



Clasificadora de Riesgo

STRATEGIC ALLIANCE WITH



*Insight beyond the rating.*

# Aguas Nuevo Sur, Maule, S.A.



## Informe de Clasificación Junio 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

Línea de Bonos N° 491

Clasificación

AA-, Tendencia "Estable"

*Analista responsable:* Leonardo Sánchez

*Estados Financieros:* 31 de marzo de 2009

## Resumen de Clasificación

ICR Clasifica en Categoría AA-, con Tendencia "Estable" la línea de bonos N° 491, de Aguas Nuevo Sur, Maule, S.A.

Aguas Nuevo Sur, Maule, S.A. (Nuevosur) es la cuarta compañía de agua potable y alcantarillado en Chile. Provee servicios de agua potable y alcantarillado en 30 localidades de la VII región del Maule. El fondo de pensiones canadiense Ontario Teachers' Pension Plan Board (OTPPB) a través de Inversiones OTPPB Chile II Ltda., 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)..

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 objeto de OTPPB es administrar los planes de pensiones de aproximadamente 284.000 profesores activos y retirados de la Provincia de Ontario. OTPPB no tiene accionistas ni socios. 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 fondo es propietario también de Inversiones OTPPB Chile I Ltda. e Inversiones OTPPB Chile III Ltda., propietarias a su vez del 50,83% de Essbio S.A. y del 69,77% de Esval S.A. y del 100% de Aguas del Valle S.A. (filial de Esval S.A.), respectivamente.

El control de la compañía lo tiene Inversiones Aguas Río Claro Ltda. desde noviembre del 2007, empresa ligada a la familia Errázuriz Domínguez, al suscribir un aumento de capital equivalente a 1.758.029.091 acciones de la serie A (90,15%).

En términos financieros, Nuevosur muestra indicadores financieros sólidos y una adecuada evolución de sus resultados, tanto por la estabilidad de sus ingresos dada su condición de monopolio natural, como por la buena labor desempeñada por la administración de la compañía, lo cual ha facilitado la aplicación de políticas consistentes con el desarrollo de la empresa.

Respecto a las principales cifras en indicadores financieros de la compañía, se aprecia que a diciembre de 2008, el indicador Ebitda (medido como Resultado de explotación+depreciación+amortización de intangibles) alcanzó los MM\$ 17.878, en tanto que el margen Ebitda alcanzó 57,62%. En cuanto a otros indicadores, se aprecia por ejemplo que el nivel de endeudamiento (pasivo exigible a patrimonio más interés minoritario, en línea con los resguardos) alcanzó a diciembre a 1,13 veces, mientras que el nivel de deuda financiera sobre ebitda ascendió a 5,0 veces y el nivel de cobertura de gastos financieros netos (ebitda sobre gastos financieros netos) alcanza las 3,19 veces.

---

## Definición de Categorías

### **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 verían afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría AA.

## Fortalezas y Debilidades o Riesgos

### Fortalezas

- La principal zona de operación de Nuevosur corresponde a una región importante del país, concentrando las más importantes actividades industriales, comerciales, residenciales y de servicios.
- La industria de servicios sanitarios es un monopolio natural -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.
- La empresa ha mostrado un importante nivel de crecimiento, tanto en sus servicios de cobertura como en sus resultados financieros, mostrando crecimientos anuales sostenidos en ventas, márgenes de explotación y utilidad neta.
- Nuevosur cuenta con una administración altamente calificada, lo cual facilita la aplicación de políticas consistentes con el desarrollo de la empresa, hecho que se ha notado, principalmente, en los resultados financieros de la empresa.
- Nuevosur es una empresa que no presenta mayores sanciones por parte de los organismos fiscalizadores y que además mantiene un elevado nivel de cumplimiento de su Programa de Desarrollo, durante los últimos años.
- Tras los respectivos procesos de negociación tarifarios, durante el año 2006 Nuevosur comenzó a operar con sus nuevas tarifas, las que se incrementaron considerablemente en relación al proceso anterior (alrededor de un 10% real), lo cual ha asegurado estabilidad a la compañía durante los últimos años.

### Riesgos

- Como monopolio natural, la industria y por ende Nuevosur 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.

### Hechos Relevantes

- Con fecha 29 de abril de 2009, fueron elegidos los señores Juan Andrés Salas Streeter y Felipe José Errázuriz Domínguez como Presidente y Vicepresidente del directorio.
- Con fecha 28 de abril de 2009, se informó como hecho relevante el cambio de nombre de la sociedad de "Aguas Nuevo Sur, Maule, S.A." por "Nuevosur S.A.". A esta fecha, se encuentra pendiente la legalización de dicha modificación.
- El 26 de febrero de 2009, se acordó nombrar al señor Gonzalo Cordua Hoffmann como nuevo Gerente General de la compañía, a partir del 1 de marzo.
- El 18 de septiembre del año 2008, se constituye Biodiversa S.A., sociedad anónima cerrada. Su capital social asciende a M\$ 10.000, dividido en 1000 acciones, 750 de las

cuales pertenecen a Essbio, mientras que las 250 restantes a Nuevosur. Su objeto social es la prestación de servicios de laboratorio, análisis químicos, biológicos u otros, el diseño, construcción y operación de sistemas de agua potable y alcantarillado, el estudio, construcción y explotación de sistemas de solución para el manejo de aguas lluvias; la importación y comercialización de toda clase de bienes y servicios, la prestación de servicios comerciales y de informática; la realización de inversiones en toda clase de bienes muebles e inmuebles.

### Antecedentes de la Compañía

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

En diciembre de 2001 Nuevosur adquiere la concesión por 30 años de los derechos sanitarios de la VII Región del Maule. Esta administración se caracteriza por constantes conflictos con la Superintendencia de Servicios Sanitarios (SISS). Estos problemas están dados por incumplimientos al plan de desarrollo impuesto por la SISS.

En marzo de 2006, el fondo de inversión Southern Cross Group, a través de Inversiones Sanitarias Río Claro S.A., adquiere el 100% de la propiedad de Nuevosur, por un monto cercano a los US\$ 182 millones. El 23 de marzo del 2006, además, Southern Cross Group adquiere el 50,97% de las acciones de la Essbio.

En agosto del año 2007, OTPPB a través de la filial Inversiones OTPPB Chile II Limitada y Westwater Investment Limited adquiere el 100% de las acciones de Nuevosur. Su matriz es la sociedad Inversiones Southwater Ltda. (Southwater) y el controlador final de esta es el fondo de pensiones canadiense OTPPB, fondo propietario de Inversiones OTPPB Chile I Ltda. e Inversiones OTPPB Chile III Ltda., propietarias a su vez del 50,83% de Essbio S.A. y del 69,77% de Esval S.A., respectivamente.

En noviembre de 2007, Inversiones Aguas Río Claro Limitada (Río Claro), sociedad controlada por Inversiones Aguas Río Teno S.A. 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.

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 objeto de OTPPB es administrar los planes de pensiones de aproximadamente 284.000 profesores activos y retirados de la Provincia de Ontario. OTPPB no tiene accionistas ni socios. El plan de pensiones está sujeto a la fiscalización y patrocinio del Gobierno de la Provincia de Ontario y de la Ontario Teachers' Federation.

La ley chilena prohíbe que un controlador posea una participación mayor al 50% dentro de las empresas de la misma categoría (en este caso medianas). Por participación se entiende que aquel inversionista posee más 10% de las acciones con derecho a voto o puede elegir a más de un director. Con la compra y control de Esval y de su filial Aguas del Valle, quienes en conjunto ostentan el 50% de la participación de la categoría de empresas medianas, OTPPB tuvo que ceder el control de la compañía.

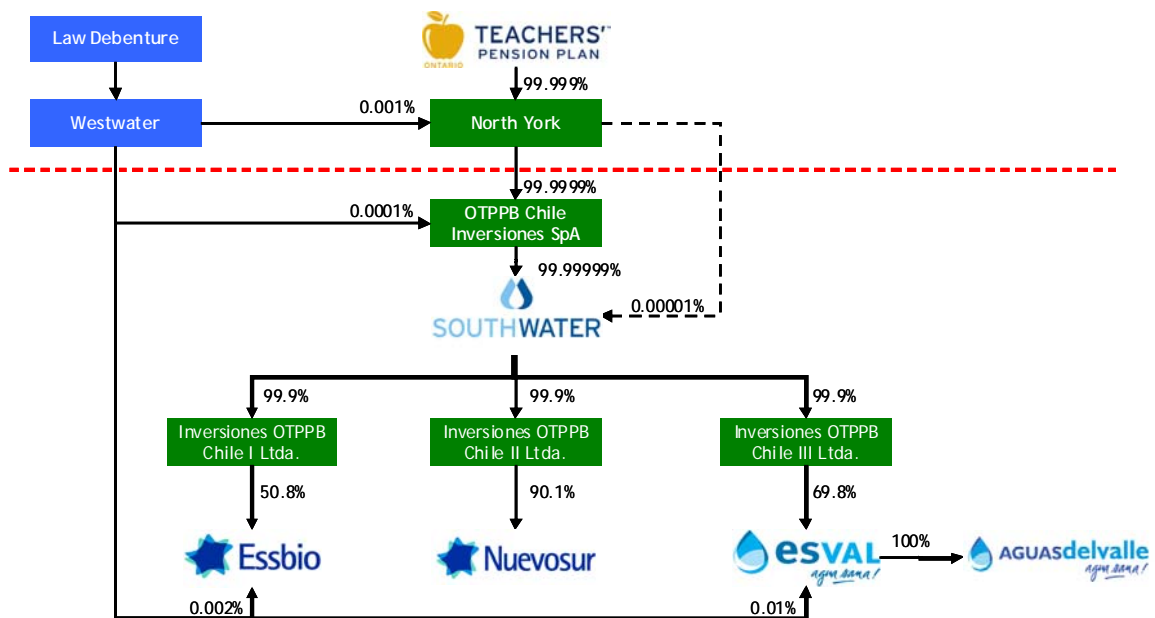
El siguiente cuadro muestra como están distribuidas las acciones al 31 de marzo de 2009. El capital accionario está dividido en las series A, con derecho a voto, y las acciones serie B, sin derecho a voto, pero que perciben el doble de dividendos.

La estructura accionaria actual es:

Acciones	Serie A	Serie B	Total	%
Inversiones OTPPB Chile II Limitada	191.970.909	4.325.536.738.527	4.325.728.709.436	90,10
Inversiones Aguas Rio Claro Limitada	1.758.029.091	473,544.015.564	475,302.044.655	9,90
<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

La estructura de propiedad es la siguiente:



### Directorio y Administración

Nombre	Cargo
Juan Andrés Salas Streeter	Presidente del Directorio
Felipe José Errázuriz Domínguez	Vicepresidente del Directorio
Arturo Errázuriz Domínguez	Director
Tomás Poblete Castro	Director
Cristián Figueroa Illanes	Director
Gonzalo Cordua Hoffmann	Gerente General
Marcel Didier Fierro	Gerente de Administración y Finanzas

En el año 2004, Essbio y Nuevosur firman un contrato de suministro de servicios, a través del cual las funciones gerenciales y administrativas de Nuevosur son provistas por Essbio.

## Negocios

Las dos principales áreas de negocios de Nuevosur son Agua Potable y Aguas Servidas. En estas áreas se pueden identificar los siguientes cuatro procesos operacionales:

a) Producción de Agua Potable: Esta operación se refiere a los procesos necesarios para convertir en agua potable el agua cruda captada, conduciendo esta 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 a la conducción de esta, 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 conducir las 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.

## Actividades

Nuevosur es la cuarta empresa sanitaria más grande del país. Con un 4,98% de la participación del total de clientes de la industria sanitaria, es considerada una empresa mediana<sup>1</sup>. A diciembre del 2008 atiende 210.497 clientes en 30 localidades pertenecientes a la VII Región del Maule.

La compañía opera 39 sistemas de producción de agua potable que emplean diversos métodos como filtros rápidos, lentos y en presión. Las principales fuentes de captación son los ríos Claro, Maule, y el Estero Quebrada Honda. Luego el agua es transportada hasta las plantas de tratamiento de cada zona de concesión, siendo las más importantes San Luis y El Boldo. El siguiente cuadro muestra la producción de agua potable desde el año 2000.

---

<sup>1</sup> Su porcentaje de clientes se encuentra entre el 4% y 15% del total nacional.

Producción de Agua Potable (Millones de metros cúbicos)									
Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nuevosur	52.777	52.942	53.810	57.157	57.260	58.410	60.388	60.775	62.258

Además, Nuevosur posee 26 sistemas de tratamiento de aguas servidas de distintas tecnologías; 342 plantas elevadoras de aguas y más de 3.800 kilómetros de redes de distribución de agua potable y recolección de aguas servidas. Por otro lado, trata, maneja y elimina cientos de toneladas de residuos sólidos anuales. En el siguiente cuadro se observa el rápido crecimiento de los metros cúbicos de aguas servidas tratados, dado por un potente plan de inversiones en los últimos años.

Tratamiento de Aguas Servidas (Millones de metros cúbicos)							
Año	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nuevosur	Sin Info.	19.278	21.921	20.921	39.258	74.116	74.888

El gran salto que se observa a partir del año 2006 se debe al ingreso de 7 nuevas plantas de tratamiento de aguas servidas: Linares, Chanco, Talca, San Javier, Pelarco, Rauco y Villa Alegre. Esto permitió aumentar la cobertura a niveles cercanos al 100% a fines de 2008. A diciembre de 2008, Nuevosur atiende a 210.497 clientes en la VII región, con las siguientes coberturas:

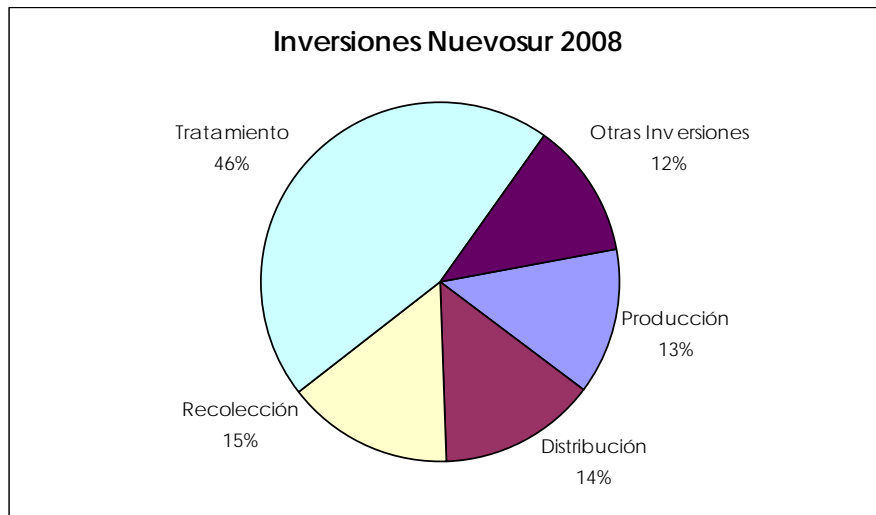
	Cobertura Agua Potable	Cobertura Agua Servida	Cobertura Tratamiento
Nuevosur	99,6%	94,4%	90,2%

### Inversiones de Capital

La compañía tiene la obligación de acordar un plan de inversiones con la SISS, en el que se describen las inversiones que debe realizar durante los 15 años siguientes a la fecha en la que el plan de inversiones correspondiente entra en vigencia. Específicamente, el plan de inversiones refleja el compromiso de la empresa para llevar a cabo ciertos proyectos relacionados con el mantenimiento de ciertas normas de calidad y cobertura. El plan de inversiones mencionado está sujeto a revisión cada cinco años, pudiendo solicitar efectuar modificaciones cuando se verifican ciertos hechos relevantes.

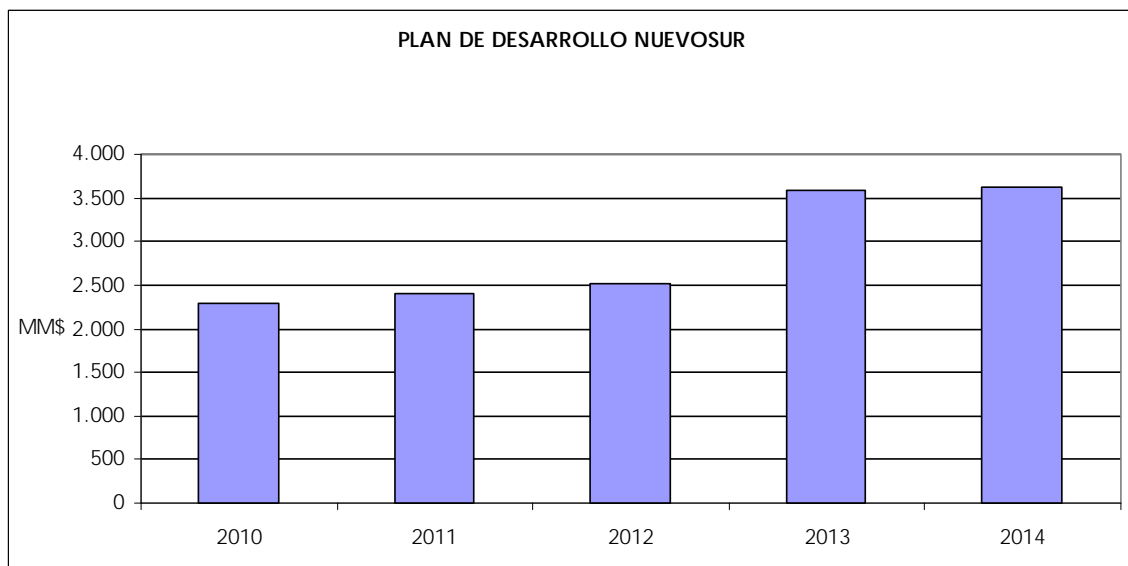
Durante el año 2008 se realizaron inversiones de capital por un total de MM\$ 8.588, siendo las más importantes:

- Inicio Obras Sistema de Descontaminación de Constitución.
- Construcción y habilitación de Sondaje Sector San Miguel, Talca.
- Modernización de Redes de Agua Potable en varias comunas.
- Nuevo Sistema de Producción Piedra de Lobos.
- Mejoramiento plantas de descontaminación de San Clemente y Retiro.



Fuente: Elaboración Propia.

El siguiente gráfico muestra el plan de desarrollo de Nuevosur para el período 2010-2014.



Fuente: Elaboración Propia, datos Nuevosur S.A.

### Descripción del Sector Industrial

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.

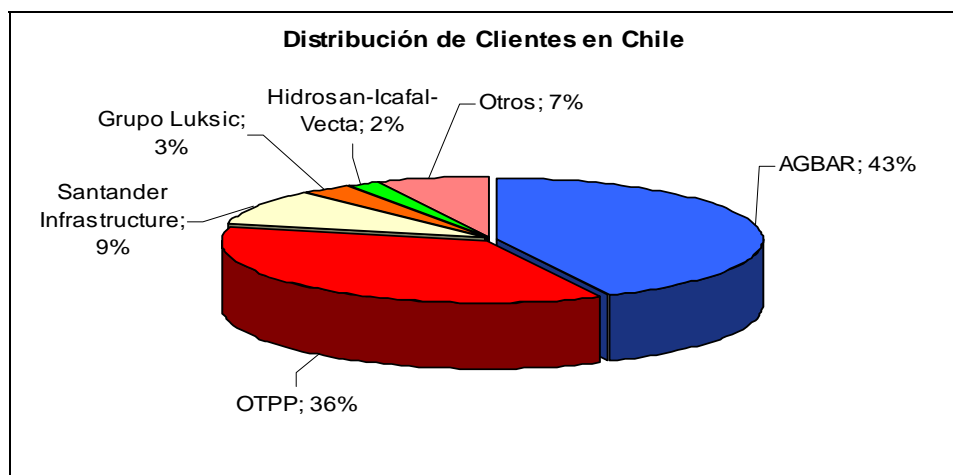
Para estos efectos, en 1989 se constituyeron 13 empresas sanitarias, una por cada región del país, todas dependientes del Estado. Estas 13 compañías fueron creadas como sociedades anónimas abiertas, quedando sujetas al marco regulatorio que rige a estas, con un área de concesión exclusiva y bajo la supervisión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

Valores y Seguros.

Estas compañías representan actualmente más del 90% de la industria. El resto está en manos de pequeñas compañías privadas. Nuevosur es la cuarta empresa sanitaria del país, que atiende a los clientes localizados en la Séptima región del país, lo que representa un 4,98% de todos los clientes del país (Fuente: Superintendencia de Servicios Sanitarios, SISS).

En 1990, se creó la 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.

Actualmente, Southwater, a través de las empresas sanitarias en las cuales ha invertido, presta servicios sanitarios al 36% del total de los clientes del país:



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 EMOS S.A., ESVAL S.A., Essal S.A., Essel S.A. y Essbio S.A. Un hecho destacable es que en todos estos procesos los interesados correspondieron principalmente a compañías de capitales internacionales, donde los recursos comprometidos superaron ampliamente el precio de reserva establecido por el Gobierno, lo que confirma el atractivo del negocio y de Chile como economía.

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 Nuevosur, Aguas del Valle, Essam S.A., Emssa S.A., Essco S.A., Essan S.A. y Emssat S.A., declarándose desiertos los casos de Essar S.A., Esmag S.A. y Essat S.A.

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

La empresa, por ser sociedad anónima abierta y por expresa disposición de la ley que permitió su creación, está sujeta 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.

De lo anterior, debemos destacar un tema de importancia, 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, la SISS realiza estudios sobre una base de eficiencia de la gestión (aplicadas sobre una empresa modelo) 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 el costo total de largo plazo que permita autofinanciar la operación.

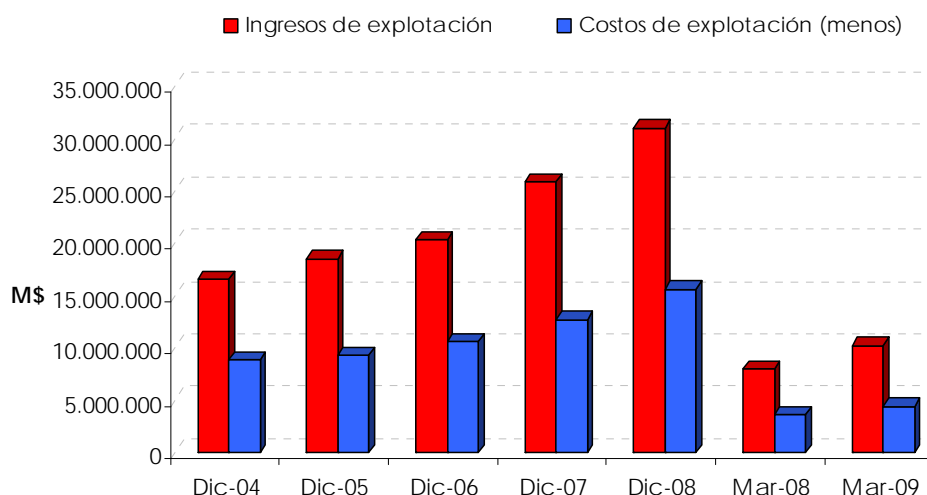
En una modificación legal efectuada a principios de 1998, se estableció que en las próximas fijaciones tarifarias el costo del capital corresponde a la tasa de retorno ofrecida por el Banco Central en sus instrumentos en moneda local reajutable (PRC, BCU) cuyo plazo sea mayor o igual a ocho años, más un premio por riesgo de entre 3,0% y 3,5%. Este premio representa el riesgo no diversificable y es determinado de acuerdo a una serie de factores que reflejan las características del mercado, las condiciones de explotación y las características operacionales de cada compañía. En cualquier caso, el costo del capital utilizado no puede ser inferior a un 7,0% real anual después de impuestos.

Las tarifas se reajustan sobre la base de un polinomio de indexación establecido para cada cargo en cada proceso tarifario. Este polinomio está compuesto por tres índices, los cuales son: el "IPC", el "Índice de Precios al por Mayor de Productos Nacionales Categoría Industria" y el "Índice de Precios al por Mayor de Productos Importados Categoría Industria".

## Análisis Financiero

La evolución de los resultados financieros de Nuevosur ha presentado un comportamiento bastante estable/positivo durante los últimos años. Este hecho, además de ser explicado por el adecuado manejo financiero del cual ha sido objeto la compañía, se debe en gran medida a que la empresa se encuentra inserta 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.

### Ingresos y Costos de Explotación



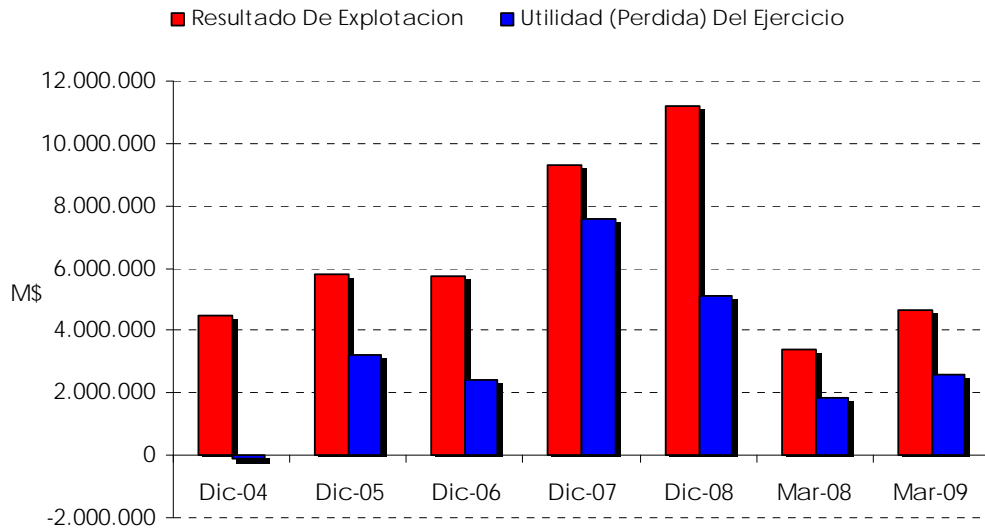
Fuente: Elaboración Propia, datos SVS.

Tal como se observa en el gráfico, Ingresos y Costos de Explotación presentan una tendencia alcista durante los últimos años, característica de esta industria. El crecimiento de los ingresos entre a partir de 2007, se debe principalmente al aumento real de alrededor de 10% que se produjo en las tarifas en septiembre de 2006, así como también al considerable aumento en la cobertura de tratamiento de aguas servidas. De esta manera, los Ingresos de Explotación a marzo de 2009 aumentaron un 20,99% con respecto al mismo mes del año anterior. Por el lado de los Costos, a la fecha de análisis alcanzaron los MM\$ 4.934, creciendo un 14,34% comparando con marzo de 2008.

El Resultado de Explotación presenta la misma tendencia que ingresos y costos. Se observa un alza importante en 2007 producto del alza tarifaria y por la entrada de nuevas plantas de tratamiento. Desde esta fecha se observa una tendencia creciente. El resultado de explotación creció un 30,66% entre marzo de 2009 y marzo de 2008, dado por indexaciones tarifarias servicios de asesoría de agua potable rural. Con respecto a la Utilidad del Ejercicio, estas presentan un comportamiento al volátil. La baja que se observa en el año 2008 se debe principalmente a la disminución de ingresos financieros

(dado por una mayor utilización de excedentes de caja para las inversiones) y el aumento de los gastos financieros.

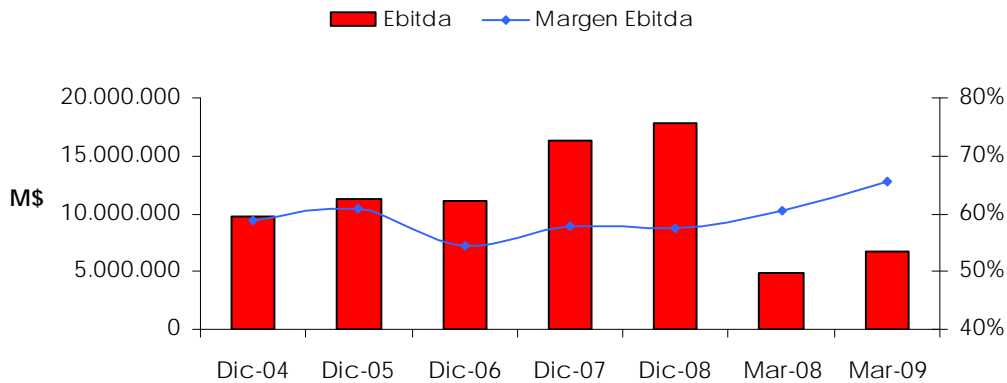
Resultado de Explotación y Utilidad



Fuente: Elaboración Propia, datos SVS.

Al analizar el comportamiento del indicador Ebitda<sup>2</sup>, se observa un valor relativamente constante hasta el año 2006. En 2007, el Ebitda crece un 35,5% dado por los mayores ingresos de explotación originados por planes de inversiones más agresivos, que permitieron aumentar las coberturas. Por otra parte, el margen Ebitda presenta una tendencia relativamente constante, aunque al comparar marzo 2009 con marzo 2008 este aumenta.

Ebitda y Margen Ebitda



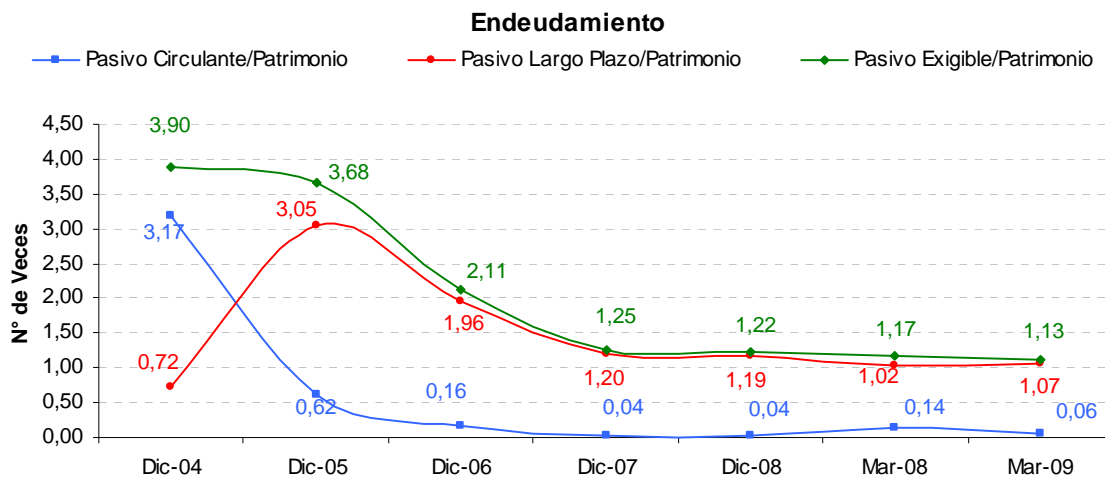
Fuente: Elaboración Propia, datos SVS.

La política de financiamiento de Nuevosur, esta sufre un cambio estructural a partir del año 2005. Dado que las inversiones necesarias en esta industria son de largo plazo, la

<sup>2</sup> Resultado de Explotación + Depreciación del ejercicio + Amortización de Intangibles

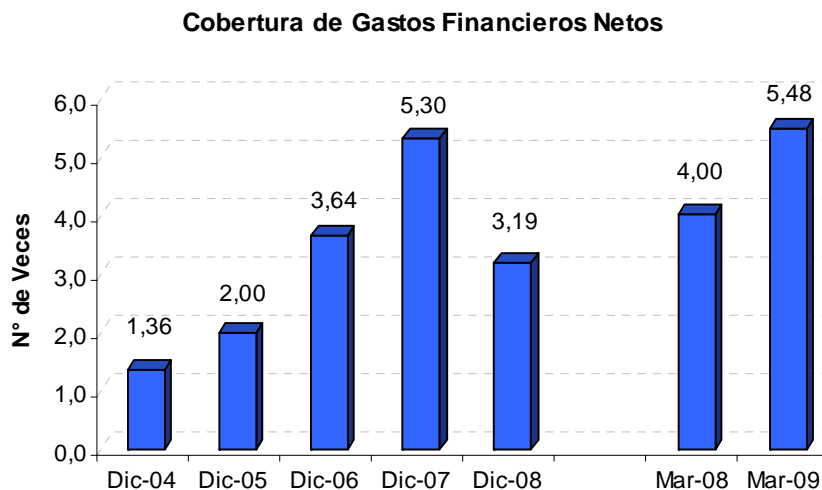
forma de financiarlas será con deuda de largo plazo. De esta manera, se observa una baja sostenida del Pasivo Circulante/Patrimonio y un alza importante del Pasivo Largo Plazo/Patrimonio.

El aumento brusco que se observa en el año 2005 está dado por el traspaso del corto al largo plazo de la deuda que mantiene Nuevosur con su matriz. A partir del año 2006 se refinancian las obligaciones con bancos a corto plazo aumentando las de largo plazo. En el año 2007, se colocan los bonos serie A con cargo a la línea N° 491 extinguiéndose las obligaciones con bancos de largo plazo.



Fuente: Elaboración Propia, datos SVS.

Finalmente, y tal como se aprecia en el gráfico siguiente, como consecuencia de los menores niveles de gastos financieros presentados a partir del año 2005, el indicador de cobertura de gastos financieros, medido como Ebitda sobre gastos financieros, presenta un alza durante los últimos años. A diciembre de 2008 este alcanza las 3,09 veces.



Fuente: Elaboración Propia, datos SVS.

## Características de los Instrumentos

### Bonos

A la fecha, Nuevosur tiene 1 líneas de bonos. Las características de esta línea de bonos son las siguientes:

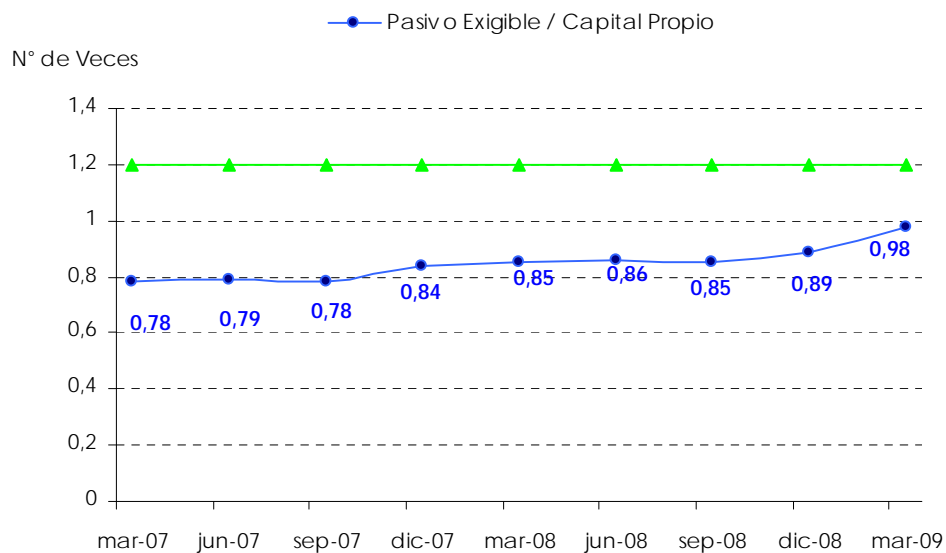
Líneas de Bonos				
N° de Línea	Serie	Inscripción	Duración	Monto
491	A	01-02-2007	24 años	4.500.000 UF

Con fecha 1° de marzo de 2007, se colocan los bonos Serie A por UF 4.150.000, a una tasa del 4,0% anual, con una duración de 21 años con 10 años de gracia. Estos recursos se utilizaron con el fin de refinanciar las obligaciones con bancos.

### Análisis de Resguardos

Los principales resguardos asociados a esta línea de bonos son los siguientes:

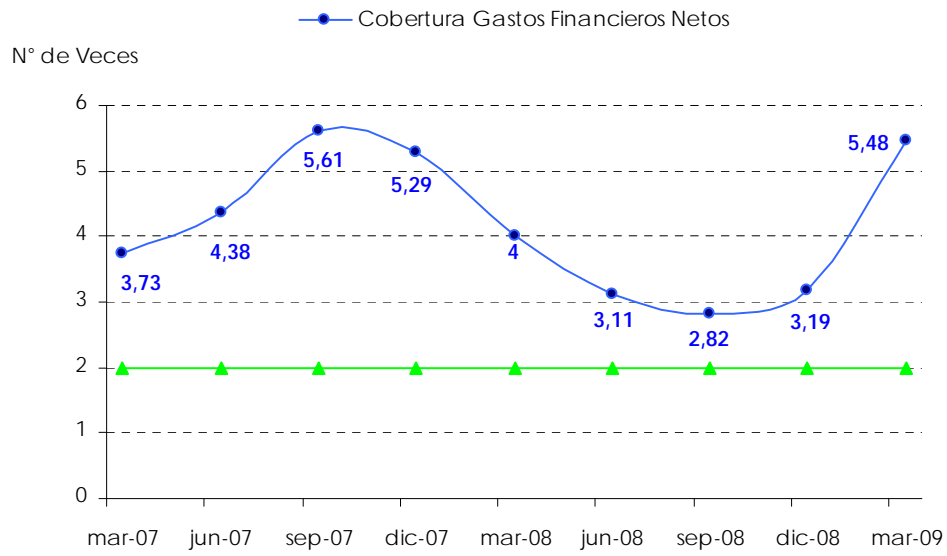
- Pasivo Exigible Neto / Capital Propio Neto no superior a 1,2 veces.  
Donde Pasivo Exigible se calcula como: Pasivo Exigible - Documentos y Cuentas por Pagar de Empresas Relacionadas;  
Y Capital Propio como: Patrimonio + Documentos y Cuentas por Pagar de Empresas Relacionadas - Documentos y Cuentas por Cobrar de Empresas Relacionadas.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de ISB.

- Cobertura de Gastos Financieros Netos menor o igual a 2 veces, calculado como Ebitda sobre la Gastos Financieros Netos<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Gastos Financieros - Ingresos Financieros.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos de ISB.

- Cobertura de Servicio de Deuda superior a 1,5 veces, a partir de Fecu anterior a la primera cuota de amortización del bono serie A en el año 2017.