

## IAM | Mantener - Riesgo Bajo

Mejores perspectivas operacionales ya estarían incorporadas en las actuales valoraciones

### Equity Research

Fecha	24-May-10
Ticker Bloomberg	IAM CI
Precio Actual (Ch\$/acción) (*)	Ch\$640-US\$1,17
Retorno Potencial	10,9%
Retorno por Div. 2010E	2,6%
<b>Retorno Total Esperado</b>	<b>13,6%</b>
Market Cap (US\$ millones)	1.167
Ponderación IPSA	0,85%
Política de Dividendos	100,0%
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	584-700
Retorno YTD	5,1%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	1,83
Total Acciones (MM)	1.000
Free Float	43,4%

Estimaciones	2009	2010E	2011E	2012E
Ventas	327.221	339.745	350.032	362.206
EBITDA	205.133	214.663	221.377	229.875
Margen Ebitda	62,7%	63,2%	63,2%	63,5%
Ut. Neta	60.680	59.733	63.024	65.613
Margen Neto	18,5%	17,6%	18,0%	18,1%
UPA (Ch\$)	60,7	59,7	63,0	65,6
Div./acción (Ch\$)	28,9	60,7	59,7	63,0
Div. Yield	10,8%	10,0%	9,3%	9,8%
Múltiplos	2009	2010E	2011E	2012E
VE/EBITDA (x)	7,4	7,4	7,4	7,2
P/Utilidad (x)	10,0	10,7	10,2	9,8
Bolsa/Libro (x)	1,0	1,0	1,0	1,0
P/Ventas (x)	1,9	1,9	1,8	1,8
FCL Yield	-21,8%	2,3%	1,1%	1,6%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Sergio Zapata  
+56 2 873 6162 | sergio.zapata@banchile.cl  
Diego Celedón  
+56 2 873 085 | diego.celedon@banchile.cl

### Precio Objetivo | Ch\$710/US\$1,41

#### Tesis de Inversión

Estamos actualizando nuestra valoración de IAM, introduciendo un precio objetivo de Ch\$710 por acción a diciembre de 2010, con una recomendación de Mantener. A pesar de la estable generación de flujo de caja esperada y el moderado desempeño de la acción en el año (5,1% versus 5,4% del IPSA), creemos que el nivel de valorización actual es justo.

Un menor retorno esperado por dividendos en 2S10 reduciría el atractivo de IAM para los inversionistas interesados en el retorno por dividendos. El 17 de mayo IAM distribuyó un dividendo de Ch\$44,7 por acción, que representó un retorno de 6,9%. Para el segundo semestre del año, esperamos que la compañía pague un dividendo de Ch\$16,0 por acción (2,6% de retorno por dividendo), manteniendo su política de 100% de reparto. Dado lo anterior, IAM tendría un menor atractivo desde el punto de vista de entrega de dividendos (lo que es un importante atributo de la acción), al menos en los que resta de 2010.

Positiva tasa de crecimiento de EBITDA en los próximos años. A pesar que la nueva fijación tarifaria de Aguas Andinas –único activo operacional de IAM- concluyó con una rebaja de 0,8% de sus tarifas en marzo, esperamos que la compañía muestre un crecimiento promedio de 3,9% de su EBITDA en el período 2009-2012. Esto estaría impulsado por la implementación del proyecto Mapocho Urbano Limpio (MUL). Asimismo, Aguas Andinas continuaría beneficiándose de la estabilidad propia del negocio sanitario, basado en el crecimiento vegetativo de sus clientes en su zona de concesión en la Región Metropolitana.

El plan de expansión de capacidad se ha llevado a cabo según lo programado. Aguas Andinas está desarrollando un importante plan de inversión que incrementará su capacidad de tratamiento y disposición de aguas servidas en los próximos tres años, lo que contribuiría a una mayor generación de EBITDA. En este sentido, el proyecto MUL –que representó una inversión de US\$110 millones- comenzó a operar en abril y contribuirá a incrementar en 10% la capacidad de recolección y tratamiento de aguas servidas. Adicionalmente, este proyecto impulsará los ingresos operacionales en el corto y mediano plazo, debido a un mayor volumen y tarifas por estos servicios. Asimismo, el mayor factor de utilización esperado de sus plantas redundaría en mejores márgenes operacionales. De acuerdo a lo anterior, estimamos un margen EBITDA 2010 y 2011 de 63,2%, en comparación con un 62,7% en 2009. Finalmente, la construcción de la tercera planta de tratamiento en 2012 –US\$250 millones de inversión- permitiría a la compañía alcanzar un 100% de cobertura, lo que probablemente implicaría mejores tarifas.

#### Riesgos de Inversión

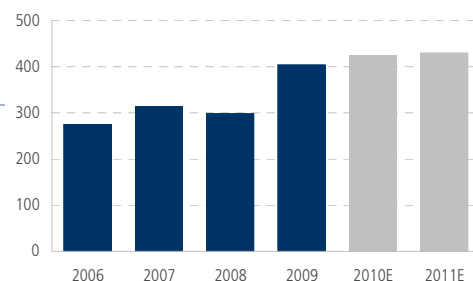
Una potencial venta la participación de CORFO en Aguas Andinas genera un riesgo de sobre oferta respecto a dichas acciones, lo que podría afectar el desempeño bursátil de IAM.

Un resultado distinto al esperado en las próximas revisiones tarifarias afectaría nuestra valoración.

El potencial retraso en la puesta en servicio de la tercera planta de tratamiento o un incremento en los costos de inversión afectaría la generación de flujos operativos de Aguas Andinas y, consecuentemente, nuestra valoración de su matriz.

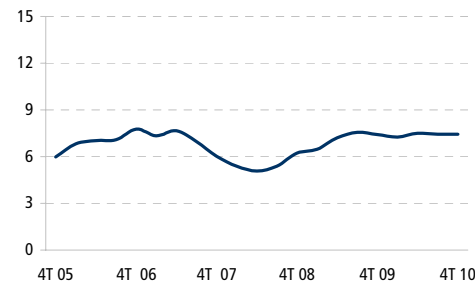
Condiciones hidrológicas más secas o menos favorables afectarían el suministro de agua potable y los márgenes operativos.

IAM: EBITDA 2006-2011E (millones de US\$)



Fuente: Reportes de la Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

IAM: VE/EBITDA Prospective



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

27 de mayo de 2010

#### Descripción de la Compañía

IAM es la matriz de Aguas Andinas (Aguas), la mayor distribuidora de agua potable en el país, que tiene una participación de mercado de 42,6% y que constituye su exclusivo activo operacional.

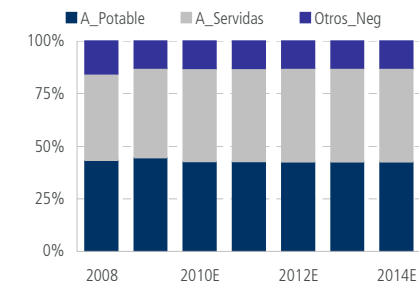
Aguas opera en el negocio de producción y distribución de agua potable y en la recolección y tratamiento de aguas servidas en su zona de concesión en Santiago. Por otra parte, la nueva regulación sanitaria ha permitido nuevos negocios en el tratamiento de residuos líquidos (que hoy representan un 9,2% de los ingresos consolidados).

Aguas atiende una base de 1,7 millones de clientes en el Gran Santiago y comunas circundantes. Además es dueña en un 100% de las filiales Aguas Cordillera y Aguas Manquehue, que atienden la zona oriente de la capital. Por otra parte, en el segundo semestre de 2008 la compañía adquirió el 53,5% de la propiedad de Essal, que opera en la X y XIV Regiones y que a fines de 2009 atendía 187 mil clientes.

Supuestos Operacionales	2009	2010E	2011E
Agua Potable	MMm3 478,4	482,4	482,7
Recolección	MMm3 467,6	477,6	477,8
Tratamiento	MMm3 403,8	465,0	465,3
Clientes	MM 1,68	1,71	1,72

Fuente: Reportes de la Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

IAM: Mix de Ingresos 2008-2014E (%)



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Estado de Resultados (Ch\$MM)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>327.221</b>	<b>100,0%</b>	<b>339.745</b>	<b>100,0%</b>	<b>350.032</b>	<b>100,0%</b>	<b>362.206</b>	<b>100,0%</b>
Costos de Explotación	-136.951	-41,9%	-140.320	-41,3%	-144.275	-41,2%	-148.341	-41,0%
Margen de Explotación	190.270	58,1%	199.425	58,7%	205.757	58,8%	213.865	59,0%
Gastos Administración y Ventas	-35.736	-10,9%	-36.626	-10,8%	-37.542	-10,7%	-38.481	-10,6%
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>154.534</b>	<b>47,2%</b>	<b>162.799</b>	<b>47,9%</b>	<b>168.215</b>	<b>48,1%</b>	<b>175.384</b>	<b>48,4%</b>
Depreciación	-50.599	-15,5%	-51.864	-15,3%	-53.162	-15,2%	-54.491	-15,0%
<b>EBITDA</b>	<b>205.133</b>	<b>62,7%</b>	<b>214.663</b>	<b>63,2%</b>	<b>221.377</b>	<b>63,2%</b>	<b>229.875</b>	<b>63,5%</b>
Ingresos Financieros	5.141	1,6%	5.485	1,6%	5.847	1,7%	6.147	1,7%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	3.124	1,0%	3.337	1,0%	3.570	1,0%	3.764	1,0%
Amort. Menor Valor de Inversiones	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Gastos Financieros	-22.412	-6,8%	-27.464	-8,1%	-25.292	-7,2%	-26.688	-7,4%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	8.773	2,7%	-219	-0,1%	-754	-0,2%	-764	-0,2%
<b>Resultado antes del Impuesto</b>	<b>149.159</b>	<b>45,6%</b>	<b>143.938</b>	<b>42,4%</b>	<b>151.585</b>	<b>43,3%</b>	<b>157.842</b>	<b>43,6%</b>
Impuesto a la Renta	-25.574	-7,8%	-24.469	-7,2%	-25.769	-7,4%	-26.833	-7,4%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	123.585	37,8%	119.468	35,2%	125.816	35,9%	131.009	36,2%
Ítems Extraordinarios	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Interés Minoritario	-62.906	-19,2%	-59.735	-17,6%	-62.792	-17,9%	-65.396	-18,1%
<b>UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO</b>	<b>60.680</b>	<b>18,5%</b>	<b>59.733</b>	<b>17,6%</b>	<b>63.024</b>	<b>18,0%</b>	<b>65.613</b>	<b>18,1%</b>
<b>Balance General (Ch\$MM)</b>	<b>2009</b>	<b>%</b>	<b>2010E</b>	<b>%</b>	<b>2011E</b>	<b>%</b>	<b>2012E</b>	<b>%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1.671.951</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.717.428</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.778.532</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.841.683</b>	<b>100,0%</b>
Caja y Equivalente	27.296	1,6%	27.296	1,6%	27.296	1,5%	27.296	1,5%
Cuentas por Cobrar	61.833	3,7%	73.371	4,3%	78.233	4,4%	85.776	4,7%
Existencias (Neto)	1.695	0,1%	2.498	0,1%	1.903	0,1%	2.002	0,1%
Otros Activos Circulantes	2.195	0,1%	2.195	0,1%	2.195	0,1%	2.195	0,1%
Total Activos Circulantes	93.020	5,6%	105.361	6,1%	109.627	6,2%	117.269	6,4%
Total Activos Fijos	1.022.578	61,2%	1.055.714	61,5%	1.112.552	62,6%	1.168.061	63,4%
Total Otros Activos	556.353	33,3%	556.353	32,4%	556.353	31,3%	556.353	30,2%
Total Activos de Largo Plazo	1.578.931	94,4%	1.612.067	93,9%	1.668.905	93,8%	1.724.414	93,6%
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>716.232</b>	<b>42,8%</b>	<b>762.656</b>	<b>44,4%</b>	<b>820.469</b>	<b>46,1%</b>	<b>881.031</b>	<b>47,8%</b>
Total Pasivos Circulantes	116.380	7,0%	100.803	5,9%	158.617	8,9%	219.179	11,9%
Deuda Financiera CP	35.576	2,1%	20.554	1,2%	74.073	4,2%	127.913	6,9%
Cuentas por Pagar	67.970	4,1%	67.416	3,9%	71.710	4,0%	78.432	4,3%
Otros Pasivos Circulantes	12.834	0,8%	12.834	0,7%	12.834	0,7%	12.834	0,7%
Deuda Financiera LP	508.405	30,4%	570.405	33,2%	570.405	32,1%	570.405	31,0%
Cuentas por Pagar LP	91.447	5,5%	91.447	5,3%	91.447	5,1%	91.447	5,0%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>581.088</b>	<b>34,8%</b>	<b>580.142</b>	<b>33,8%</b>	<b>583.432</b>	<b>32,8%</b>	<b>586.021</b>	<b>31,8%</b>
<b>INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>374.631</b>	<b>22,4%</b>	<b>374.631</b>	<b>21,8%</b>	<b>374.631</b>	<b>21,1%</b>	<b>374.631</b>	<b>20,3%</b>
<b>Flujo de Caja (Ch\$MM)</b>	<b>2009</b>		<b>2010E</b>		<b>2011E</b>		<b>2012E</b>	
<b>UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO</b>	<b>60.680</b>		<b>59.733</b>		<b>63.024</b>		<b>65.613</b>	
Depreciación	50.599		51.864		53.162		54.491	
Cambio en Capital del Trabajo	11.097		-12.896		28		-920	
Otros Ítems no Caja	-8.773		219		754		764	
<b>Flujo por Act. de la Operación</b>	<b>113.603</b>		<b>98.921</b>		<b>116.968</b>		<b>119.948</b>	
Capex	-220.718		-85.000		-110.000		-110.000	
<b>Flujo de Caja Total</b>	<b>-107.115</b>		<b>13.921</b>		<b>6.968</b>		<b>9.948</b>	

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

IAM   Valorización por Suma de Partes (US\$ Millones)			
	Valor Activos	Patrimonio	VPP
Aguas Andinas	4.178	2.955	1.481
Holding	-78	-67	-67
Valor Patrimonio Objetivo			1.414
Número de Acciones (MM)			1.000
TC (cierre diciembre 2010)			505
<b>Precio Objetivo (Ch\$/acción)</b>			<b>710</b>
Precio Actual (Ch\$/acción)			640
Retorno Potencial			10,9%
Retorno por Div. Esperado			2,6%
<b>Retorno Total Esperado</b>			<b>13,6%</b>

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

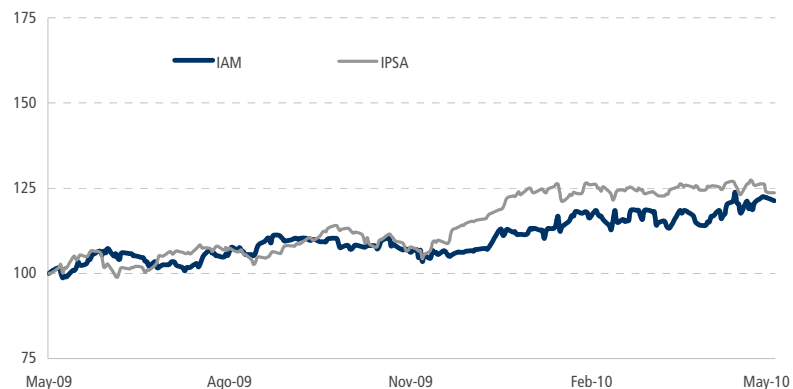
Aguas Andinas   Tasa de Descuento		
Tasa Libre de Riesgo		5,0%
Riesgo País		1,5%
Beta		0,80
Premio por Riesgo		5,5%
Costo Patrimonio		10,9%
Costo Deuda		6,5%
Tasa de Impuestos		17,0%
Costo Deuda Después de Impto		5,4%
Capitalización de Largo Plazo		65,0%
<b>WACC</b>		<b>9,0%</b>
<b>Crecimiento perpetuidad (g)</b>		<b>3,0%</b>

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Chile	2008	2009	1010E	2011E
PIB	3,7	-1,5	4,1	6,2
Tipo cambio cierre	636,5	507,1	505,0	515,0
Consumo	4,0	1,8	4,2	4,5
IPC	7,1	-1,4	3,6	3,2
Tasa desempleo (%)	8,0	9,7	9,3	8,7

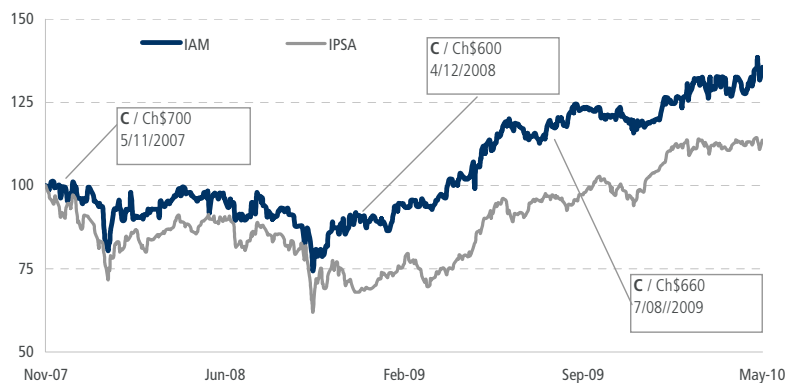
Fuente: Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile.

## IAM | Evolución Vs IPSA últimos 12 meses



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

## IAM | Recomendación Histórica



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Recomendaciones y precios Objetivos	% Muestra Banchile	% Compañías que fueron clientes de la Banca de Inversión del Banco de Chile en los últimos 12 meses
<b>C:</b> Comprar	46,9%	33,3%
<b>M:</b> Mantener	25,0%	14,3%
<b>R:</b> Reducir	3,1%	50,0%
<b>E/R-Restr.:</b> En Revisión - Opinión Restringida	25,0%	50,0%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

## Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 27 de mayo de 2010, previo a la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de IAM o de Aguas Andinas. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de estas empresas para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas. Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile ha suscrito un contrato de asesoría con IAM o con Aguas Andinas.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.