de primera necesidad, lo cual induce a flujos de ingresos y costos estables y predecibles en el tiempo.

## Definición de Categorías

### CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

La Subcategoría "+" denota una mayor protección dentro de la Categoría A.

## Fortalezas y Debilidades o Riesgos

### Fortalezas

- Southwater, es controlada por Ontario Teachers' Pension Plan Board (OTPPB), uno de los Fondos de Pensiones más grandes de Canadá. Es un inversionista calificado que cuenta con US\$ 8,1 billones en inversiones en infraestructura. El portafolio de inversiones de infraestructura de OTPPB se concentra en la adquisición y retención en el largo plazo, de activos que presenten larga vida económica, bajo riesgo y confiables niveles de rentabilidad. Actualmente además de controlar Southwater, OTPPB tiene un interés del 50% en el Grupo Saesa en sociedad con Morgan Stanley.
- La compañía, es el vehículo de inversión a través del cual OTPPB controla Esva (Clasificada por ICR en Categoría AA, Estable), su filial Aguas del Valle y Essbio (Clasificada por ICR en Categoría AA, Estable) y mantiene una inversión en Nuevosur (Clasificada por ICR en Categoría AA-, Estable), cuatro de las más importantes compañías sanitarias en Chile.
- Los flujos de caja provienen de 4 estables compañías de servicios.
- Esva y Aguas del Valle, Essbio y Nuevosur, han presentado estabilidad y consistencia tanto en resultados como en Indicadores financieros durante los últimos años.
- La industria de servicios sanitarios es un monopolio natural que posee costos medios decrecientes y tiene la particularidad de mostrar niveles de consumo sumamente estables y predecibles debido a que son servicios básicos fuertemente ligados al crecimiento de la población.

### Riesgos

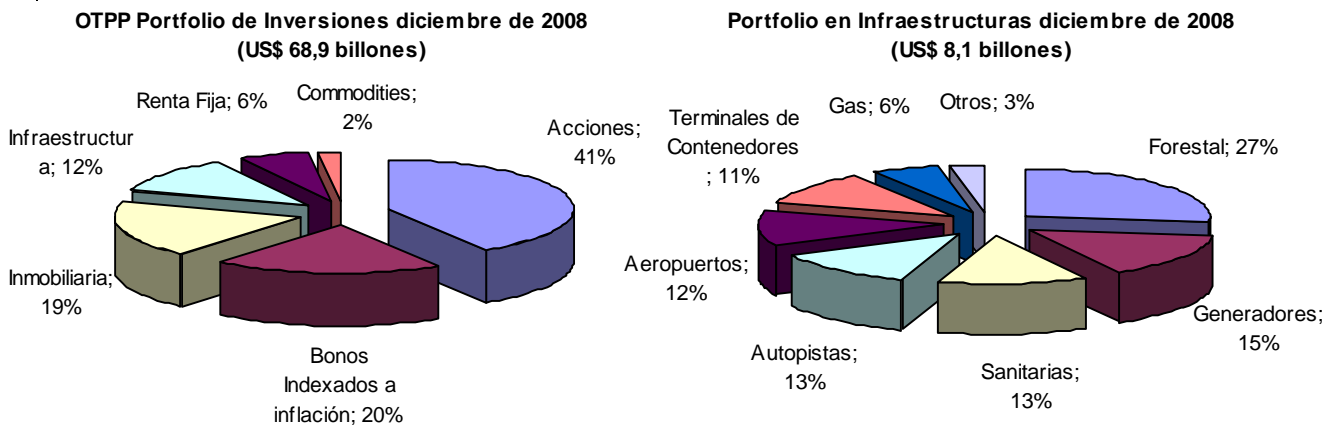
- Como monopolio natural, la industria en la cual Southwater posee sus principales inversiones, se encuentra fuertemente regulada por diferentes entidades, por ende la compañía y el sector en general, eventualmente podría enfrentar a cambios en las regulaciones imperantes.
- La existencia de una potencial escasez en años secos, podrían afectar la calidad, disponibilidad y costos de los recursos hídricos.

## Antecedentes de la Compañía

Southwater, constituye el vehículo de inversión en Chile de OTPPB, a través del cual mantiene sus inversiones en el sector sanitario. Southwater se constituyó por escritura pública de fecha 12 de junio de 2008, otorgada en la Notaría de Santiago de don José Musalem Saffie.

OTPPB es una persona jurídica canadiense constituida con fecha 31 de diciembre de 1989, en virtud de la Ley de Ontario, Canadá, denominada Teachers' Pension Act. El plan de pensiones está sujeto a la fiscalización y patrocinio del Gobierno de la Provincia de Ontario y de la Ontario Teachers' Federation. El objeto de OTPPB es administrar los planes de pensiones de profesores activos y retirados de la Provincia de Ontario. OTPPB no tiene accionistas ni socios.

Con más de US\$ 70,8 billones en activos netos OTPPB, es el Fondo de Pensiones para profesión única, más grande de Canadá. Administra los planes de pensiones e invierte los activos del plan para asegurar las pensiones de más de 284.000 profesores activos y retirados de la Provincia de Ontario, Canadá.

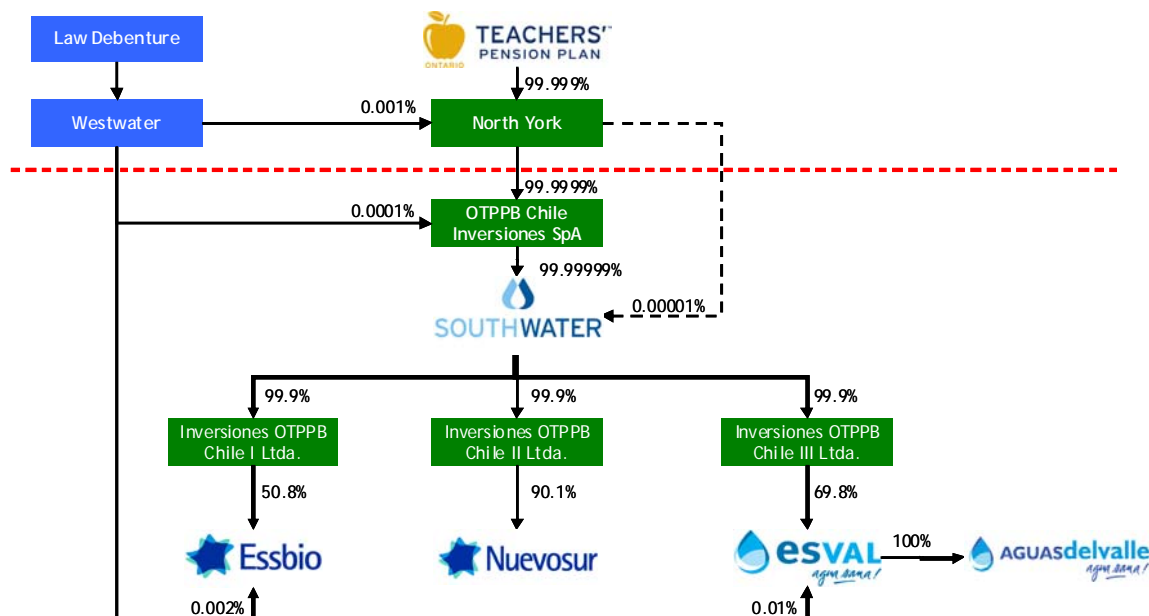


OTPPB es un inversionista global con un portfolio diversificado, el que incluye inversiones en infraestructura por un total de US\$ 8,1 billones. Además OTPPB posee una clasificación de riesgo internacional de riesgo de AAA y tiene un rol activo en promover mejoras en los estándares de Gobiernos Corporativos.

Otros hechos a destacar de OTPPB, se mencionan a continuación:

- Ha invertido más de US\$ 1,1 billones en Chile desde el año 2007, incluyendo su 50% de interés en el Grupo Saesa.
- Es un comprometido inversionista de largo plazo. En particular, la inversión en Southwater provee un excelente calce a las obligaciones de pensión de OTPPB.
- En un inversionista comprometidos con las prácticas de Gobiernos Corporativos.

Los socios de Southwater son OTPPB Chile Inversiones SpA, titular de un 99,99999% del capital social y North York Global Investments Inc., titular de un 0,00001% del capital social. A su vez, North York es titular del 99,9999% de las acciones en OTPPB Chile Inversiones SpA, y OTPPB es dueña del 99,999% de los derechos sociales en North York.



### Essbio

Essbio fue creada en 1989 como sucesora legal del Servicio Nacional de Obras Sanitarias de la región del Bío-Bío, de acuerdo a lo establecido en la Ley N° 18.885. Essbio abastece de agua potable y recolecta, trata y dispone de las aguas servidas, a través de una red a la que se encuentran conectados los clientes dentro de su área de concesión ubicada en la VIII Región.

En octubre del año 2002 se concretó la fusión entre Essbio y la Empresa de Servicios Sanitarios del Libertador S.A. (Essel), conformando así la segunda mayor sanitaria del país. En diciembre del mismo año se inició también el proceso de integración de las operaciones de la VI y VIII Región.

Con fecha 25 de julio de 2007, OTPPB a través de su filial Inversiones OTPPB Chile I Limitada, y conjuntamente con Westwater Investments Limited (Westwater), realizaron una oferta pública de adquisición de acciones por el 100% de las acciones Serie A de Essbio (incluidas aquellas acciones Serie B que se canjearon por acciones Serie A de conformidad con los estatutos de dicha sociedad). Con fecha 27 de agosto de 2007, Inversiones OTPPB Chile I Limitada y Westwater tomaron el control de Essbio, alcanzando el 50,83% y 0,002% de las acciones respectivamente.

La estructura accionaria al 19 de marzo de 2009 es la siguiente:

Acciones	Serie A	Serie B	Serie C	Total	%
Inversiones OTPPB Chile I Limitada	793.363		13.442.072.014	13.442.865.377	50,83
Westwater Investments Limited	550.908			550.908	0,002
CORFO		1.148.897	11.487.824.632	11.488.973.529	43,44
Otros	128.358	23.053	1.513.258.054	1.513.409.465	5,73
<b>Total de Acciones</b>	<b>1.472.629</b>	<b>1.171.950</b>	<b>26.443.154.700</b>	<b>26.445.799.279</b>	<b>100</b>

Fuente: Inversiones Southwater Limitada

El capital de esta sociedad se encuentra dividido en tres series de acciones: (i) Serie A, que corresponden a acciones comunes, con todos los derechos que la ley confiere a las acciones ordinarias, (ii) Serie B que corresponden a acciones preferentes, con todos los derechos que la ley confiere a las acciones ordinarias, pero que gozan además de preferencia respecto de venta de derechos de aprovechamiento de aguas o concesiones sanitarias, la cual requiere un quórum especial de acuerdo en la votación de la respectiva junta extraordinaria de accionistas de una mayoría de las acciones que representen, a lo menos, el 75% de todas las acciones emitidas con derecho a voto, incluidas las Series A, B y C, y la mayoría absoluta de la totalidad de las acciones de la Serie B emitidas por esta sociedad, y (iii) Serie C, que corresponden a acciones preferentes, con todos los derechos que confiere la ley a las acciones ordinarias, pero que gozan además de la preferencia para convocar a juntas de accionistas, pues el directorio de Essbio deberá convocar a junta extraordinaria de accionistas cuando así lo soliciten a lo menos un 5% de las acciones emitidas de la Serie C. Sin embargo, las acciones Serie C no tienen derecho a voto en las elecciones de directores de Essbio.

Westwater posee el 20,83% de las acciones con derecho a elegir directores de Essbio; sin embargo suscribió un acuerdo de accionistas con Inversiones OTPPB Chile I Limitada en el cual Westwater accedió a nominar los miembros del directorio según lo indicado por Inversiones OTPPB Chile I Limitada.

A través de este acuerdo de accionistas con Westwater, Inversiones OTPPB Chile I Limitada tiene los votos para elegir a la mayoría de los miembros del Directorio y aprobar la distribución de dividendos en Essbio.

## **Nuevosur**

Fue creada en octubre de 2001 con el objeto de participar en la licitación pública de la transferencia del derecho de explotación de las concesiones de servicio público sanitario en la VII Región del país, de las cuales era titular la Empresa de Servicios Sanitarios del Maule S.A. (ESSAM- actualmente Empresa Concesionaria de Servicio Sanitario S.A. - EconssaChile).

Con fecha 7 de diciembre de 2001, Nuevosur y ESSAM celebraron un Contrato de Transferencia de Derechos de Explotación de Concesiones, en virtud del cual le fueron otorgados a Nuevosur los derechos de explotación de las concesiones sanitarias ubicadas en la VII Región, por un período de 30 años.

En agosto de 2007, OTPPB, a través de su filial Inversiones OTPPB Chile II Limitada y Westwater adquirieron en conjunto el 100% de las acciones de Nuevosur.

En noviembre de 2007, Inversiones Aguas Río Claro Limitada (Río Claro), sociedad controlada por la familia Errázuriz Domínguez, suscribió el 90,16% de las acciones Serie A con derecho a voto de Nuevosur y adquirió de Inversiones OTPPB Chile II Limitada un 9,86% de las acciones Serie B sin derecho a voto de Nuevosur, asumiendo el control de dicha sociedad.

De acuerdo con los estatutos de Nuevosur, su capital se encuentra dividido en dos series de acciones: (i) Serie A, que corresponden a acciones ordinarias, con derecho a voto, y sin preferencias ni limitaciones de ninguna clase; y (ii) Serie B, que corresponden a acciones preferentes, sin ningún derecho a voto y con preferencia en materia de dividendos.

Debido a que Río Claro es titular de un 90,16% de las acciones Serie A con derecho a voto de Nuevosur y tiene poder de voto para elegir a todos sus directores, Río Claro es el controlador de Nuevosur. Por su parte, OTPPB, a través de Inversiones OTPPB Chile II Limitada, es titular de un 9,84% de las acciones con derecho a voto de Nuevosur (Serie A), y de un 90,13% de las acciones sin derecho a voto de Nuevosur (Serie B).

La estructura accionaria actual es la siguiente:

Acciones	Serie A	Serie B	Total	%
Inversiones OTPPB Chile II Limitada	191.970.909	4.325.536.738.527	4.325.728.709.436	90,1
Inversiones Aguas Río Claro Limitada	1.758.029.091	473.544.015.564	475.302.044.655	9,9
<b>Total de Acciones</b>	<b>1.950.000.000</b>	<b>4.799.080.754.091</b>	<b>4.801.030.754.091</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Inversiones Southwater Limitada

## Eskal

Fue constituida en 1989 por la Corporación de Fomento de la Producción y el Fisco de Chile, al amparo de la Ley N° 18.777 que autoriza al Estado de Chile para desarrollar actividades empresariales en materia de agua potable y alcantarillado. Los antecedentes legales de Eskal fueron la Empresa Municipal de Desagües de Valparaíso y Viña del Mar, la Dirección de Obras Sanitarias del Ministerio de Obras Públicas y la División de Servicios Sanitarios del Ministerio de Vivienda y Urbanismo.

Eskal abastece de agua potable y recolecta, trata y dispone de las aguas servidas, a través de una red a la que se encuentran conectados los clientes dentro de su área de concesión ubicada en la V Región.

Con fecha 18 de noviembre de 2007, OTPPB a través de su filial Inversiones OTPPB Chile III Limitada, y conjuntamente con Westwater, realizaron una oferta pública de adquisición de acciones por el 100% de las acciones Series A de Eskal (incluidas aquellas acciones Serie B que se canjearon por acciones Serie A de conformidad con los estatutos de dicha sociedad). Con fecha 24 de diciembre de 2007, ambas compañías tomaron el control de Eskal, alcanzando Inversiones OTPPB Chile III Limitada y Westwater el 69,36% y el 0,01% de las acciones, respectivamente.

Con fecha 18 de enero de 2008, OTPPB a través de su filial Inversiones OTPPB Chile III Limitada, y conjuntamente con Westwater, realizaron una oferta pública de adquisición del 100% de las acciones de Eskal, sin importar la serie a la que pertenecen. Como consecuencia de dicha nueva oferta de compra, con fecha 21 de febrero de 2008, OTPPB y Westwater aumentaron su participación en Eskal, alcanzando un 69,71% y 0,01% respectivamente. Con posterioridad a dicha fecha, Inversiones OTPPB Chile III Limitada ha adquirido acciones adicionales en Eskal, aumentando su participación a 69,77%.

La estructura accionaria actual es la siguiente:

Acciones	Serie A	Serie B	Serie C	Total	%
Inversiones OTPPB Chile III Limitada	1.122.170.725		10.437.782.849.266	10.438.905.019.991	69,77
Westwater Investments Limited	1.487.520.566			1.487.520.566	0,01
CORFO	16.945.090	1.083.889.342	4.402.236.893.568	4.403.337.728.000	29,43
Otros	29.939.278	104.083	118.516.024.082	118.546.067.443	0,79
<b>Total de Acciones</b>	<b>2.656.575.659</b>	<b>1.083.993.425</b>	<b>14.958.535.766.916</b>	<b>14.962.276.336.000</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Inversiones Southwater Limitada

El capital social de Esva se encuentra dividido en tres series de acciones: (i) Serie A, que corresponden a acciones comunes, con todos los derechos que la ley confiere a las acciones ordinarias, (ii) Serie B que corresponden a acciones preferentes, con todos los derechos que la ley confiere a las acciones ordinarias, pero que gozan además de preferencia respecto de venta de derechos de aprovechamiento de aguas o concesiones sanitarias, la cual requiere un quórum especial de acuerdo en la votación de la respectiva junta extraordinaria de accionistas de una mayoría de las acciones que representen, a lo menos, el 75% de todas las acciones emitidas con derecho a voto, incluidas las Series A, B y C, y la mayoría absoluta de la totalidad de las acciones de la Serie B emitidas por esta sociedad, y (iii) Serie C, que corresponden a acciones preferentes, con todos los derechos que confiere la ley a las acciones ordinarias, pero que gozan además de la preferencia para convocar a juntas de accionistas, pues el directorio de Esva deberá convocar a junta extraordinaria de accionistas cuando así lo soliciten a lo menos un 5% de las acciones emitidas de la Serie C. Sin embargo, las acciones Serie C no tienen derecho a voto en las elecciones de directores de Esva.

Westwater posee el 39,75% de las acciones con derecho a elegir directores de Esva; sin embargo suscribió un acuerdo de accionistas con Inversiones OTPPB Chile III Limitada en el cual Westwater accedió a nominar los miembros del directorio según lo indicado por Inversiones OTPPB Chile III Limitada.

A través de este acuerdo de accionistas con Westwater, Inversiones OTPPB Chile III Limitada tiene los votos para elegir a la mayoría de los miembros del Directorio y aprobar la distribución de dividendos en Esva.

Asimismo, Esva es titular de un 99% del capital suscrito y pagado de Aguas del Valle, la cual fue constituida con fecha 4 de diciembre de 2003 con el fin de explotar las concesiones sanitarias de la IV Región de Coquimbo, de las cuales era titular Essco S.A., posteriormente Essan S.A. y actualmente Empresa Concesionaria de Servicio Sanitario S.A. – EconssaChile.

Con fecha 22 de diciembre de 2003, Aguas del Valle y Essco S.A. celebraron un Contrato de Transferencia de Derechos de Explotación de Concesiones, en virtud del cual le fueron otorgados a Aguas del Valle los derechos de explotación de las concesiones sanitarias ubicadas en la IV Región, por un período de 30 años.

### Actividades y negocios.

Southwater es una sociedad matriz cuya inversión principal es su participación indirecta en las empresas sanitarias Essbio, Nuevosur, Esva y Aguas del Valle. A través de dichas sociedades, Southwater participa en el sector sanitario proveyendo servicios a sus clientes. Las empresas del sector sanitario prestan los siguientes servicios a sus clientes:

a) **Producción de Agua Potable:** Esta operación se refiere a los procesos necesarios para convertir en agua potable el agua cruda captada, conduciendo ésta a los puntos de distribución que regulan el abastecimiento de los clientes que la demandan. El agua cruda es captada y extraída desde fuentes superficiales y subterráneas, las cuales dependiendo de sus parámetros de calidad, puede resultar necesario abatirlas mediante un tratamiento físico-químico, además de un tratamiento de desinfección y de fluoruración, para cumplir con la normativa vigente.

b) **Distribución de Agua Potable:** Esta operación se refiere a los procesos de

almacenamiento, regulación y distribución del agua potable producida y la conducción de ésta, a través de las redes de agua potable, a los puntos de consumo de cada uno de los clientes.

c) **Recolección de Aguas Servidas:** Esta operación se refiere a los procesos de recolectar las aguas ya utilizadas con características domésticas e industriales desde los inmuebles de cada uno de los clientes y conducirlos gravitacionalmente y/o por impulsión a las plantas de tratamiento o al punto de disposición final.

d) **Tratamiento y Disposición de Aguas Servidas:** Esta operación se refiere al tratamiento de las aguas servidas afluentes y su posterior evacuación hacia los cuerpos receptores finales, de acuerdo a las exigencias de la normativa vigente.

Todos los procesos operacionales se desarrollan bajo los requisitos establecidos por el marco jurídico aplicable al sector de los servicios sanitarios y la fiscalización de la SISS, de manera de asegurar los siguientes aspectos fundamentales:

- Proporcionar un caudal continuo de agua potable con una presión en norma y un servicio continuo en la recolección de las aguas servidas.
- Asegurar en el agua potable la calidad bacteriológica y desinfección adecuada, así como el cumplimiento de los parámetros físicos y químicos.
- Asegurar el tratamiento de las aguas servidas y su evacuación en las condiciones técnicas y sanitarias establecidas en las normas.

Al 31 de diciembre de 2008, las coberturas urbanas de agua potable y alcantarillado a nivel nacional se ubican en torno al 99,8% y 95,2%, respectivamente. Asimismo, a esa misma fecha, el índice de cobertura urbana de tratamiento de aguas servidas urbanas referido a población es de un 82,3%.

## Descripción del sector Industrial

### El sector sanitario

En 1989, se realizó una reestructuración completa de la industria sanitaria en Chile, creándose el régimen de concesiones sanitarias, cuyo marco regulatorio está actualmente contenido en el DFL N° 382 con las modificaciones introducidas por la Ley N° 19.549 de 1998.

Para estos efectos, en 1989, se constituyeron 13 empresas sanitarias, una por cada región del país, todas dependientes del Estado. Estas 13 compañías fueron creadas como sociedades anónimas abiertas, quedando sujetas al marco regulatorio que rige a éstas, con un área de concesión exclusiva y bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Estas compañías representan actualmente un 90,4% de la industria. El 9,6% restante está en manos de pequeñas compañías privadas.

En 1990, se creó la Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS) a través de la Ley N° 18.902, con el objeto de garantizar a la población que el suministro de servicios sanitarios, en cuanto a su cantidad, su calidad y su precio.

Durante 1998, se estableció el marco legal que permitió la participación y entrega del

control al sector privado de las empresas sanitarias de propiedad estatal. Bajo este esquema se realizaron las licitaciones de Esval (1998), Emos S.A., hoy Aguas Andinas (1999), Essal S.A. (1999), Essel S.A. (2000) y Essbio (2000).

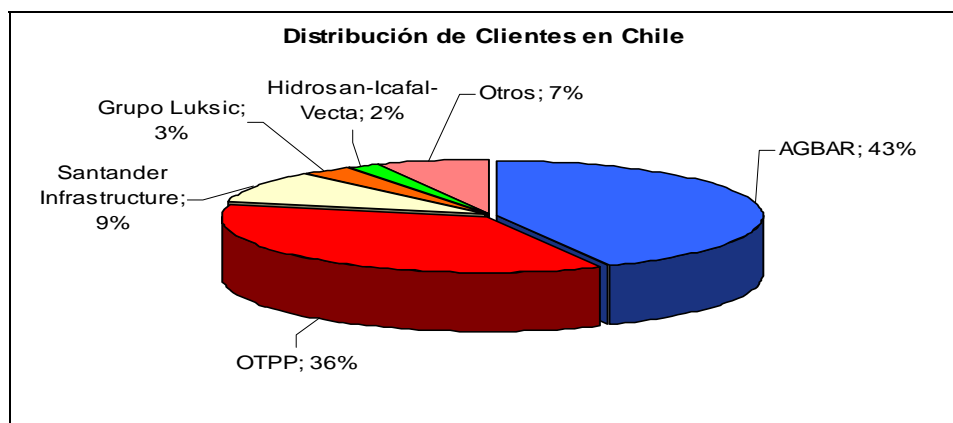
Durante el año 2000, se anunció que el proceso de incorporación de capital privado para el resto de las sanitarias estatales se haría también bajo la modalidad B.O.T. (Building, Operating and Transferring), lo que implica otorgarle al inversionista privado la concesión de la operación del servicio sanitario, por un período de tiempo determinado, en el cual éste deberá cumplir con el plan de inversiones previsto para la compañía que se adjudique, sin haber traspaso de la propiedad de ésta. Bajo esta modalidad, entre los años 2000 y 2003 se realizaron las licitaciones del resto de las sanitarias bajo control estatal, habiéndose adjudicado Essam S.A, Emssa S.A., Essco S.A., Essan S.A. y Emsat S.A., declarándose desiertos los casos de Essar S.A., Esmag S.A. y Essat S.A.

A comienzos del segundo trimestre de 2001, el gobierno optó por no continuar con el modelo de venta de acciones, optando por transferir al sector privado los derechos de explotación de las empresas restantes. Este sistema contempló entregar sólo la gestión sanitaria, a sociedades anónimas que deben tener como único objeto el establecimiento, construcción y explotación de la concesión sanitaria durante el plazo de 30 años y comprometerse a realizar las inversiones que éstas requieran. Bajo este esquema, se realizaron las licitaciones de los derechos de explotación de concesiones de que gozan actualmente Nuevosur (2001) y Aguas del Valle (2003), entre otras empresas sanitarias.

A diciembre de 2007, el sector sanitario urbano está compuesto por 57 empresas, de las cuales 49 se encuentran efectivamente en operación. Estas empresas atienden áreas de concesión exclusivas en las 15 regiones del país, abarcando un universo de 14.011.127 habitantes y 353 localidades.

Las empresas sanitarias se clasifican en 3 categorías, de acuerdo a la relación porcentual entre el número de clientes del servicio de agua potable y alcantarillado de aguas servidas atendidos por la empresa y el total de usuarios urbanos de servicios de agua potable y alcantarillado de aguas servidas del país. De esta manera, en el sector sanitario chileno es posible distinguir a Empresas Mayores, Empresas Medianas y Empresas Menores.

Actualmente, Southwater a través de las compañías sanitarias en las cuales ha invertido, presta servicios al 36% de los clientes totales del país.



En general, se aprecia que tras la incorporación de capitales privados al sistema sanitario, los niveles de cobertura tanto de agua potable como de alcantarillado han aumentado (aunque marginalmente durante los últimos años), y si bien en algunas regiones los niveles siguen relativamente bajos, como en la sexta región, en otras regiones, como por ejemplo en las extremas e incluso la Región Metropolitana (exceptuando la cobertura de aguas servidas), los niveles alcanzan un 100% de cobertura, similar al nivel de países desarrollados.

## Marco Regulatorio

El modelo de regulación actual de la industria sanitaria chilena pone énfasis en dos aspectos: el Régimen de Concesiones y las Tarifas. Ambos aspectos están contenidos en el marco legal bajo el cual se norma el funcionamiento del sector, siendo función de la SISS aplicar y hacer cumplir lo dispuesto en la Ley General de Servicios Sanitarios DFL N° 382 de 1988, y sus posteriores modificaciones introducidas por la ley N° 19.549 de 1998, y en el DFL N° 70, Ley de Tarifas, y sus respectivos reglamentos.

El marco legal chileno, contenido en el DFL N° 382 de 1988 y su reglamento el DS N° 121 de 1992, establece una modalidad de gestión mediante el otorgamiento de concesiones a sociedades anónimas destinadas a la producción y distribución de agua potable y a la recolección y disposición de aguas servidas. Estas concesiones pueden ser otorgadas para explotar etapas individuales o integradas del servicio.

Las concesiones son otorgadas por un período de tiempo indefinido, mediante decreto del Ministerio de Obras Públicas, sin ningún costo para la empresa que lo solicita. Cada decreto contiene las normas y cláusulas relativas al programa de desarrollo que debe implementar la concesionaria, el nivel tarifario de adjudicación de la concesión y las garantías que tienen por objeto asegurar el cumplimiento del referido programa de desarrollo. Dichas concesiones se encuentran bajo la fiscalización jurídica y técnica de la SISS.

En términos de fiscalización formal, existen dos instituciones que velan por el cumplimiento tanto de las normas financieras como técnicas. En primer lugar, las empresas del sector sanitario que se constituyen como sociedades anónimas abiertas y por expresa disposición de la ley que permitió su creación, están sujetas a la acción fiscalizadora de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Ahora bien, en términos netamente técnicos y ligados al rubro de la empresa, el organismo responsable de la fiscalización del sector sanitario en Chile es la Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS), que es una entidad técnica dependiente del Ministerio de Obras Públicas. La SISS efectúa las labores de fiscalización a las empresas del sector junto con la función de salvaguardar los intereses de los consumidores del servicio en relación al marco sanitario aprobado.

La estructura legal que conforma el desarrollo sanitario chileno está compuesta por los siguientes instrumentos:

- D.F.L. 382 "Ley General de Servicios Sanitarios"
- Reglamento de la Ley General de Servicios Sanitarios
- D.F.L. 70 "Sobre Tarifas y Aportes de Financiamiento Reembolsables"
- Reglamento de la Ley de Tarifas de Servicios Sanitarios
- Ley que crea la Superintendencia de Servicios sanitarios
- Ley de subsidio al pago del consumo de agua potable y servicio de alcantarillado
- Reglamento de la Ley de Subsidio.

Respecto a la fijación tarifaria, la estructura tarifaria que rige a todas las empresas sanitarias registradas en la SISS se compone de un cargo fijo independiente del consumo de sus clientes, cargos variables por consumo de agua potable y cargos variables por el uso de alcantarillado, lo cual se encuentra relacionado con el nivel de consumo de agua potable del cliente. Por otra parte y dependiendo de la estacionalidad de la demanda, pueden existir cargos por sobre-consumo en períodos de punta, además de un cargo por tratamiento de aguas servidas.

Las tarifas de los servicios regulados, agua potable, alcantarillado y aguas servidas, se fijan cada cinco años para cada una de las empresas de servicios sanitarios. Durante el proceso de determinación de tarifas, que funciona sobre una base de eficiencia de la gestión (aplicadas sobre una empresa modelo), la SISS realiza estudios para determinar el costo incremental de desarrollo (Costo Marginal) de cada una de dichas empresas para un plan de expansión de al menos 15 años y los costos totales de largo plazo que aseguren el auto-financiamiento de la operación.

Para el caso particular de las empresas sanitarias ligadas a Southwater, se aprecia lo siguiente:

- Durante el año 2005 Esva comenzó a operar con sus nuevas tarifas (el período tarifario de Aguas del Valle es para los años 2006-2011), las que se incrementaron en relación al proceso anterior, lo cual ha asegurado estabilidad a la compañía durante los últimos años.
- Por su parte, tanto para Essbio como para Nuevosur, sus respectivos regímenes tarifarios comenzaron a operar durante el año 2006 y tienen vigencia hasta el año 2011. Cabe además señalar que ambos procesos resultaron en alzas en las tarifas, para el caso de Essbio en un 0,6% real y para el caso de Nuevosur en un 10% real.

## Situación Financiera

Dado que Southwater solo comenzó sus operaciones durante el segundo semestre del año recién pasado y además debido a que la obtención de flujos de Southwater proviene de la generación de flujos de sus inversiones sanitarias en Essbio, Nuevosur, Esva y Aguas del Valle, es que en este apartado se hará un breve análisis financiero de las tres compañías operativas ya mencionadas.

Al analizar la situación financiera de las tres compañías, se observa que, en general, todas ellas han presentado un comportamiento bastante estable/positivo durante los últimos años. Este hecho, además de ser explicado por adecuados manejos financieros, se debe en gran medida a que éstas empresas se encuentran insertas en una industria de bajo riesgo (debido a su carácter de monopolio natural) y de que los servicios ligados al agua potable y al alcantarillado son servicios de primera necesidad, lo cual induce a flujos de ingresos y costos estables y predecibles en el tiempo.

### Essbio

Es la empresa del sector sanitario más grande en la cual Southwater ha invertido, constituyendo la segunda mayor sanitaria del país. Al 31 de diciembre de 2008, las operaciones de Essbio comprenden a más de 641.000 clientes de agua potable, lo que representa un 15% de la población del país, colocando a Essbio como la segunda empresa del sector sanitario más grande del país. Asimismo, Essbio ostenta el record de ser

la sanitaria que atiende la mayor cantidad de localidades del país (88). Esta gran cobertura geográfica demanda un detallado conocimiento en aspectos de producción, recolección y tratamiento, tanto en grandes zonas urbanas como en pequeñas localidades.

En millones de pesos	2005	2006	2007	2008
Ventas	83.535	85.003	87.701	94.296
Ebitda	48.224	47.009	50.500	51.943
Margen Ebitda	57,70%	55,30%	57,60%	55,10%
Utilidad	34.242	20.467	22.224	22.646
Activos Totales	389.126	511.725	494.655	493.100
Pasivos Exigibles	150.080	299.773	273.580	270.476
Patrimonio	239.046	211.951	221.075	222.625
Deuda Financiera Neta	108.138	202.910	181.733	189.154
Deuda Financiera Neta / EBITDA	2,2 x	4,3 x	3,6 x	3,6 x
EBITDA/Gastos Financieros Netos	9,4 x	6,1 x	8,9 x	9,8 x
Leverage	0,6 x	1,4 x	1,2 x	1,2 x
Dividendos Pagados	28.726	26.848	33.485	20.962
	100% de las utilidades	100% de las utilidades	100% de las utilidades	100% de las utilidades
Política de Dividendos				

Tal como ya fue comentado, se observa una evolución positiva tanto en los resultados como en los indicadores financieros de la compañía durante los últimos tres años. En particular, se aprecian niveles crecientes de ingresos, Utilidad y Ebitda (además de un margen Ebitda alto y que a diciembre 2008 supera el 55%), un nivel de endeudamiento y de cobertura de deuda acorde con la industria y acorde con los niveles de inversiones que año a año debe realizar la compañía.

Específicamente durante el año 2008, se aprecia un 7,52% de incremento en los niveles de ingresos. Los ingresos regulados por servicios de agua potable, alcantarillado y tratamiento de aguas servidas registraron un alza de 7,48% debido a un mix de aumentos tarifarios junto con mayores volúmenes (2,69%). Por otra parte, los otros ingresos por prestaciones no reguladas, aumentaron en 7,82% principalmente por prestaciones de servicios adicionales de Agua Potable Rural.

Por su parte, el Resultado Operacional, como consecuencia de lo anterior aumentó en un 3,69%, equivalente a MM\$1.285, con respecto al año 2007. En tanto que la Utilidad de la Compañía ascendió a MM\$ 22.646 registrando un aumento de 1,90% en comparación con la obtenida en el año 2007, oportunidad en que la utilidad alcanzó MM\$22.224.

El Ebitda alcanzó a MM\$ 52.317, un 2,84% mayor en comparación con el año 2007 y corresponde al 55,48% de los ingresos.

Finalmente cabe señalar que Essbio, cuenta con una política de reparto de dividendos del 100%, y que a diciembre de 2008 generó MM\$ 20.962 de dividendos pagados, situación que beneficia a Southwater en la obtención de flujos.

## EsvaI

EsvaI y su filial Aguas del Valle son la segunda y cuarta sanitaria, respectivamente, de mayor importancia del grupo. Al 31 de diciembre de 2008, las operaciones de EsvaI y Aguas del Valle comprenden a más de 678.044 clientes de agua potable, lo que representa cerca de un 16% de la población del país, de los cuales un 12% es atendido

por Esva en la V Región y un 4% son atendidos por Aguas del Valle en la IV Región, aproximadamente. Asimismo, Esva atiende 50 localidades en toda la V Región, mientras que Aguas del Valle atiende a 21 localidades en la IV Región.

En millones de pesos	2005	2006	2007	2008
Ventas	95.088	100.218	103.438	106.316
Ebitda	57.305	59.597	59.251	56.611
Margen Ebitda	60,30%	59,50%	57,30%	53,20%
Utilidad	23.351	25.492	24.454	20.286
Activos Totales	556.083	579.835	599.773	599.168
Pasivos Exigibles	292.171	302.308	315.633	318.707
Patrimonio	263.912	277.527	284.140	280.461
Deuda Financiera Neta	233.034	239.655	244.275	252.257
Deuda Financiera Neta / EBITDA	4,1x	4,0 x	4,1 x	4,5 x
EBITDA/Gastos Financieros Netos	4,6 x	4,9 x	4,5 x	4,3 x
Leverage	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x
Dividendos Pagados	16.353	16.229	17.688	23.738
Política de Dividendos	70% de las Utilidades	70 de las Utilidades	80% de las Utilidades	80% de la Utilidades

Esva, por su parte, ha presentado estabilidad y consistencia tanto en resultados como en indicadores financieros. Con niveles crecientes de ingresos y estables tanto de Utilidad como de Ebitda (acompañado además de un nivel de margen Ebitda que a diciembre 2008 ascendió a un 53,2%). Asimismo, al igual que para el caso anterior, presenta niveles de deuda y de cobertura de servicio de deuda acordes a la industria y a los niveles de inversiones que ha debido y debe realizar durante su período de concesión.

Específicamente, durante el año 2008 se observó una Utilidad Neta que ascendió a MM\$ 20.286, cifra inferior en MM\$ 4.168 a la obtenida a igual período del año anterior.

Lo anterior se produjo como consecuencia de la caída en un 7% del Resultado Operacional, el cual disminuyó en MM\$2.946 respecto de 2007, pasando de una utilidad de MM\$42.173 en diciembre de 2007, a una utilidad de MM\$39.227 en diciembre de 2008.

Esta disminución se explica por un aumento en los costos de explotación por un total de MM\$5.738, entre los cuales destacan principalmente incrementos en gastos de energía eléctrica (MM\$3.572), incrementos en el costo del petróleo y transporte y compras de agua por efecto de la sequía.

En la misma línea de lo anterior y debido justamente a la caída en el Resultado Operacional, el Ebitda, que a diciembre 2008 ascendió a MM\$ 56.611, presentó una caída de un 4,66% respecto al año anterior, período en el cual alcanzó los MM\$ 59.251.

Finalmente cabe señalar que Esva, al menos durante los últimos dos años contó con una política de reparto de dividendos del 80%, y que a diciembre de 2008 generó MM\$ 23.738 de dividendos pagados, situación que beneficia a Southwater en la obtención de flujos.

Cabe señalar que si bien el directorio de Esva había propuesto distribuir sólo un 80% de las utilidades que se obtuvieran durante el año 2007 y 2008, en las Juntas de Accionistas de abril 2008 y abril 2009, se acordó distribuir el 100% de las utilidades del año 2007 y del año 2008.

## Nuevosur

Es la tercera empresa sanitaria más grande en la cual Southwater mantiene inversiones a esta fecha. Al 31 de diciembre de 2008, las operaciones de Nuevosur en la VII Región del país comprenden a más de 210.000 clientes de agua potable, lo que representa un 4,8% de la población del país. Asimismo, Nuevosur atiende 30 localidades en toda la VII Región.

En millones de pesos	2005	2006	2007	2008
Ventas	22.113	23.764	28.156	31.029
Ebitda	13.294	12.942	16.322	17.879
Margen Ebitda	60.1%	54.5%	58.0%	57.6%
Utilidad	3.841	2.857	8.257	5.105
Activos Totales	212.002	223.430	217.130	215.041
Pasivos Exigibles	166.656	151.686	120.489	115.766
Patrimonio	45.346	71.744	96.641	99.275
Deuda Financiera Neta	36.003	79.559	88.994	89.520
Deuda Financiera Neta/Ebitda	2,7 x	6,1 x	5,4 x	5,0 x
Ebitda/ Gastos Financieros Netos	2,0 x	3,6 x	5,3 x	3,2 x
Leverage	3,7 x	0,5 x	0,8 x	0,9 x
Dividendos Pagados	-	-	-	2.462
Políticas de Dividendos				100% de las utilidades
Deuda Intercompañía	-	5.555	12.014	6.675

Al igual que para el caso de Essbio y Esva, los resultados e indicadores financieros de Nuevosur, se presentan consistentes con la industria en la que está inserta y a la vez estables. En particular se aprecian niveles de ingresos y Ebitda crecientes, además de estables y altos niveles de margen Ebitda y niveles de endeudamiento y cobertura de deudas acordes a la industria, aunque levemente más bajos que los presentados por Essbio y Esva.

En términos específicos, durante el año 2008, se observó que los ingresos de explotación aumentaron en MM\$2.873, es decir, un 10,2% comparado con el año anterior. Los ingresos regulados por servicios de alcantarillado y tratamiento registraron un alza por indexaciones tarifarios y no hubo mayores variaciones en los volúmenes facturados. Por su parte, los otros ingresos aumentaron en MM\$1.099, explicado en su mayoría por servicios adicionales de agua potable rural para el Ministerio de Obras Públicas.

Como consecuencia de lo anterior, el Resultado Operacional alcanzó los MM\$11.181, es decir, aumentó en 10,53% comparado con el año 2007.

Por otro lado, el Resultado no Operacional presentó una caída de MM\$4.650, comparado con el mismo período del año anterior, principalmente por mayores gastos financieros netos asociados al uso de exceso de caja de años anteriores requeridos para el Plan de Inversiones de la Sociedad, mayores gastos financieros y un menor beneficio por corrección monetaria.

Por lo motivos anteriormente señalados, la utilidad generada por la Compañía ascendió a MM\$5.105, una disminución de MM\$3.152 en comparación con la obtenida en el año anterior, oportunidad en que se registró una utilidad de MM\$8.257.

Por su parte el Ebitda, dado el mayor Resultado Operacional, alcanzó MM\$17.879, un 9,54% mayor en comparación con el año 2007.

Respecto a la deuda intercompañía que se presenta en el cuadro anterior, vale la pena señalar que ésta corresponde a una deuda al 31 de diciembre de 2008 por un monto de MM\$ 14.257 que Nuevosur debe a Southwater, correspondiente al contrato de crédito de fecha 10 de febrero de 2007 entre Nuevosur y RWE Thames Water PLC como acreedor inicial y por un monto inicial de MM\$ 51.250, posteriormente cedido por dicho acreedor a Gestora de Activos Limitada Cuatro y Compañía en Comandita por Acciones con fecha 23 de marzo de 2006, luego cedido por ésta última a OTPPB Chile Inversiones S.A. con fecha 27 de agosto de 2007, y finalmente cedido por OTPPB Chile Inversiones S.A. a Southwater en virtud de contrato de cesión de crédito celebrado con fecha 30 de junio de 2008.

Finalmente, en cuanto a la política de dividendos de Nuevosur, ésta debe distribuir anualmente como dividendo en dinero el 100% de las utilidades líquidas de cada ejercicio, salvo acuerdo diferente adoptado en junta de accionistas con el 95% de las acciones emitidas con derecho a voto. Sin embargo, de acuerdo con el artículo 5° transitorio, mientras se encuentre pendiente el pago de cierto crédito que Nuevosur adeuda a Southwater, Nuevosur deberá distribuir anualmente como dividendo el monto que resulte mayor entre (i) el 30% de las utilidades líquidas del ejercicio respectiva; y (ii) las utilidades líquidas del ejercicio respectivo menos la cantidad que Nuevosur haya pagado o deba pagar ese mismo año a Inversiones Southwater.

## Principales Características de los Instrumentos

### Bonos

- Dos Líneas de Bonos, una corta a 10 años y una larga a 30 años y que entre ambas no superen UF 7.500.000.
- Los títulos de los Bonos que se emitan con cargo a la Línea serán al portador y desmaterializados desde la respectiva Emisión.
- Cada colocación de Bonos podrá contemplar la opción de Southwater de amortización extraordinaria de forma total o parcial en cualquiera de las fechas de pago de intereses o amortización de capital.
- La Emisión no contempla garantías.
- La finalidad de los Bonos que se emitan con cargo a la Línea será refinanciar o reestructurar pasivos de Southwater, pudiendo ser éstos tanto de corto como de largo plazo.
- Los Bonos emitidos con cargo a la Línea no serán convertibles en acciones.
- Resguardos:
  1. Deuda Financiera Neta y EBITDA Ajustado de los últimos 12 meses inferior a 6,5 veces.
  2. EBITDA Ajustado y Gastos Financieros Netos superior a 2 veces. Esta relación será verificada en los Estados Financieros trimestrales, a contar de la fecha del Contrato de Emisión.

3. Enajenación de Activos Esenciales.
4. Control sobre Esval y Essbio
5. Negative Pledge.
6. Requerimiento de caja mínimo de 6 meses de servicio de deuda para distribuir a los accionistas vía dividendos o préstamo a compañías relacionadas.

### Clasificación Inversiones Southwater (Metodología de Matrices y Filiales)

Tal como ya fue comentado Southwater, es el vehículo de inversión a través del cual OTPPB controla, Essbio, Esval y Aguas del Valle, y mantiene una inversión en Nuevosur.

En particular, la clasificación de riesgo de los Bonos emitidos por esta sociedad, ha sido analizada por ICR bajo el esquema de su Metodología de Matrices y Filiales, particularmente, desde el punto de vista de “La Visión Estándar del Rating de Deuda de una Matriz”. En ésta última, los principios básicos que permiten asignar la clasificación de una Matriz respecto de sus filiales, son los siguientes:

- Existe un alto grado de dependencia financiera de los flujos generados por las compañías operativas.
- La deuda de la matriz, generalmente es utilizada para hacer inversiones de capital en las compañías operativas.
- Los niveles de deuda de la matriz son un factor clave en la diferencia de ratings entre la matriz y las compañías operativas.

Una vez analizados estos puntos, si la mayoría de éstos se presentan y dependiendo además del análisis financiero que se haya hecho de la compañía, se procede a asignar la clasificación.

En la mayoría de los casos, la deuda de la matriz es clasificada dos notch bajo la clasificación de deuda de las compañías operativas, debido a la subordinación estructural de la matriz (en el caso en que haya diferencias entre los ratings de las operativas, la clasificación de la Matriz se asignará tomando un promedio del rating de las compañías operativas).