

	Dic. 2020	Mar. 2021
Solvencia	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2018	2019	2020
Margen Operacional	66,4%	67,4%	58,5%
Margen Ebitda	79,0%	79,6%	74,3%
Endeudamiento Total	1,8	1,9	1,9
Endeudamiento Financiero	1,2	1,2	1,2
Ebitda / Gastos Financieros	17,3	18,1	16,0
Deuda Financiera / Ebitda(vc)	2,0	1,9	2,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	2,0	1,9	2,4
FCNO/ Deuda Financiera	41%	46%	36%

PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Estabilidad de la demanda por el servicio					
Calidad crediticia de los clientes					
Acotada sensibilidad al ciclo económico					
Diversificación operativa y geográfica					
Exposición a intensidad en la inversión					

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

## FUNDAMENTOS

Las clasificaciones "AA" asignadas a la solvencia y líneas de bonos de Sociedad Nacional de Oleoductos S.A. reflejan un perfil de negocios "Fuerte" y una posición financiera "Satisfactoria".

Constituida en 1957, el rubro principal de Sonacol es el transporte de subproductos de petróleo a través de oleoductos. La compañía es propietaria de 466 km de oleoductos, divididos en 6 oleoductos, 9 estaciones de bombeo, un terminal de entrega de productos en Maipú y un centro de despacho en Santiago, concentrando todas sus actividades en la zona central del país.

El modelo de negocios de la compañía le permite mantener una alta estabilidad en sus flujos. Ello, debido a la constante y creciente demanda de combustibles en el país; la estabilidad de sus costos; el carácter estratégico de sus activos para sus dueños (quienes, además, poseen una amplia experiencia en la industria); clientes con una alta calidad crediticia; e importantes ventajas y posición competitiva en la industria. Esto ha resultado en ingresos en rangos de \$35.000 - \$50.000 millones y márgenes Ebitda estables en torno al 80%.

Si bien la compañía ha mantenido la continuidad operacional durante la pandemia, los ingresos y el Ebitda cayeron en un 16,9% y 22,3% en 2020, ante una menor demanda de combustibles.

Al 31 de diciembre de 2020, la deuda financiera de la compañía ascendió a \$85.698 millones, manteniéndose relativamente estable con respecto al periodo anterior. Ésta se encuentra conformada por una combinación diversificada de préstamos bancarios y bonos colocados en el mercado local en diciembre de 2014, los cuales refinanciaron parte de los pasivos de corto plazo, mejorando la duración y el costo de fondeo.

En línea con una menor generación de Ebitda, la compañía alcanzó un indicador de deuda financiera/Ebitda de 2,5 veces y una cobertura de gastos financieros de 16,0 veces en 2020, ambos dentro del rango esperado.

La empresa exhibe una buena flexibilidad financiera, respaldada por una posición de liquidez intermedia y un amplio acceso al mercado financiero bancario. Asimismo, la estable generación de flujos operativos le ha permitido tener una generación de caja libre de inversiones positiva y mantener un alto reparto de dividendos sin afectar su perfil financiero.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: La compañía tiene un plan de inversiones base ligado a capex de mantenimiento, financiado principalmente a través de fondos propios. Además, mantiene potenciales inversiones para el mediano plazo relacionadas con la construcción de un segundo oleoducto hacia el aeropuerto Comodoro Arturo Merino Benítez por un valor de US\$70 millones aproximadamente. En caso de materializar este proyecto, los parámetros crediticios se verían levemente presionados por deuda adicional. No obstante, se espera que el indicador se mantenga en rangos acordes con la clasificación (Deuda fin/Ebitda hasta 3,0 veces en el nivel más alto de inversiones).

ESCENARIO DE BAJA: Esto se podría generar en caso de observarse un cambio estructural en su perfil de negocios o bien un deterioro adicional de los índices de riesgo crediticio. No obstante, este escenario se considera poco probable, dada la estabilidad del negocio.

Analista: Nicolás Martorell  
Nicolás.martorell@feller-rate.com

ESCENARIO DE ALZA: Se considera de baja probabilidad un alza en el corto plazo, dadas las eventuales inversiones. Sin embargo, se podría gatillar ante un fortalecimiento estructural de los ratios.

#### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

##### PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE

- Estructura de ingresos ligada a volúmenes transportados altamente estable con acuerdos tarifarios actualizados periódicamente.
- Posición competitiva con importantes ventajas en la industria.
- Activos con larga vida útil remanente
- Satisfactoria diversificación operacional, aunque concentrada en la zona central y en el tramo Concón - Maipú.
- Concentración de los clientes, pero de alta calidad crediticia.

##### POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

- Importante capacidad de generación de caja.
- Indicadores financieros altamente estables.
- Política de alto reparto de dividendos dada la estabilidad del negocio.
- Intermedia posición de liquidez.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Sonacol es filial de Compañía de Petróleos de Chile Copec S.A. (filial de Empresas Copec "AA/Estables" por Feller Rate) con un 40,8% de participación accionaria. Los otros accionistas son Esmax Inversiones S.A., con un 22%, Invexans con un 15%, Abastible con un 12% y Empresa Nacional del Petróleo ENAP ("AAA/Estables" por Feller Rate) con un 10%.

Los accionistas corresponden a las principales empresas de distribución de combustible en el país junto con la principal refinadora estatal de petróleo, los cuales poseen un alto conocimiento y experiencia en la industria de combustibles.

La relación entre los accionistas se rige por un pacto, que regula principalmente la administración de la sociedad y la compra/venta de acciones (teniendo los actuales accionistas ciertos derechos preferentes).

## DIVERSIFICACION DE ACTIVOS CONCENTRADOS EN LA ZONA CENTRAL

A dic de 2020

Tramos	Largo (Kms.)	Capacidad utilizada (%)	Capacidad máx. anual <sup>1</sup> (miles m3)	Uso
Quintero – Concón	22	34%	5.742	Transporte PL desde terminal Quintero
Concón – Maipú	134	54%	7.490	Transporte PL provenientes de Quintero y ENAP
San Fernando - Maipú	135	0%	708	Transporte de PL
Maipú – Aeropuerto	18	49%	1.332	Transporte Kerosene para aviación
Quintero – Maipú	134	32%	3.661	Transporte LPG proveniente terminal Quintero
Quintero - Concón	23	6%	3.329	Transporte LPG desde Quintero y ENAP

(1) considera un factor de utilización de 0,95 respecto de la cap. máxima teórica

## PERFIL DE NEGOCIOS

**FUERTE**

Sonacol se dedica al transporte de productos limpios (Bencina, Kerosene, Diésel) y gas licuado de petróleo a través de oleoductos y gasoductos, respectivamente.

## CONTINGENCIA COVID 19 SIN EFECTOS SOBRE PERFIL DE RIESGO HASTA AHORA

Dada la contingencia sanitaria por Covid 19 que impacta a Chile y al mundo desde marzo de 2020, la compañía ha tomado los resguardos suficientes para mantener la continuidad operacional y la seguridad de sus trabajadores. De esta forma, la mayoría del personal del área administrativa se encuentra desarrollando sus funciones vía remota mientras que el área de operaciones mantiene una serie de medidas de higiene y seguridad para sus trabajadores.

## EVENTUAL CAMBIO DE PROPIEDAD ANTE PROCESO DE VENTA

En un hecho esencial publicado el 23 de noviembre de 2019, se informó que los actuales controladores se pusieron de acuerdo para vender el 100% de la propiedad de la compañía en un proceso competitivo.

En este se indicaba que el plazo de la operación debería ser cercano a los 14 meses, por lo que se espera tener cerrado el proceso hacia finales de 2020., Sin embargo, dada la contingencia actual y el potencial impacto que esta tenga en la economía, se han alargado los plazos.

El impacto que la operación puede tener en el negocio todavía es desconocido. Sin embargo, este podría ser acotado dada la alta estabilidad de su modelo y su carácter *stand alone*. No obstante, Feller Rate mantendrá el monitoreo continuo de esta transacción, donde será relevante para su evolución el potencial impacto que pueda tener este nuevo socio sobre las políticas de negocio, de inversiones y financiera de la compañía, junto con la calidad crediticia y la estructura de propiedad final.

## DIVERSIFICACION OPERACIONAL CON ACTIVOS CON HOLGURA EN SU CAPACIDAD Y AMPLIA VIDA UTIL REMANENTE. SIN EMBARGO, CONCENTRADOS EN LA ZONA CENTRAL

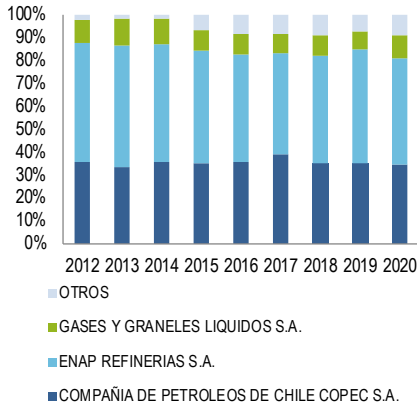
La compañía es propietaria de 466 km de oleoductos, dividido en 6 oleoductos, 9 estaciones de bombeo, un terminal de entrega de productos en Maipú y un centro de despacho en Santiago, concentrando todas sus actividades en la zona central (V región, VI región y Región Metropolitana).

La vida útil económica remanente de los oleoductos es de, al menos, 25 años. Cuentan con certificación de calidad en base a normas internacionales, con un positivo *track record* de servicio continuo, sin interrupciones desde el inicio de sus operaciones.

Los activos cuentan con holgura suficiente siendo capaces de absorber el crecimiento de la demanda esperada por al menos los próximos 20 años. Previamente a la Pandemia el oleoducto Maipú-Aeropuerto, se encontraba utilizado a plena capacidad. Para este tramo se contemplaría una segunda línea para desarrollarla los próximos años.

**CLIENTES CONCETADOS DE ALTA CALIDAD CREDITICIA<sup>(1)</sup>**

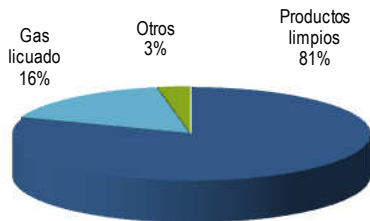
A diciembre de 2020



(1) En base a sus ingresos

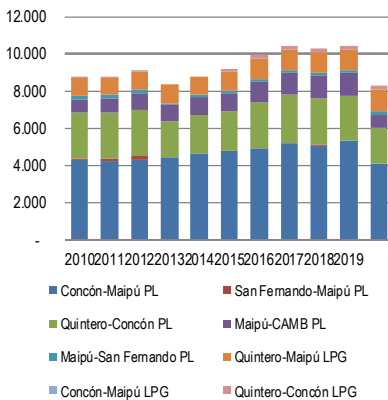
**DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS POR PRODUCTO**

A diciembre de 2020



**VOLÚMENES TRANSPORTADOS DE PRODUCTOS**

Miles de metros cúbicos



Si bien la compañía cuenta con diversificación operacional de sus activos, cerca del 75% de los ingresos se generan a través del oleoducto Concón – Maipú, que transporta, principalmente, productos limpios provenientes de Quintero y ENAP.

Los activos cuentan con seguros de responsabilidad civil, *property* y perjuicio por paralización, daños por terrorismo, misceláneos, remesa de valores, responsabilidad civil de contratistas, asiento pasajero, vehículos (pérdida total) y responsabilidad civil en exceso. En general, son pólizas que se renuevan anualmente, con compañías aseguradoras locales, donde destacan Orión Seguros Generales S.A (A+/Estables por Feller Rate), Mapfre Compañía de Seguros Generales de Chile S.A. y Starr International Seguros Generales S.A. (AA-/Estables por Feller Rate).

**FUERTE POSICIÓN COMPETITIVA DENTRO DE LA INDUSTRIA DE TRANSPORTE DE COMBUSTIBLE, EN UN PAÍS CON ALTAS NECESIDADES ENERGÉTICAS**

La compañía cuenta con una serie de ventajas competitivas dentro de la industria del transporte de combustibles que le permiten mantener una fuerte posición.

El transporte de combustibles vía oleoductos tiene importantes economías de escala en cuanto a inversión (capacidades discretas) y de operación. Esta es una de las razones que permite que las tarifas de transporte de combustibles de Sonacol sean más competitivas que la alternativa vía camiones.

Cabe destacar que la inversión en la red de oleoductos para abastecer la Región Metropolitana ya fue realizada por la compañía y alcanza un valor aproximado de US\$ 350 millones a valor libro neto.

La red de oleoductos permite mantener un despacho de combustibles de forma continua y con un alto nivel de seguridad al cliente, diferenciándose del transporte de combustibles a gran escala vía camiones.

Las necesidades de capital de trabajo para Sonacol son acotadas dado que no se mantiene inventarios de combustible ya que la totalidad del producto transportado es de propiedad de los clientes.

Con todo, cerca del 97% de los combustibles líquidos que se comercializan en la Región Metropolitana son transportados a través de la red de Sonacol, tornándola en una empresa con carácter estratégico para el país.

**INGRESOS LIGADOS A VOLÚMENES TRANSPORTADOS ALTAMENTE ESTABLES Y A ACUERDOS TARIFARIOS REAJUSTADOS PERIÓDICAMENTE. NO OBSTANTE, CAIDA EN 2020 POR PANDEMIA**

Cerca del 81% de los ingresos totales de la compañía corresponden al transporte de productos limpios y un 16% a gas licuado de petróleo.

El servicio a clientes se realiza sin suscripción de contratos, donde las tarifas se encuentran ligadas a volumen y distancia, reajustándose periódicamente a través de indexadores ligados a la UTM (70%) y al dólar (30%), pero siempre velando por la competitividad de las tarifas respecto del medio alternativo de transporte de combustible.

A pesar de que el servicio de transporte no tiene un carácter *take or pay*, los volúmenes transportados son altamente estables, como se aprecia en el período analizando. Esto,

responde a las progresivas necesidades de combustible del país ligadas al crecimiento y desarrollo económico

No obstante, durante 2020, ante las restricciones de movilidad y menor demanda por combustibles, los volúmenes transportados alcanzaron los 8,2 mm<sup>3</sup>, cayendo un 20,7% con respecto al año anterior. Ante esta situación, Feller Rate continuará monitoreando los efectos que tendrá la pandemia en el corto y mediano plazo en los principales factores que inciden en la clasificación de riesgo de la compañía.

### **ALTA CONCENTRACIÓN DE SUS INGRESOS; SIN EMBARGO, EN CLIENTES DE ALTA CALIDAD CREDITICIA**

Existe una importante concentración de los ingresos en los 3 principales clientes de la compañía: ENAP, Copec S.A. y Gasmar con un 47%, 35% y 11%, respectivamente, a diciembre de 2020.

ENAP y Empresas Copec están clasificados en "AAA/Estables" y "AA/Estables", respectivamente. Gasmar, propiedad de Gasco con un 51%, Abastible con un 29% y Naviera Ultragas con un 20%.

A pesar de la concentración, estos clientes presentan una alta calidad crediticia, lo cual mitiga dicho riesgo

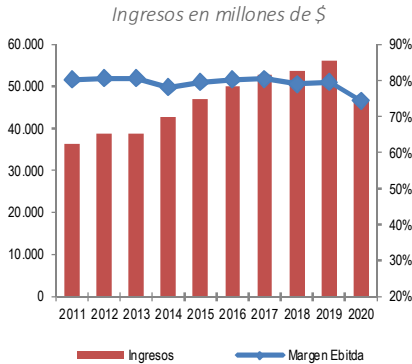
### **ESTRUCTURA DE COSTOS CONCETRADA EN ENERGÍA ELÉCTRICA Y PERSONAL**

Con respecto a los costos, cerca del 30% corresponde a costos fijos relacionados al personal. La compañía mantiene dos sindicatos, uno con contrato firmado en 2020 y el otro con negociación colectiva a fines de 2021.

El 20%, aproximadamente, de los costos corresponden a energía eléctrica necesaria para bombear los productos. Estos son costos de carácter variable, que dependen del volumen transportado. La compañía a fines de 2017 negoció regímenes libres, comprando energía a distintos distribuidores eléctricos, través de tarifas fijas, con polinomios de indexación ligados a CPI, con plazo de carácter fijo.

Existe respaldo de energía eléctrica a través de grupos electrógenos en la en la estación de bombeo El Bato en Quintero, estación de bombeo Concón y en el Terminal Maipú

**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES**



**POSICION FINANCIERA**

SATISFACTORIA

**RESULTADOS Y MÁRGENES:**

Altos márgenes y fuerte capacidad de generación de flujos ligados a la estabilidad de su modelo de negocio

Sonacol ha presentado un desempeño operacional estable y altos márgenes, con un crecimiento en el periodo 2015-2019 años a una tasa promedio de 5,6% anual, registrando ingresos en rango de \$35.000 a \$50.000 millones.

No obstante, durante el año 2020, la empresa registró ingresos por \$46.656 millones, exhibiendo una caída del 16,9% con respecto al año anterior. Esta disminución se explica principalmente por menores volúmenes transportados de productos limpios (-24,4% a/a), compensando en parte los mayores volúmenes de gas licuado de petróleo (5,5% a/a).

Los costos de explotación junto con los GAV aumentaron un 5,69% con respecto al año anterior, explicado, principalmente, por el aumento en los gastos por depreciación y gastos por seguros.

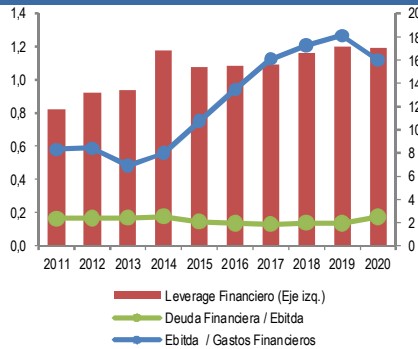
Con todo, el Ebitda de la compañía alcanzó los \$34.688 millones, registrando una caída del 22,3%

En lo referente al margen Ebitda, destaca su alta estabilidad, el cual se ha mantenido en torno al 80% durante todo el periodo analizado, sin embargo, disminuyendo a 74% durante 2020.

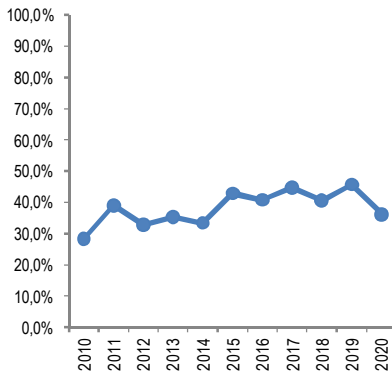
La estable y alta capacidad de generación de caja de la compañía ha permitido de forma histórica cubrir sus planes de inversión con acotada exposición a nueva deuda, permitiendo mantener un alto pero flexible reparto de dividendos, correspondiente, de forma histórica, al 100% de la utilidad. De esta forma, el FCNO/Deuda financiera se mantiene en un 36,3% en 2020.

Feller Rate espera que durante 2021, la generación de Ebitda se recupere en línea con el levantamiento de restricciones a la movilidad.

**EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA**



**EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA**



**ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:**

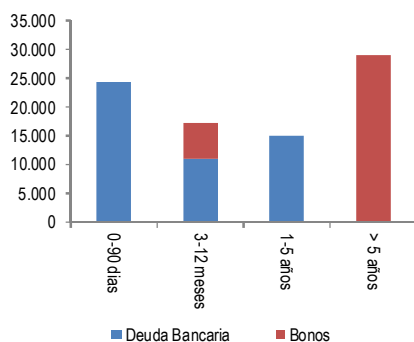
Parámetros crediticios altamente estables con un moderado impacto de deuda financiera

Al 31 de diciembre de 2020, la deuda financiera de la compañía ascendió a \$ 85.698 millones, conformada por un mix diversificado de préstamos bancarios y bonos colocados en el mercado local, en diciembre de 2014, con la finalidad de refinanciar parte de los pasivos de corto plazo de la sociedad.

Destacó la colocación en el año 2014 de la serie B equivalente a UF 1,0 millón a 21 años (con 18 años de gracia a 3,4%) y la serie C por \$24.400 millones a 7 años (con 3 años de gracia) a 4,7%, lo cual otorgó una mejora al costo de fondeo y alargó el *duration* de la deuda.

Cerca del 35% de la deuda financiera está sujeta a variaciones de tasa de interés de corto plazo. No obstante, el remanente se encuentra a tasa fija y en UF exhibiendo un adecuado calce.

**PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA FINANCIERA**



\*Cifras en millones de\$

**PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ**

- Caja y equivalentes, a diciembre de 2020, por US\$ 1.274 millones.
- Flujo de fondos operativos con un margen Ebitda acorde al escenario base esperado por Feller Rate

**PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ**

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones
- Reparto de dividendos por el 100% de la utilidad.

Adicionalmente, estos bonos mantienen un *covenant* de Deuda Financiera Neta / Patrimonio menor a 1,3x, cumpliéndose, satisfactoriamente, al 31 de diciembre de 2020.

Con respecto a los parámetros crediticios, estos históricamente han mantenido una alta estabilidad en línea con el crecimiento de la compañía y su modelo de negocios.

No obstante, a diciembre de 2020, dada la menor generación de Ebitda el endeudamiento financiero, la relación Deuda financiera/ Ebitda y el Ebitda/ gastos financieros alcanzaron los 1,2x, 2,5x y 16,0x, respectivamente, los cuales se bien se han visto relativamente más presionados, estos se encuentran dentro del rango esperado para la clasificación.

La compañía tiene acotadas necesidades de inversiones debido a que sus activos cuentan con un nivel de holgura suficiente.

La empresa cuenta con un plan de inversiones base para los próximos periodos el cual considera el capex de mantenimiento, y el eventual desarrollo y construcción de un segundo oleoducto al aeropuerto Comodoro Arturo Merino Benítez ("CAMB"), con una inversión estimada de US\$70 millones en el mediano plazo.

Cabe mencionar que dicho proyecto se encuentra con RCA aprobada a fines de 2019. No obstante, dada la contingencia local y una eventual judicialización del proyecto, este podría retrasar su desarrollo.

Feller Rate espera que la generación de caja operacional de la compañía en conjunto con necesidades de inversiones acotadas y similares a periodos anteriores no implique importantes necesidades de endeudamiento adicional, sin causar presión adicional sobre los parámetros crediticios, manteniéndose en rangos acordes a la clasificación (deuda financiera / Ebitda hasta 3,0x en *peak* de inversiones)

**LIQUIDEZ: INTERMEDIA**

Considerando un Flujo de fondos de la operación de 12 meses de \$35.000 millones y una caja de \$1.274 millones, la compañía debe enfrentar vencimientos de deuda financiera en 12 meses por cerca de \$ 41.549 millones.

Asimismo, considera acotadas necesidades de capital de trabajo y un capex base para el año 2020 cercano a los \$8.000 millones, junto con un reparto de dividendo en línea con una política de reparto del 100% de las utilidades.

Feller Rate, además, incorpora la alta estabilidad de sus flujos y un muy buen acceso al mercado financiero local a través de un amplio pool de instituciones bancarias locales para el refinanciamiento de capital de trabajo, demostrando un buen *track record*.

	16 Abril 2014	31 Marzo 2015	31 Marzo 2016	31 Marzo 2017	29 Marzo 2018	29 Marzo 2019	31 Marzo 2020	17 Marzo 2021
Solvencia	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Líneas de Bonos	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA

**RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO**

Cifras en millones de pesos bajo IFRS

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos Operacionales	38.884	38.694	42.808	47.129	50.043	52.619	53.614	56.119	46.656
Ebitda <sup>(1)</sup>	31.311	31.153	33.450	37.438	40.169	42.302	42.345	44.652	34.688
Resultado Operacional	27.933	27.497	29.422	31.848	34.031	35.909	35.610	37.827	27.279
Ingresos Financieros	153	129	124	134	128	107	62	80	16
Gastos Financieros	-3.730	-4.527	-4.200	-3.488	-2.992	-2.628	-2.454	-2.467	-2.170
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	16.134	19.132	20.067	21.019	23.133	24.273	23.543	25.115	17.638
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	24.094	26.426	28.334	33.144	31.739	34.991	33.887	39.475	31.003
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	24.094	26.426	28.334	33.144	31.739	34.991	33.887	39.475	31.003
Inversiones en Activos Fijos Netas	-7.494	-2.847	-4.383	-9.436	-6.743	-7.650	-12.429	-13.779	-7.687
Flujo de Caja Libre Operacional	16.600	23.579	23.951	23.708	24.996	27.341	21.458	25.696	23.316
Dividendos Pagados	-19.101	-19.045	-19.860	-20.632	-22.576	-24.133	-23.997	-24.765	-18.742
Flujo de Caja Disponible	-2.501	4.533	4.091	3.076	2.420	3.208	-2.539	930	4.574
Movimiento en Empresas Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Movimientos de Inversiones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-2.501	4.533	4.091	3.076	2.420	3.208	-2.539	930	4.574
Variación de Capital Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Deudas Financieras	1.170	-3.787	5.607	-12.585	-2.432	-2.823	1.792	-919	-3.964
Otros Movimientos de Financiamiento	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financiamiento con Empresas Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-1.331	747	9.698	-9.509	-12	385	-748	11	610
Caja Inicial	1.424	92	839	10.537	1.028	1.016	1.401	653	664
Caja Final	92	839	10.537	1.028	1.016	1.401	653	664	1.274
Caja y Equivalentes	92	839	10.537	1.028	1.016	1.401	653	664	1.274
Cuentas por Cobrar Clientes	614	670	549	945	1.002	738	1.019	864	950
Deuda Financiera	73.562	74.706	84.733	77.283	77.796	78.266	83.594	86.340	85.698
Activos Clasificados para la Venta	0	0	0	10	0	2	15	5	0
Activos Totales	185.981	186.252	196.863	190.204	191.483	193.512	203.044	205.424	205.024
Pasivos Totales	106.493	106.765	125.126	118.468	119.747	121.776	131.308	133.688	133.288
Patrimonio + Interés Minoritario	79.486	79.486	71.736	71.736	71.736	71.736	71.736	71.736	71.736

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.



**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto	71,8%	76,1%	73,7%	72,6%	72,7%	68,2%	66,4%	67,4%	58,5%
Margen Operacional (%)	71,8%	71,1%	68,7%	67,6%	68,0%	68,2%	66,4%	67,4%	58,5%
Margen Ebitda (%)	80,5%	80,5%	78,1%	79,4%	80,3%	80,4%	79,0%	79,6%	74,3%
Rentabilidad Patrimonial (%)	20,3%	24,1%	28,0%	29,3%	32,2%	33,8%	32,8%	35,0%	24,6%
Costo/Ventas	28,2%	23,9%	26,3%	27,4%	27,3%	31,8%	33,6%	32,6%	41,5%
Gav/Ventas	0,0%	5,0%	4,9%	5,1%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Días de Cobro	4,8	5,2	3,9	6,1	6,1	4,2	5,7	4,7	6,2
Días de Pago	48,4	29,2	58,0	57,9	59,7	55,4	111,8	75,4	67,4
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento Total	1,3	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9
Endeudamiento Financiero	0,9	0,9	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Endeudamiento Financiero Neto	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	2,3	2,4	2,5	2,1	1,9	1,9	2,0	1,9	2,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	2,3	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	2,0	1,9	2,4
Ebitda (1) / Gastos Financieros(vc)	8,4	6,9	8,0	10,7	13,4	16,1	17,3	18,1	16,0
FCNOA / Deuda Financiera (%)	32,8%	35,4%	33,4%	42,9%	40,8%	44,7%	40,5%	45,7%	36,2%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	32,8%	35,8%	38,2%	43,5%	41,3%	45,5%	40,9%	46,1%	36,7%
Liquidez Corriente (vc)	0,2	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

**CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS**

**LINEAS DE BONOS**

	787	788
Fecha de inscripción	05.11.14	05.11.14
Monto máximo de la línea	UF 2.000.000*	UF 2.000.000*
Plazo de la línea	10 años	30 años
Serías inscritas y vigentes al amparo	A**,C	B
Covenant Financieros	Endeudamiento financiero neto sobre patrimonio neto <=1,3x	
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No contempla	No contempla

\*Monto máximo total conjunto de UF 2.0 millones\*\*Sería A inscrita y no colocada, con plazo de colocación venenido-

**BONOS VIGENTES**

	Serie B	Serie C
Al amparo de la línea	788	787
Fecha de inscripción	25-11-2014	25-11-2014
Monto de la emisión	UF 1,0 millón	\$24.400 millones
Plazo del bono	21 años	7 años
Fecha vencimiento	01.12.2035	01.06.2021
Amortización del capital	Semestral a partir al 01.06.2033	Semestral a partir de 01.06.2018
Tasa de Interés	3,40%	4,7%
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No contempla	No contempla

**NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN****CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO**

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una 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.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

**TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO**

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de "grado inversión", al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de "no grado inversión" o "grado especulativo".

**ACCIONES**

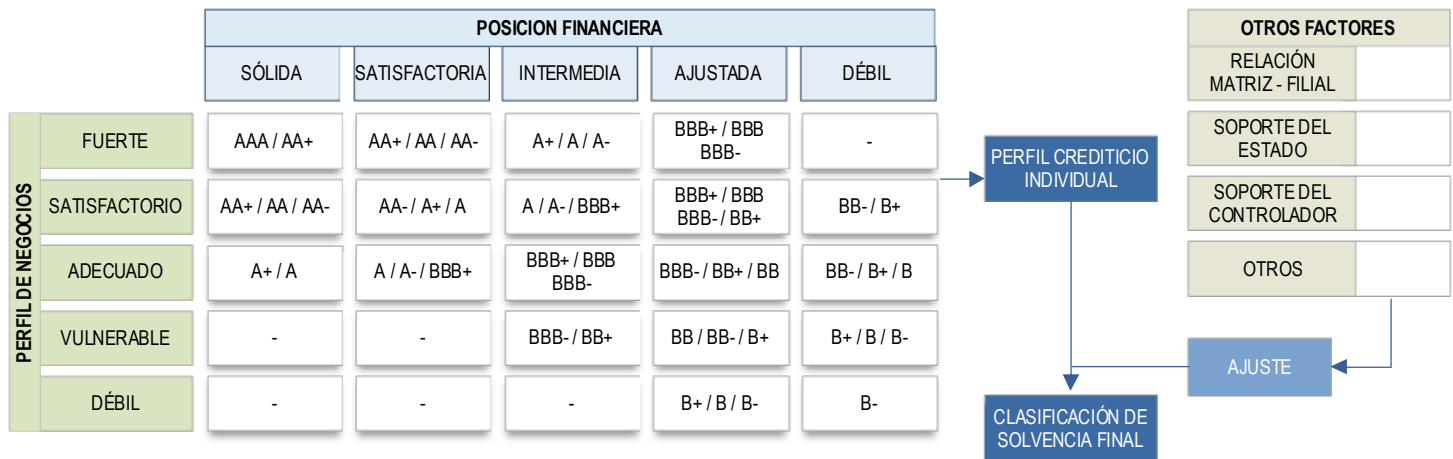
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

**DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ**

- **Robusta:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Suficiente:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

**MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL**

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

- Nicolas Martorell – Analista principal
- Camila Sobarzo – Analista secundario
- Claudio Salin – Director Senior

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.