



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

Reseña Anual de Clasificación (Estados Financieros Junio 2016)

Sociedad Nacional de Oleoductos S.A.

Ratings

Diego Arana
Analista
darana@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
villa@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
foyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Metodología
Solvencia; Líneas y Series de Bonos	AA+	Confirmación	Estable	Metodología general de clasificación de empresas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en Categoría AA+ con tendencia estable**, la clasificación asignada a la solvencia y bonos de Sociedad Nacional de Oleoductos S.A. (en adelante SONACOL, la compañía o la empresa).

La clasificación se sustenta en el ambiente competitivo, la cartera de clientes, el mix de productos, la diversificación geográfica y la situación financiera de la compañía. Al respecto:

Ambiente competitivo: Los oleoductos de SONACOL transportan alrededor del 98% de los combustibles líquidos que se comercializan en Santiago. La capacidad de transporte de SONACOL es de 150-800 m³/hr, mientras que transporte en camión es de 35 m³/hr aproximadamente. Por otro lado, la red de oleoductos que posee SONACOL es capaz de absorber el crecimiento de la demanda al menos por los próximos 26 años.

Asimismo, la oferta de servicios que brinda SONACOL es más segura y genera menos problemas logísticos que la alternativa vía camiones, operación que genera inconvenientes logísticos (tráfico) y de seguridad.

Cartera de clientes: Los principales clientes de SONACOL son actualmente entidades con buena calidad crediticia, como el caso de ENAP, COPEC, GASMAR, LIPIGAS Y ENEX, lo cual mitiga la exposición al riesgo de contraparte.

Por otro lado, la compañía mantiene una cartera de clientes con deuda al día, sin morosidad, y no se han constituido provisiones por cuentas incobrables, producto de la evidencia histórica de cobrabilidad.

Mix de productos y diversificación geográfica: La compañía está presente en las regiones V, VI y Metropolitana, operando a través de cuatro poliductos que transportan gasolinas, diésel y kerosenes; y dos gasoductos que transportan gas licuado de petróleo.

Eventualmente, la compañía podría incorporar un nuevo oleoducto que uniría el centro de despacho en Maipú con el aeropuerto Arturo Merino Benítez, sin embargo, requiere de la aprobación del Servicio de Evaluación Ambiental.

Situación financiera: La compañía cuenta con flujos estables a través de ingresos recurrentes asociados a la naturaleza del modelo de negocio. A lo anterior se suma una estructura de inversiones ya realizada, por lo que los requerimientos actuales de capex son bajos. A junio de 2016, SONACOL mantenía un endeudamiento total de 1,70 veces, un indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA de 1,86 veces y una cobertura de gastos financieros netos de 12,81 veces. Finalmente, SONACOL mantiene un holgado indicador de cobertura de servicio de la deuda.

Antecedentes de la Compañía¹

Sociedad Nacional de Oleoductos S.A. es una empresa de infraestructura dedicada principalmente a la construcción, operación, mantenimiento y explotación de una red de oleoductos que transporta Productos Limpios (a través de cuatro poliductos se transporta gasolinas, diésel y kerosenes) y Gas Licuado de Petróleo (a través de dos gasoductos).

Además, la compañía posee nueve estaciones de bombeo, dos terminales de entrega de productos y dos salas de despacho central en Santiago (Maipú y edificio corporativo).

SONACOL es una empresa estratégica para el país ya que transporta el 98% de los combustibles líquidos que se comercializan en la Región Metropolitana.

Los productos transportados se mantienen en todo momento de propiedad de los clientes. Por otro lado, los ingresos de la compañía están asociados a una tarifa de transporte en función del volumen y la distancia, además de considerar como referencia el precio de transporte de combustible en camiones.

SONACOL no tiene filiales o participación en otras sociedades. La relación entre los accionistas se rige por un pacto, el cual regula principalmente la administración de la sociedad (algunas decisiones del directorio por unanimidad) y la compra/venta de acciones (teniendo los actuales accionistas ciertos derechos preferentes). Cabe señalar, que la actual política de dividendos de SONACOL es la distribución del 100% de las utilidades del ejercicio.

Los accionistas de SONACOL son las mayores empresas de combustibles de Chile. En la actualidad, Empresas Copec S.A. a través de Compañía de Petróleo de Chile Copec S.A. y Abastible S.A. (con una participación del 99,05%) controla indirectamente a SONACOL con un 52,8% de la propiedad.

La Industria²

El organismo regulador de transporte de combustibles en Chile, está a cargo de la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), la cual se rige por la Ley N° 18.410, de 1985, y sus modificaciones. La SEC fiscaliza y supervigila el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias, y las normas técnicas sobre generación, producción, almacenamiento, transporte y distribución de combustibles líquidos, gas y electricidad, para verificar que la calidad de los servicios que se presenten a los usuarios sea la señalada en dichas disposiciones y normas técnicas, y que las mencionadas operaciones y el uso de los recursos energéticos no constituyan peligro para las personas o cosas. La SEC puede imponer sanciones a las personas sujetas a su fiscalización.

PRINCIPALES ACCIONISTAS	
Compañía de Petróleo de Chile COPEC S.A.	40,80%
PETROBRAS Chile Distribución Ltda.	22,20%
Empresa Nacional de Energía ENEX S.A.	14,94%
ABASTIBLE S.A.	12,00%
Empresa Nacional de Petróleo ENAP	10,06%

Tabla 1: Estructura de propiedad a junio de 2016
(Fuente: SVS)

Respecto al directorio y a la alta administración de la compañía, cabe destacar que cuentan con una vasta experiencia en los sectores de combustibles e hidrocarburos, hecho que asegura la adopción de políticas de largo plazo, consistentes con el desarrollo de la sociedad. De igual forma, se debe señalar que el directorio se encuentra compuesto principalmente por altos ejecutivos de las empresas accionistas de la misma.

DIRECTORIO	
Fernando Prado Álvarez	Presidente
Lorenzo Gazmuri Schleyer	Director
Marc Llambias Bernaus	Director
Pablo Munita del Solar	Director
Alejandro Álvarez Lorca	Director
Joaquín Cruz Sanfiel	Director
Nicolás Correa Ferrer	Director
Frederic Chaveyriat	Director
Erio Mathias Senos	Director

Tabla 2: Directorio y comité de directores a junio de 2016
(Fuente: SVS)

El transporte de combustible a través de la red de ductos, localizados en la Región Metropolitana se rige por el Decreto N° 160, de 26 de mayo de 2008, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, que aprueba el Reglamento de Seguridad para las instalaciones y operaciones de Producción y Refinación, Transporte, Almacenamiento, Distribución y Abastecimiento de Combustibles Líquidos (el "Reglamento de Transporte de Combustibles"). Este reglamento establece las medidas de seguridad que se deben aplicar para producir, refinar, almacenar y transportar todo tipo de combustibles, y, entre otros, incorpora requisitos específicos para la operación, inspección y mantenimiento de los oleoductos.

Asimismo, el Reglamento de Transporte de Combustibles regula las obligaciones de las personas naturales y jurídicas que intervienen en este tipo de operaciones, a objeto de desarrollar estas actividades en forma segura, controlando el riesgo de manera tal que no constituyan peligro para las personas y cosas.

Finalmente, la Ley N° 19.300, sobre Bases Generales del Medio Ambiente, califica como proyectos o actividades susceptibles de causar

impacto ambiental, en cualquiera de sus fases, a los oleoductos, gasoductos, ductos mineros u otros análogos, quedando sometidos en virtud de ello al sistema de evaluación de impacto ambiental.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por SONACOL³:

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por Sonda
Riesgo de transporte	La compañía mantiene seguros contra siniestros, los cuales cubren instalaciones y contenido, responsabilidad civil y daños a terceros con cobertura por UF 2 millones.
Riesgos medioambientales	La compañía está sujeta a las leyes, normativas y reglamentos medioambientales. La ley N° 19.300 sobre Bases del Medio Ambiente exige que cualquier proyecto asociado a oleoductos y estaciones de bombeo deba ser aprobado en primer lugar por el Servicio de Evaluación Ambiental (SEA), previa presentación de los estudios de impacto ambiental (EIA). Asimismo, SONACOL opera con bajos y controlados riesgos operacionales a través de norma ISO y del Programa Empresa Competitiva (PEC), orientado a incrementar las ventajas comparativas de las organizaciones a través de un efectivo control de sus operaciones.
Riesgo de Sustitución	No se observa amenazas por nuevos sistemas de transporte de combustibles, sin embargo, los ingresos de la compañía pueden verse comprometidos en un posible cambio tecnológico en el uso de combustibles para el parque vehicular.

Tabla 3: Principales riesgos del negocio y mitigadores de SONACOL
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Clasificación de Riesgo del Negocio

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

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

AMBIENTE COMPETITIVO

La compañía opera a través de un sistema de transporte de oleoductos el cual es una alternativa al transporte vía camiones. Estos oleoductos están ubicados en las regiones V, VI y Metropolitana, a través de los cuales transporta alrededor del 98% de los combustibles líquidos que se comercializan en Santiago. La capacidad de transporte de SONACOL es de 150-800 m³/h, mientras que transporte en camión es de 35 m³/h aproximadamente. Por otro lado, esta red de oleoductos que

posee SONACOL es capaz de absorber el crecimiento de la demanda por al menos los próximos 26 años⁴, excepto Maipú-Aeropuerto.

Finalmente, la oferta de servicios que brinda SONACOL es más segura y genera menos problemas logísticos que la alternativa vía camiones, ya que operar a gran escala vía camiones, generaría inconvenientes logísticos (tráfico) y de seguridad.

CARTERA DE CLIENTES

Los principales clientes de SONACOL son actualmente entidades con buena calidad crediticia, como el caso de ENAP, COPEC, GASMAR, LIPIGAS Y ENEX, lo cual mitiga la exposición al riesgo de crédito.

Asimismo, la compañía mantiene una cartera de clientes con deuda al día y sin morosidad. A la fecha de este informe, no se han constituido provisiones por cuentas incobrables, basado en la evidencia histórica de cobrabilidad.

Composición de ingresos por cliente (%)

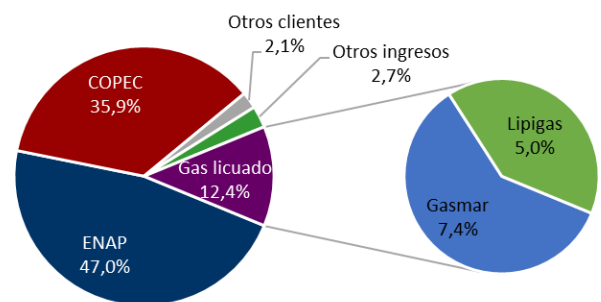


Gráfico 1: Composición de ingresos por cliente
(Fuente: Elaboración propia con estados financieros a junio de 2016)

MIX DE PRODUCTOS Y DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

La compañía está presente en las regiones V, VI y Metropolitana, operando a través de cuatro poliductos que transportan gasolinas, diésel y kerosenes; y dos gasoductos que transportan gas licuado de petróleo.

Eventualmente, la compañía podría incorporar un nuevo oleoducto que uniría el centro de despacho en Maipú con el aeropuerto Arturo Merino Benítez, sin embargo, requiere de la aprobación del Servicio de Evaluación Ambiental.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

Los ingresos de SONACOL se generan por el transporte, tanto de productos limpios (gasolina, kerosene y diésel) como de gas licuado de petróleo. Ambos representaron el 84,9% y el 12,4% de los ingresos totales a junio de 2016, respectivamente. En menor proporción, se encuentran otros servicios que entrega la compañía, tales como servicios de administración, mediciones, embarques y odorización, que concentraron el 2,7% restante de los ingresos.

A junio de 2016, los ingresos consolidados de la compañía aumentaron 6,5% respecto a junio de 2015, producto de mayores volúmenes transportados de gas licuado de petróleo (incorporación de un nuevo cliente en un tramo de oleoducto) y de productos limpios (aumento de volumen transportado en todos los tramos de la red de oleoductos).

Si bien los costos de ventas aumentaron principalmente por mayores costos de energía eléctrica, depreciaciones y mayores gastos de personal, el EBITDA⁵ aumentó 6,7% entre los periodos junio 2015 y junio 2016. Asimismo, el margen EBITDA se mantuvo constante en 80,2% a junio de 2016.

Ingresos consolidados (millones de pesos)

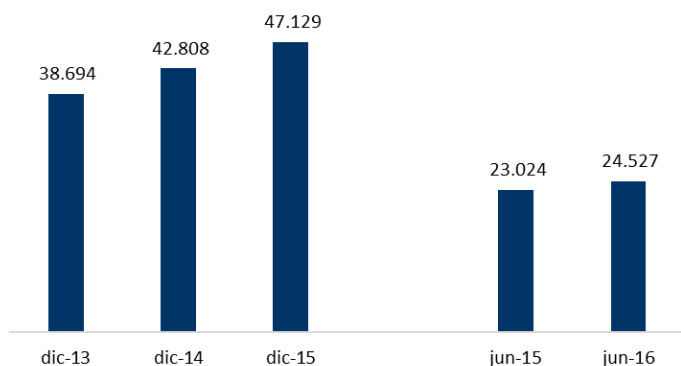


Gráfico 2: Ingresos de la compañía

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

EBITDA (millones de pesos) y margen EBITDA (%)

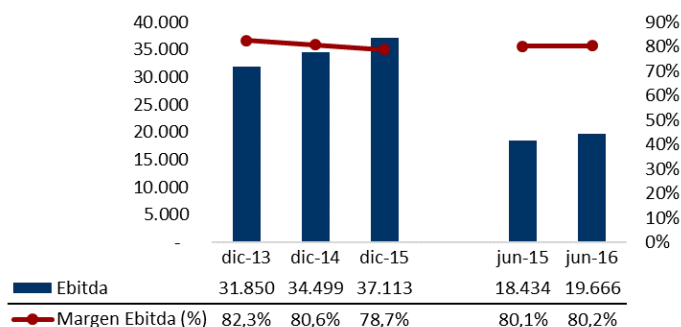


Gráfico 3: EBITDA y margen EBITDA

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

La utilidad de la compañía aumentó 7,4%, pese a los resultados negativos por reajustes (bonos en UF), además del mayor impuesto a la renta (del 22,5% al 24,0%). Lo anterior fue compensando por menores gastos financieros, derivados del refinanciamiento de préstamos bancarios a menores tasas.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

A continuación, se presentan los principales indicadores utilizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo financiero.

Durante el 2014, la compañía cambió su estrategia de financiamiento a través de la colocación de bonos. Con lo anterior, SONACOL refinan-

ció sus préstamos bancarios de largo plazo. Actualmente, la deuda financiera está compuesta por un 33,3% en préstamos bancarios de corto plazo, asociados a capital de trabajo; 32% en bonos colocados en moneda nacional; y finalmente, bonos colocados en UF y que representan el 34,5% de la deuda financiera total.

Deuda financiera (millones de pesos)

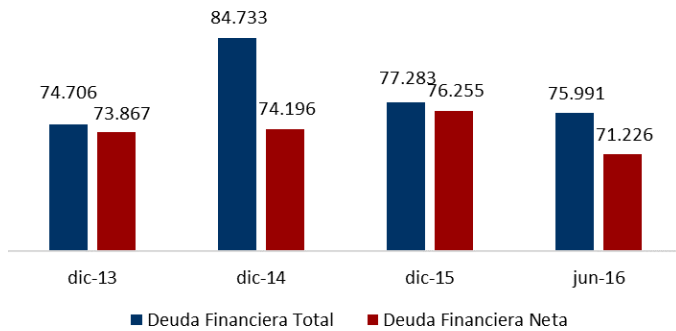


Gráfico 4: Deuda financiera

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto a los principales indicadores de deuda de la compañía, el endeudamiento aumentó desde 1,65 veces hasta 1,70 veces entre los periodos junio de 2015 y junio de 2016, encontrándose, por el momento, en niveles estables, desde el momento en que se colocaron los bonos. La cobertura de gastos financieros aumentó hasta 12,81 veces (11,07 a junio de 2015), producto del refinanciamiento a mejores tasas con los bancos.

Solvencia del Emisor

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

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios/adicionales establecido en la Metodología General de Clasificación de Empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Factores de Clasificación de Riesgo del Negocio.
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios/adicionales, establecido en la Metodología General de Clasificación de Empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Indicadores en la Clasificación del Riesgo Financiero.

Finalmente, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA mejoró desde 2,05 veces a junio de 2015 hasta 1,86 veces a junio de 2016 que deriva del aumento de los flujos EBITDA de la compañía y una menor deuda neta.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Jun-16
Endeudamiento total ⁶	1,34	1,74	1,65	1,70
Endeudamiento financiero	0,94	1,18	1,08	1,06
Endeudamiento financiero neto	0,93	1,03	1,06	0,99
Cobertura de gastos financieros netos ⁷	7,24	8,46	11,07	12,81
Deuda financiera neta sobre EBITDA ⁸	2,32	2,15	2,05	1,86
Razón circulante ⁹	0,13	0,51	0,15	0,24

Tabla 4: Principales indicadores utilizados en la clasificación

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En opinión de esta clasificadora, la compañía mantiene además una cobertura de servicio de la deuda con suficiente holgura, sin tomar en consideración préstamos bancarios a corto plazo considerados como créditos *revolving*.

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

Para el caso de SONACOL, la sólida posición competitiva, la cartera de clientes, la estabilidad de los flujos y los riesgos operacionales bajos y controlados, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría AA. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, elevan esta clasificación en un *notch* (hasta categoría AA+) al tratarse de niveles, por el momento, “Superiores”. El deterioro de estos indicadores, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos

Líneas de bonos vigentes		
N° de Línea	N° 787	N° 788
Fecha Inscripción	5 de noviembre de 2014	5 de noviembre de 2014
Monto	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Plazo de la Línea (años)	10 años	30 años
Series vigentes	C	B

Tabla 6: Principales características de las líneas de bonos
(Fuente: SVS)

Series vigentes		
Serie	B	C
N° de Línea de Bono	N° 788	N° 787
Plazo	21 años (18 años de gracia)	7 años (3 años de gracia)
Fecha de colocación	17 de diciembre de 2014	17 de diciembre de 2014
Tasa de Emisión	3,4%	4,7%
Moneda	UF	Pesos chilenos
Monto colocado	UF1.000.000	\$24.400.000.000
Estado	Colocada	Colocada

Tabla 7: Series de bonos
(Fuente: LVA Índices)

La compañía deberá mantener el siguiente resguardo financiero:

Covenant	Límite	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Jun-16
Endeudamiento financiero neto	<=1,3 veces	0,93	1,03	1,06	0,99

Tabla 8: Covenant correspondiente a bonos emitidos
(Fuente: SVS)

Por otra parte, durante la vigencia total de los bonos emitidos, los ingresos provenientes de la actividad principal de la compañía (negocio de transporte a través de oleoductos), deberán mantenerse al menos a un 75% de los ingresos totales consolidados del emisor, identificados como "Ingresos de Actividades Ordinarias" en los estados financieros del emisor. Asimismo, el emisor se obliga a no vender, ceder, transferir, aportar o enajenar de cualquier forma, sea a título oneroso o gratuito, Activos Esenciales por montos que superen, ya sea en uno o más actos jurídicos, el 5% del Activo del Emisor.

Anexo

Millones de pesos	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	jun-16
Activos Corrientes	5.512	15.764	5.564	10.868	9.532
Efectivo y Equivalente	839	10.537	1.028	6.064	4.764
Activos no Corrientes	180.740	181.098	184.641	181.160	184.112
Activos Totales	186.252	196.863	190.204	192.028	193.644
Pasivos Corrientes	41.665	30.647	37.122	39.415	40.010
Pasivos No Corrientes	65.101	94.480	81.347	80.876	81.898
Pasivos Totales	106.765	125.126	118.468	120.291	121.908
Deuda Financiera corriente	33.656	21.502	27.192	25.399	25.479
Deuda Financiera No corriente	41.050	63.231	50.091	49.449	50.511
Deuda Financiera Total	74.706	84.733	77.283	74.848	75.991
Deuda Financiera Neta	73.867	74.196	76.255	68.784	71.226
Patrimonio	79.486	71.736	71.736	71.736	71.736
Ingresos Ordinarios	38.694	42.808	47.129	23.024	24.527
Costos de Operación	9.257	11.278	12.895	6.069	6.766
Margen Contribución	29.437	31.531	34.234	16.955	17.761
Margen Bruto (%)	76,1%	73,7%	72,6%	73,6%	72,4%
Resultado Operacional	28.194	29.380	31.523	15.665	16.638
Margen Operacional (%)	72,9%	68,6%	66,9%	68,0%	67,8%
Ingresos Financieros	129	124	134	79	56
Gastos Financieros	4.527	4.200	3.488	1.937	1.554
Gastos Financieros 12 meses	4.527	4.200	3.488	4.021	3.105
Gastos Financieros Netos	4.399	4.076	3.354	1.858	1.498
Gastos Financieros Netos 12 meses	4.399	4.076	3.354	3.865	2.994
Utilidad (Pérdida)	19.132	20.067	21.019	10.375	11.143
Depreciación	3.656	5.119	5.590	2.769	3.028
EBITDA	31.850	34.499	37.113	18.434	19.666
EBITDA 12 meses	31.850	34.499	37.113	35.845	38.345
Margen EBITDA (%)	82,3%	80,6%	78,7%	80,1%	80,2%
Razón Corriente (N° Veces)	0,13	0,51	0,15	0,28	0,24
Endeudamiento Total (N° Veces)	1,34	1,74	1,65	1,68	1,70
Cobertura de Gastos Financieros (N° Veces)	7,04	8,21	10,64	8,91	12,35
Cobertura de Gastos Financieros Netos (N° Veces)	7,24	8,46	11,07	9,28	12,81
Deuda Financiera C/P/Patrimonio (N° Veces)	0,42	0,30	0,38	0,35	0,36
Deuda Financiera L/P/Patrimonio (N° Veces)	0,52	0,88	0,70	0,69	0,70
Endeudamiento financiero (N° Veces)	0,94	1,18	1,08	1,04	1,06
Endeudamiento financiero neto (N° Veces)	0,93	1,03	1,06	0,96	0,99
Deuda Financiera/EBITDA (N° Veces)	2,35	2,46	2,08	2,09	1,98
Deuda Financiera Neta/EBITDA (N° Veces)	2,32	2,15	2,05	1,92	1,86

Definición de Categorías

SOLVENCIA/LÍNEA DE BONOS

CATEGORÍA AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se veía afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN DE LÍNEAS DE BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Abr-14	AA+	Estable	Primera Clasificación
Sep-14	AA+	Estable	Reseña anual
Sep-15	AA+	Estable	Reseña anual
Sep-16	AA+	Estable	Reseña anual

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.

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a junio 2016, memoria anual 2015 de SONACOL); SVS.

² Memoria 2015 de SONACOL.

³ Memoria 2015 de SONACOL.

⁴ Memoria 2015 de SONACOL.

⁵ EBITDA: Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales – Otras ganancias (pérdidas) + depreciación del periodo

⁶ Endeudamiento = Pasivos totales / patrimonio total.

⁷ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

⁸ Deuda financiera / EBITDA = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / EBITDA 12 meses.

⁹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.