



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación**

Analista
Carlos García B.
Tel. 56 - 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas Lipigas S.A.

Mayo 2019

Isidora Goyenechea 3621 - Piso 16º
Las Condes, Santiago - Chile
Fono 224335200 - Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	AA
Tendencia	Estable
Acciones (LIPIGAS)	Primera Clase Nivel 3 ¹
Tendencia	Estable
EEFF Base	31 de marzo de 2019 ²

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 800 de 04.02.2015
Línea de bonos	Nº 801 de 04.02.2015
Serie E (BLIPI-E)	Primera emisión
Línea de bonos	Nº 880 de 29.12.2017
Línea de bonos	Nº 881 de 29.12.2017

Estados de resultados consolidados bajo IFRS						
Miles de pesos	2014	2015	2016	2017	2018	Mar 19
Total ingresos	436.235.830	378.613.062	406.208.455	468.355.277	515.875.856	108.380.224
Costo de ventas	-338.278.559	-245.698.853	-266.484.046	-312.934.965	-357.033.148	-73.449.758
Ganancia bruta	97.957.271	132.914.209	139.724.409	155.420.312	158.842.708	34.930.466
Gastos de administración y distribución	-63.908.042	-69.434.499	-79.637.107	-89.546.559	-95.486.974	-24.712.807
Resultado operacional	34.049.229	63.479.710	60.087.302	65.873.753	63.355.734	10.217.659
Gastos financieros	-6.448.371	-10.655.003	-7.896.870	-5.585.434	-6.401.890	-2.152.750
Resultado del ejercicio	23.856.437	36.120.103	38.738.413	42.658.786	41.642.612	9.114.818
EBITDA	48.567.853	79.045.557	78.118.450	87.499.083	85.747.411	17.770.432

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 2.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora. Cabe señalar que, los estados financieros a marzo de 2019 han adoptado las modificaciones establecidas por la NIIF 16 por lo que los resultados no son comparables con diciembre de 2018.

Balance general consolidado bajo IFRS						
Miles de pesos	2014	2015	2016	2017	2018	Mar 19
Activos corrientes	48.237.238	73.835.570	69.078.750	67.804.995	84.615.205	75.958.771
Activos no corrientes	244.920.324	266.085.573	305.563.882	322.864.236	360.200.798	401.040.684
Total activos	293.157.562	339.921.143	374.642.632	390.669.231	444.816.003	476.999.455
Pasivos corrientes	103.332.536	33.753.506	52.329.057	53.852.837	86.316.984	95.902.964
Pasivos no corrientes	56.847.088	175.314.917	185.105.339	193.439.136	200.776.472	224.113.956
Pasivos totales	160.179.624	209.068.423	237.434.396	247.291.973	287.093.456	320.016.921
Patrimonio	132.977.938	130.852.720	137.208.236	143.377.258	157.722.547	156.982.534
Patrimonio y pasivos, total	293.157.562	339.921.143	374.642.632	390.669.231	444.816.003	476.999.455
Deuda financiera	80.112.671	118.008.972	130.618.139	130.533.121	163.872.191	197.061.899

Opinión

Fundamento de la clasificación

Empresas Lipigas S.A. (Lipigas) distribuye y comercializa gas licuado a clientes residenciales, comerciales e industriales, desde la XV Región de Arica y Parinacota a la XII Región de Magallanes. También distribuye gas natural en la II Región y en la X Región, específicamente en las ciudades de Calama, Osorno y Puerto Montt. Por otro lado, **Lipigas** obtiene gas licuando a través de proveedores nacionales e importando a Chile, vía terrestre, desde Argentina y, vía marítima, desde EEUU.

La empresa, en Colombia, está presente en el mercado de distribución de GLP e incursionando en el el negocio de de gas por redes. También participa en el mercado peruano de distribución de GLP y de venta de GNC. Alrededor del 92% de los ingresos de **Lipigas** son generados por la venta de GLP.

La compañía presentó, en 2018, ingresos ordinarios por \$515.876 millones, contando, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 36,5% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 13,9% en el mercado colombiano, y 7,2% en el mercado peruano. A diciembre de 2018, Chile, Colombia y Perú originaron el 73,8%, 9,6% y 16,6% de los ingresos ordinarios, respectivamente.

La clasificación de riesgo ha sido asignada considerando que **Lipigas** de acuerdo con la metodología estándar de **Humphreys**, presenta una relación de deuda financiera sobre flujos de largo plazo (FCLP)³ igual a 2,14 veces.

La modificación del *rating* asignado a los títulos accionarios, desde "Primera Clase Nivel 2" a "Primera Clase Nivel 3", responde a la disminución de la liquidez bursátil de las acciones de **Lipigas**.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de las líneas de bonos y títulos de deuda de **Lipigas** en "Categoría AA", se ha considerado la estabilidad de las ventas que exhibe el

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

mercado en el que opera y la alta desconcentración geográfica de los ingresos del emisor, operando en la totalidad de las regiones del país. Asimismo, como elementos positivos se ha incorporado la atomización de su base de clientes y la baja tasa de incobrabilidad que presenta la compañía, motivado tanto por las características del producto (bien esencial) y la modalidad de las ventas (elevado porcentaje al contado).

También se valoran favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estancos que son propiedad de **Lipigas**. En esta industria el ingreso de nuevos competidores requeriría una adecuada logística y altos montos de inversión, lo que hace menos probable la llegada de nuevos operadores. Esta situación podría explicar, al menos en parte, el hecho que la distribución de mercado de este sector se haya mantenido relativamente estable y, en el caso de **Lipigas**, consistentemente figure con una participación sobre el 36%.

Otro elemento que incorpora la clasificación son los más de 60 años de experiencia de la compañía, periodo en el cual ha presentado un crecimiento consistente en sus operaciones, sustentado en su amplia red de operaciones, con 14 plantas de almacenamiento y envasado y una red nacional de aproximadamente 800 distribuidores.

Adicionalmente, se reconoce el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Perú y Colombia, ambos países clasificados en grado de inversión.

Entre los elementos positivos incluidos en la clasificación de riesgo se ha considerado, además, la amplia trayectoria empresarial del grupo controlador, el cual dispone de operaciones en *retail*, pesca y otros.

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida, fundamentalmente, por la baja diferenciación del producto distribuido el cual, dado su carácter de "*commodity*", conlleva el riesgo de centrar la competencia en la variable precio. No obstante que, a juzgar por la rentabilidad de los activos y de participación de mercado, se reconoce que es una situación que al parecer no se ha dado en la práctica. La señalada rentabilidad podría servir de incentivo para que nuevos operadores entren a la industria, más allá de las barreras de entrada mencionadas, a juicio de **Humphreys**.

Otro elemento que afecta el *rating*, pero en menor medida que años anteriores, corresponde a la dependencia a los envíos de gas provenientes de Argentina, debido a la inestabilidad exhibida por este país. Este riesgo se ha mitigado a partir de 2015, con el inicio de las operaciones del terminal marítimo para la importación de gas; a diciembre de 2018 presentaba una exposición igual al 15%, menor a la de diciembre de 2015 donde alcanzaba una exposición de 21%. Además, y sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, el ingreso reciente a nuevos mercados, como es el caso de Colombia (en 2010) y Perú (en 2013), países que exhiben un mayor riesgo operacional y de país, en comparación al de Chile, le otorga cierta incertidumbre a los flujos futuros provenientes de estos países. Además, son

industrias que presentan un mayor nivel de informalidad en la venta del combustible, donde recientemente se están incorporando mayores regulaciones al mercado.

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por participar en una industria, que pese a elevados niveles de rentabilidad, es competitiva y por los cambios regulatorios que puedan afectar al sector. Si bien la agenda energética del Gobierno ha estado enfocada en los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante acotada, a futuro podría hacerse extensiva al marco normativo del gas licuado lo que implicaría efectos en los flujos de la compañía.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar su capacidad de pago y la liquidez de estos títulos.

Para la mantención de la clasificación se espera que la compañía no incremente sustancialmente su nivel de endeudamiento relativo, junto con mantener su posición dentro del mercado.

Resumen de fundamentos de la clasificación

Fortalezas centrales

- Demanda de gas licuado altamente estable (salvo por estacionalidad mensual).

Fortalezas complementarias

- Desconcentración geográfica de ingresos.
- Bien asimilable a los de primera necesidad.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos.
- Experiencia del controlador.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- Oportunidad Perú y Colombia.
- Adecuado perfil de pago de la deuda.

Riesgos considerados

- Riesgo regulatorio (riesgo de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos de aumento de competencia (riesgo de baja probabilidad).
- Baja diferenciación en el sector de gas licuado.
- Volatilidad de los precios de los *commodities*: riesgo recurrente, pero de bajo impacto y administrable.
- Riesgo de Colombia y Perú: riesgo acotado y administrable.

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2018

Durante 2018, la compañía obtuvo ingresos por \$515.876 millones, lo que representa un aumento de un 10,1%, respecto del mismo periodo del año anterior. Dicho incremento estuvo generado fundamentalmente por mayores ventas en Chile y Colombia y al mayor ingreso unitario producto de un alza en los precios de venta en concordancia con el encarecimiento del gas a nivel internacional.

Los costos de venta de la compañía se incrementaron en un 14,1% respecto de 2017. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$158.843 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 2,2% respecto de diciembre de 2017. Dicho aumento, se da principalmente por mayores ganancias en Chile compensado por menores ganancias brutas en Perú.

Los gastos de administración y venta crecieron un 6,6% principalmente por un aumento en Chile debido a la implementación de estrategias de integración de la cadena de distribución al cliente final. Finalmente, el EBITDA de la compañía disminuyó un 2,0% a \$85.747 millones y el margen EBITDA pasó desde un 18,7%, en 2017, a 16,6% en 2018.

Las operaciones en Chile contribuyeron con el 88,3% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 4,1% y Colombia el 7,6%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$163.872 millones, lo que representa un crecimiento de 25,5% respecto de diciembre de 2017, esto debido al aumento de la deuda de corto plazo usados para financiación de nuevas adquisiciones (Propiedad, planta y equipo). El patrimonio alcanza \$157.723 millones aumentando en un 10,0% con respecto al año anterior.

Eventos recientes

En febrero de 2019, se informó por parte de **Lipigas** el término de la oferta para adquirir la sociedad Plater Investment S.A. en República Dominicana (compra informada en noviembre de 2018) por no haberse cumplido con las condiciones previas a que se hiciese la transacción.

En febrero de 2019, se comunicó que **Lipigas** ha suscrito con Terminal Marítimo Oxiquim Mejillones S.A. un contrato de arrendamiento y prestación de servicios. Lo anterior, requerirá una inversión de US\$ 27 millones de los cuales la compañía financiará el 50% durante el periodo de construcción. Se estima el inicio de sus operaciones a fines de 2020.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA (títulos de deuda)

Corresponden a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de 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.

Primera Clase Nivel 3 (títulos accionarios)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Estabilidad de sus mercados: Principalmente, la empresa se desenvuelve en el sector de gas licuado, bien asimilable a los de primera necesidad. Este mercado en Chile presenta una estructura muy estable en cuanto a las compañías que compiten en él, las que han tendido a mantener su participación en las ventas a lo largo del tiempo. Las ventas de GLP en Chile, han experimentado un alza promedio anual igual a 1,3% entre 2010 y 2018. Así, es importante destacar que el consumo de GLP, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta variaciones poco significativas en términos de años móviles. Por muchos años, el sector ha operado con tres operadores relevantes, manteniendo **Lipigas** una participación en torno al 37% (en 2009 era de 37,6% y en 2018 de 36,5%).

Baja concentración de clientes e incobrabilidad: La empresa, en su principal mercado de GLP, posee una elevada atomización en su cartera de clientes y además un muy bajo riesgo de no pago.

En el mercado de GLP, el mayor número de clientes de **Lipigas** corresponde a hogares particulares, a los cuales la venta se puede realizar por medio de pago al contado en el caso de los distribuidores, o a crédito para el caso de los hogares que cuentan con medidores, incluyendo en este caso la red de gas natural de la ciudad de Calama, Osorno y Puerto Montt. En este último caso, la no cancelación es causal de suspensión en el suministro, por ello la mora ha sido muy baja. De la misma forma, los clientes industriales utilizan este insumo como energía para producir, por lo que el no pago provoca la suspensión del suministro, lo que les afecta a su producción en forma directa, situación que ha llevado a que el emisor presente una mora histórica muy baja.

Se estima que **Lipigas** atendió, en 2018, a casi 2,0 millones de clientes residenciales en Chile. Si se incorporan los tres países donde está presente la sociedad, durante 2018, abasteció a más de 2 millones 600 mil clientes tanto a nivel residencial, comercial e industrial.

Desconcentración geográfica de las ventas: La compañía extiende su cobertura en Chile desde la Región de Arica y Parinacota a la Región de Magallanes. La Región Metropolitana representa el 26,8% de las ventas en toneladas de GLP, seguido por la Región de Valparaíso con el 14,2% de las ventas en toneladas. Las ventas en Colombia y Perú contribuyen a incrementar la diversificación geográfica.

Oportunidades en Perú y Colombia: La compañía ha ingresado a los mercados de Perú y Colombia, donde se proyectan oportunidades potenciales de crecimiento. En el primero de ellos, el consumo de GLP ha crecido sostenidamente dado el mayor desarrollo que ha experimentado el país y los subsidios estatales, en el caso de las familias más pobres, medida que incentiva su consumo. En Colombia, el consumo per cápita es menor en comparación a otros países de la región, además de ser un país excedentario en este combustible, donde aún el uso de leña es preponderante.

Según estimaciones del Banco Mundial, a 2017, Colombia tiene un PIB per cápita⁴ de US\$ 14.503,3 y una población equivalente a 49 millones de personas, mientras que Perú exhibe un PIB per cápita de US\$ 13.462,7 y una población de 32 millones. Por otra parte, con la finalidad de comparar, Chile tiene un PIB per cápita igual a US\$ 24.747,3 y una población cercana a los 18 millones de personas.⁵

Amplia experiencia: La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de más de 60 años, en los cuales ha mostrado eficiencia para enfrentar diversos escenarios económicos y capacidad para acceder a las oportunidades que se han generado en el mercado. Entre ellos, destaca la recesión de 1982, la crisis asiática, la crisis *subprime* y cambios estructurales en el mercado de Santiago y de otras regiones con la llegada del gas natural.

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros a través de venta directa o con aproximadamente 800 distribuidores a nivel nacional con que cuenta. Además, posee 24 centrales de distribución a nivel nacional.

La empresa exhibe un buen servicio de distribución, que se transforma en un factor clave en el desarrollo y estabilidad del negocio. Sus plantas de almacenamiento y envasado están ubicadas desde Arica hasta Coyhaique.

Experiencia del controlador: El accionista controlador de la sociedad –familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni– cuenta con una amplia experiencia y una amplia cartera de negocios entre los que se cuentan negocio *retail*, salmonera y centros comerciales.

Factores de riesgo

Baja diferenciación en el sector gas licuado: El GLP que entregan las diferentes compañías distribuidoras de gas licuado es básicamente el mismo, de modo que una eventual intensificación de la competencia podría focalizarse en la variable precio, reduciendo los márgenes de la industria y repercutiendo negativamente en los resultados de todas las empresas del sector. No obstante, se reconoce que, en los hechos, esta situación no se ha producido en la realidad.

Precio de *commodities*: La empresa enfrenta fluctuaciones en el precio al que pueden abastecerse, situación propia de los *commodities*. A modo de ejemplo, el índice *Mont Belvieu* –que define el precio del gas propano– creció un 37,7% entre 2009 y 2010, mientras que en 2011 el precio por galón subió un 25,9%, para posteriormente reducirse en un 31,3% en 2012. En 2017, el precio subió un 57,2% luego de una baja de 56,0% en 2015. Finalmente, en 2018, el precio tuvo una variación positiva de 14,4%. Sin embargo, los márgenes de la compañía se mantienen estables en el tiempo.

⁴ Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA), a precios internacionales actuales.

⁵ Ver <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.PP.CD> (último dato 2017).

Rentabilidad que podría incentivar el ingreso de nuevos operadores: La tendencia en la rentabilidad de los activos y del patrimonio, que en el pasado tuvo niveles superiores al 19,0% y 30,0%, respectivamente, podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas.

Riesgo regulatorio: Posibles cambios regulatorios, como por ejemplo el anuncio de la Agenda Energética impulsada por el Gobierno, podrían significar cambios en el marco normativo para la fijación tarifaria y una mayor intervención estatal en el mercado del gas natural.

Riesgo tecnológico: El avance tecnológico puede alterar la competitividad de los distintos segmentos energéticos, al dejarlos obsoletos o menos competitivos en comparación a otros combustibles. Por ejemplo, la llegada del GN desde Argentina a mediados de la década de 1990 significó un importante cambio en el mercado de combustibles en Chile. No obstante, la compañía está constantemente evaluando ampliar la oferta de productos que comercializa, y, en caso de existir un mercado al cual satisfacer, evaluará la estrategia para poder competir. Por esto, en 2016, incorporó la venta de GNC en Perú.

Nuevos negocios en Colombia y Perú: La empresa ingresó en 2010 a Colombia y en 2013 a Perú, ambos mercados nuevos en la cartera de la empresa. Estos países cuentan con una reciente regulación, además hay una cierta informalidad y riesgo mayor al de la operación en Chile, tanto en términos del mercado mismo como por el riesgo país (el riesgo soberano de Chile es A1 y el de Colombia y Perú de Baa2 y A3, respectivamente). Sin embargo, esto se ve atenuado, en parte, por el hecho de haber comprado empresas ya en funcionamiento y por el hecho de contar con una amplia experiencia en Chile a lo largo de su historia. También el riesgo se atenúa por la mayor estabilización económica y política que han mostrado estos países, lo cual, desde otra perspectiva, representa una oportunidad de crecimiento futuro. En 2018, los ingresos provenientes de Perú y Colombia representaron el 16,6% y 9,6% del total, respectivamente.

Antecedentes generales

Historia

En 1959 se crea la empresa **Lipigas S.A.** dedicada a la comercialización de gas licuado de petróleo (GLP) en la provincia de Valparaíso; posteriormente se inicia un proceso de adquisición de pequeñas empresas regionales de distribución de GLP. De esta forma, bajo la propiedad de las familias Santa Cruz, Yaconi, Noguera, Vinagre y Ardizzoni se constituye el grupo de empresas distribuidoras de GLP: Agrogas, Codigas, Enagas y Gas Licuado Lipigas S.A. En el año 2000 se inició el proceso de unificación de las cuatro marcas regionales y filiales agrupándolas bajo Empresas Lipigas, proceso que culminó en 2004.

Durante 2010, la empresa ingresa al mercado colombiano constituyendo la sociedad Chilco Distribuidora de Gas y Energía, la cual adquiere los activos de la marca Gas País, quien en ese momento tenía presencia en 13 de los 32 departamentos de Colombia.

Durante 2013, la empresa adquirió la empresa de gas licuado Lima Gas en Perú; mientras que al mismo tiempo, a nivel nacional, ingresó al mercado de la distribución de gas natural licuado a industrias. En febrero de 2016, se hace efectiva la adquisición de la Sociedad Limagas Natural Perú S.A, principalmente para la comercialización de gas natural.

En enero de 2018, **Empresas Lipigas** ha ingresado a la propiedad de la sociedad Marquesa GLP S.p.A. con la adquisición del 65% de las acciones teniendo por objetivo principal suministrar energía eléctrica a dos faenas mineras actualmente en operación en la Región de Coquimbo. Además, adquiere Surcolombiana de Gas S.A., empresa dedicada a la distribución de gas natural en Colombia.

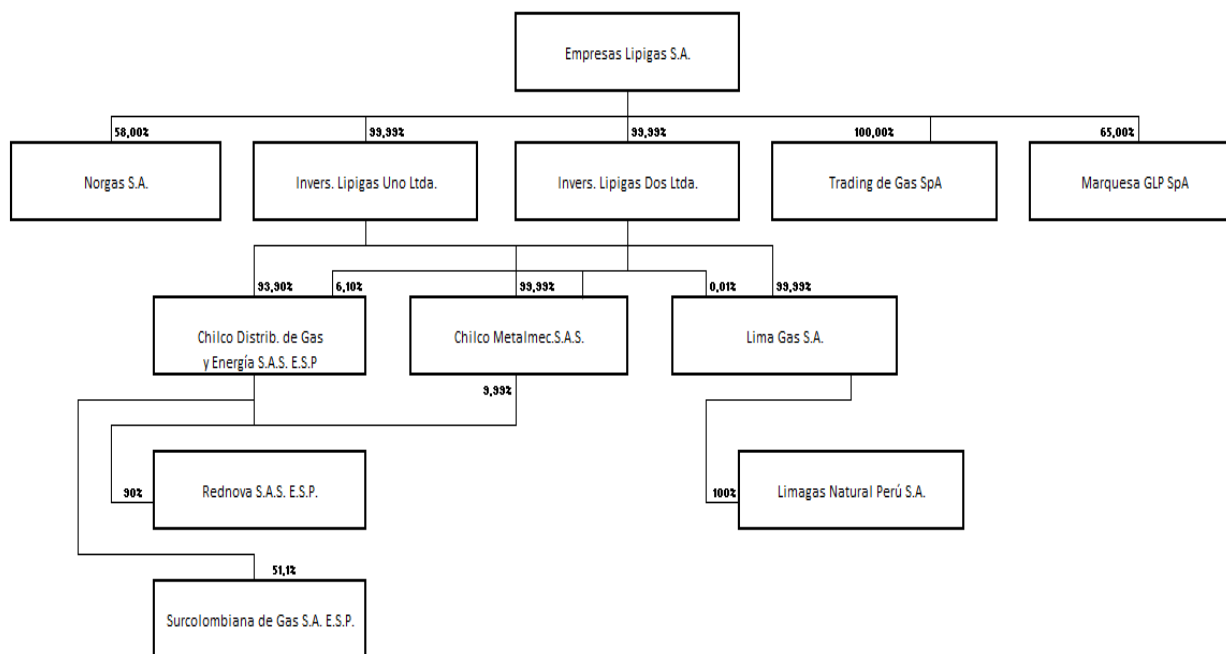
Propiedad y administración

Lipigas es el resultado de la consolidación de un grupo de compañías dedicadas a la comercialización de gas licuado (GLP), controlada por las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni. A continuación, se describen los principales accionistas a diciembre de 2018:

Nombre	N° Acciones	% Participación
El Condor Combustible S.A.	15.593.278	13,73%
Inversiones y Rentas Bermeo S.A.	12.247.708	10,78%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	11.827.875	10,41%
Nogaleda Holdings SPA.	11.315.082	9,96%
San Javier Combustibles S.A	9.907.877	8,72%
Inversiones Hevita S.A.	8.917.707	7,85%
Nogaleda Energía LTDA.	8.282.634	7,29%
Inversiones Vinta LTDA.	5.297.568	4,66%
Inversiones Seis LTDA.	5.019.854	4,42%
Nexogas S.A.	4.522.868	3,98%
Inversiones El Escudo LTDA.	3.716.728	3,27%
Banchile C de B SA.	2.038.000	1,78%

Subsidiarias

A continuación, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Lipigas**:



Descripción del negocio

El principal negocio de **Lipigas** es la comercialización gas licuado de petróleo (GLP) en Chile, Colombia y Perú.

En menor medida, la compañía participa en el mercado del gas natural y de gas natural licuado (GNL) a clientes industriales. En 2016, inició la comercialización de GNC en Perú y en 2018, gas natural en Colombia. Además, la compañía ha comenzado, a fines de 2017, operaciones en el mercado eléctrico.

Los clientes de la empresa se subdividen en:

- **Clientes Residenciales:** El suministro gas es para artefactos de uso domésticos como cocinas, calefones, calderas, estufas y sistemas de calefacción, entre otros.
- **Clientes Comerciales:** Permite abastecer a establecimientos que requieren del combustible para el funcionamiento en panaderías, restaurantes, hoteles y hospitales, entre otros.
- **Clientes Industriales:** El suministro de gas es utilizado como combustible en procesos productivos como por ejemplo la cocción de cerámicas, la fabricación de vidrios y secado de alimentos, entre otros.
- **Automoción:** El consumo de gas es utilizado como un combustible alternativo para el funcionamiento de vehículos livianos de transporte público, como taxis, flotas comerciales, entre otros.

Gas Licuado

El gas licuado de petróleo (GLP) es un combustible de uso doméstico e industrial derivado del petróleo. Su principal característica es que entrega la posibilidad de almacenarse y transportarse en fase líquida

a temperatura ambiente y presión moderada, lo que permite envasar gran cantidad de energía en poco espacio. Así, el GLP permanece en estado líquido almacenado en cilindros y/o estanques hasta el momento de ser utilizado, en el cual nuevamente se gasifica.

La empresa posee presencia en la industria del GLP, a través de la comercialización en Chile, Colombia y Perú. En 2018, la compañía, en términos consolidados, distribuyó 690,5 mil toneladas de este gas, lo que representa una disminución del 1,3% respecto de las ventas del periodo anterior, la baja se debe a Perú específicamente.

Lipigas comercializa en Chile el gas licuado de tres formas distintas:

- **Gas envasado:** En Chile, el gas se comercializa en cilindros de 5, 11, 15 y 45 kilogramos, que son propiedad de la compañía. Cabe señalar, que la procedencia del cilindro no es inconveniente para comprar gas a cualquier otra distribuidora (el consumidor puede entregar el cilindro de otra empresa de sector y, posteriormente, las mismas empresas del rubro llevan a cabo las reasignaciones respectivas). Para su comercialización, cuenta básicamente con tres canales: venta directa, los distribuidores exclusivos y los distribuidores multimarca.
- **Gas granel:** Suministro mediante recargas de gas en estanques que tienen capacidad desde 500 a 113.000 litros. El estanque es propiedad de la compañía distribuidora de gas y es reabastecido sólo por esta misma, de manera programada de acuerdo con la demanda del cliente. En el mercado de gas licuado a granel la compañía se encuentra integrada verticalmente para atender al consumidor final, contando así con un canal de distribución propio.
- **Gas de medidor:** Está diseñado para abastecer a múltiples puntos de consumo independientes desde un estanque común. El medidor registra el caudal de gas que entra a la red de cada cliente y se efectúa una lectura mensual del consumo para su facturación.

Gas Natural

En menor medida, **Lipigas** participa en Chile, en Perú y recientemente en Colombia en el mercado de gas natural (GN). En Chile, se distribuye a través de redes en la ciudad de Calama (Región de Antofagasta), Puerto Montt y Osorno (Región de los Lagos). Las redes de distribución le permiten suministrar esta energía de manera continua en Calama, esperando aumentar paulatinamente los clientes de Osorno y Puerto Montt. En Perú, mediante de la adquisición y toma de control de la sociedad Limagas Natural Perú, el negocio de gas natural comprimido en Perú se basa en abarcar negocios que están fuera del ducto, lo que los ha llevado a obtener buenos resultados. En Colombia, se incorpora la filial Surcolombiana de Gas S.A. permitiendo distribuir gas natural a unos 60.000 clientes de los departamentos de Huila, Cauca y Putumayo.

En Calama, la empresa cuenta con contratos para el suministro de este combustible con Distrinor S.A., empresa perteneciente a Solgas cuya matriz es la francesa GDF Suez.

El GN es un energético que se encuentra normalmente en el subsuelo continental o marino, que se acumula entre la porosidad de las rocas subterráneas.

Este gas se distribuye, principalmente, mediante tuberías, aunque en menor escala a través de transporte terrestre, comprimido a alta presión o licuado. Tiene diversas aplicaciones que van desde el uso residencial hasta la generación eléctrica.

Gas Natural Licuado

En 2014 la empresa comenzó la comercialización de gas natural licuado (GNL) en Chile, llevándolo a consumidores distantes de las redes de gas natural.

Lipigas abastece de GNL a clientes industriales y, con el fin de responder a los compromisos pactados, la compañía tiene firmados contratos de suministro con diferentes proveedores.

El GNL es gas natural que ha sido enfriado a -160° Celsius, con el objetivo de ser transportado en estado líquido y a presión atmosférica, lo que, como ya se mencionó, permite su transporte a través de grandes distancias ya sea por vía marítima o por carretera. En los lugares de consumo, mediante un proceso de calentamiento, es llevado nuevamente a estado gaseoso para así ser distribuido por ductos o redes.

Generación eléctrica

Lipigas, en 2017, inicia operaciones en la industria de generación eléctrica, poniendo en marcha su primer Pequeño Medio de Generación Distribuida (PMGD) inyectando energía al SEN. Este está ubicado en Concón, Valparaíso y tiene capacidad de 6MW abasteciéndose con gas natural.

En 2018, adquiere el 65% de Marquesa SpA. dedicada al desarrollo, construcción y operación de plantas de generación eléctrica.

Actualmente, esta construyendo dos plantas que utilizan GLP como combustible en Coquimbo para abastecer principalmente faenas mineras.

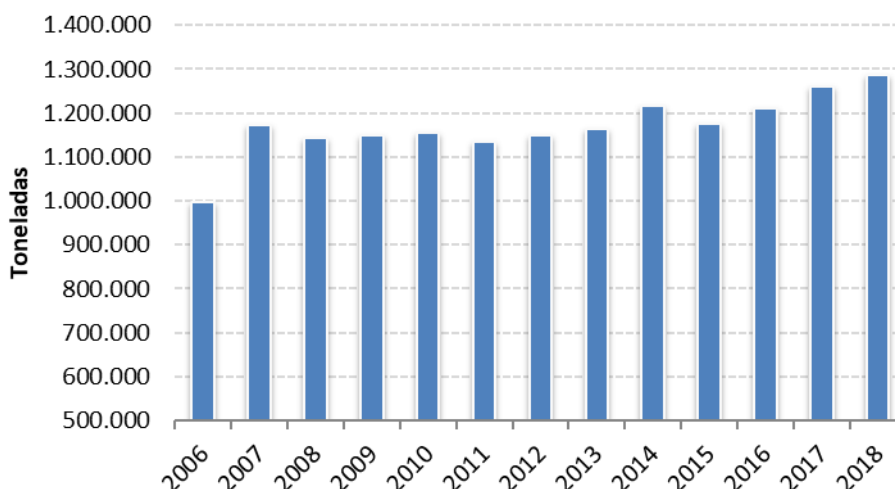
Mercados en los que participa la compañía

Chile

En el país, la empresa participa comercializando y distribuyendo gas licuado (GLP), gas natural (GN) y gas natural licuado (GNL) a través de la marca Lipigas.

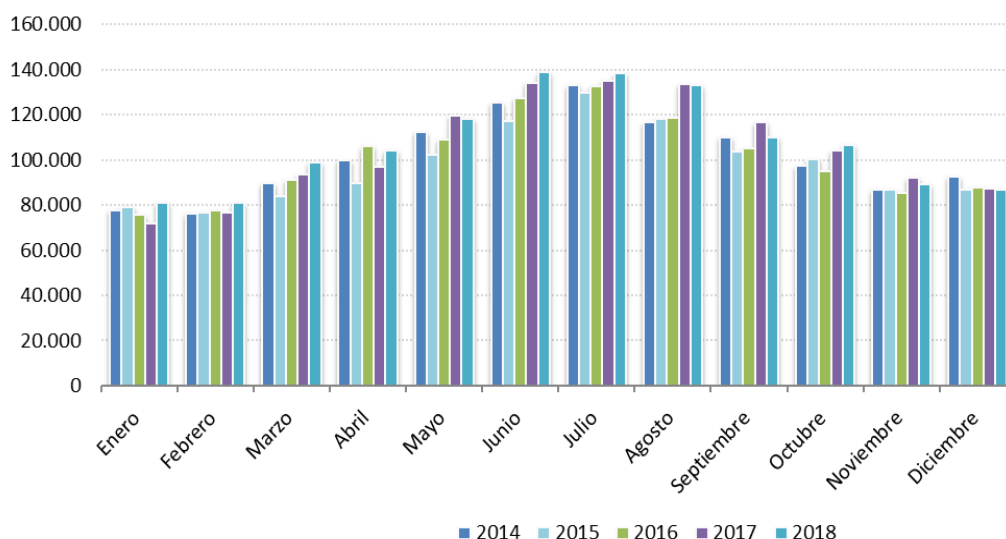
Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP superan los 1,28 millones de toneladas anuales (ver Ilustración 1).

Ilustración 1
Evolución de las ventas totales de GLP en Chile
(2006 - 2018)



De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, alrededor del 40%⁶ corresponde a consumo residencial, así el GLP satisface diferentes usos durante todo el año, pero presenta cierta estacionalidad. Las ventas alcanzan su mayor volumen en los meses de invierno, tal como se muestra en la Ilustración 2. El mes con mayor consumo durante el año 2018 fue junio con 138.775 toneladas lo que representa un alza de 71,3% respecto de enero del mismo año, el mes con menores ventas.

Ilustración 2
Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile
(Toneladas)

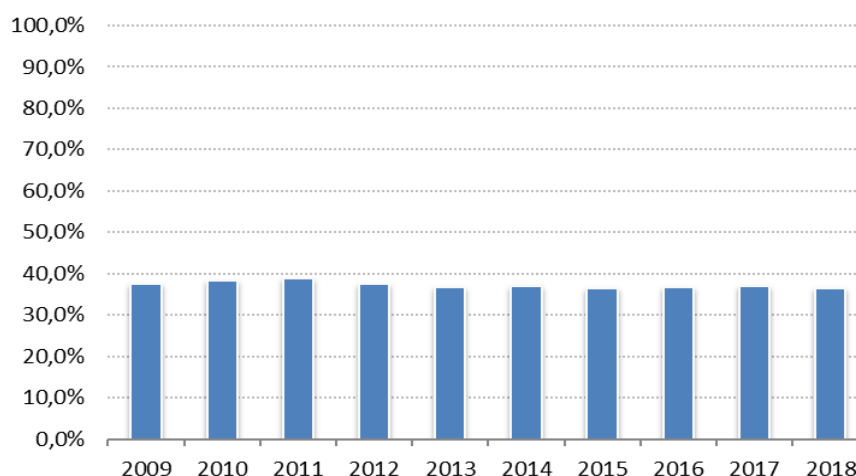


⁶ Dato proporcionado por la empresa en base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación del producto; su abastecimiento corresponde a un 71% de producto importado y 29% de producción nacional, generado por Enap. Por otra parte, dentro del mercado chileno el país cuenta con tres grandes comercializadores de GLP.

Lipigas cuenta con más de 60 años de presencia en la industria de GLP chileno. Su participación de mercado se ha mantenido estable en los últimos cinco años. Actualmente, posee una participación de igual a 36,5%⁷ (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Evolución de la participación de mercado de Lipigas
(En porcentaje)



Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 14 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 24 centrales de distribución y ventas a lo largo del país. A ellas, se les suma la red de distribución tercerizada con aproximadamente 3.000 puntos móviles de venta.

La estrategia de abastecimiento de gas, por parte de la empresa, se realiza conforme con la demanda proyectada en el presupuesto anual. Para ello, se dispone de un terminal en Quintero y una combinación de proveedores que permitan aprovechar las oportunidades de importación de los excedentes de producción de los países vecinos.

El año 2012, la empresa firmó un acuerdo con Oxiquim para construir instalaciones exclusivas de recepción, almacenamiento y despacho de GLP en el terminal marítimo que esta última empresa posee en la bahía de Quintero, en la Región de Valparaíso (en 2018, el 66% del gas proviene de estas dependencias).

Así, en 2018, cerca de un 56,0% del gas de **Lipigas** fue importado a través de EE.UU. De esta manera, la compañía se abastece en un 29,0% de Gasmar y Enap y un 15% del gas proveniente de Argentina.

⁷ Dato proporcionado por la empresa en base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

Ilustración 4
Evolución de la matriz de abastecimiento
(En porcentaje)



El contrato de arriendo y prestación de servicios con Oxiquim dura 25 años, contado desde 2012, lo que permite almacenar hasta 29 mil toneladas de GLP en las instalaciones del terminal marítimo de Quintero.

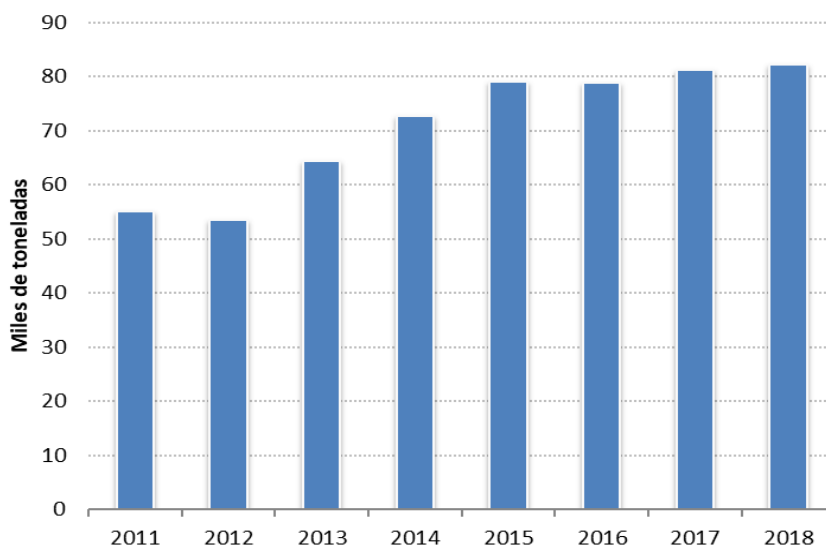
Colombia

En 2010, la empresa ingresó al mercado colombiano a través de la sociedad Chilco Distribuidora de Gas y Energía, comercializadora de GLP, que actualmente posee las marcas Gas País, Progas, Giragas, Sumapaz, Gases del Cauca y Lidergas. En 2018, adquiere Surcolombiana de Gas dedicada a la distribución de gas natural.

En el último tiempo, el crecimiento de la demanda de GLP se ha visto afectado por la entrada del gas natural como combustible en los hogares. A modo de ejemplo, el consumo en el mercado colombiano fue de aproximadamente 600 mil toneladas anuales en 2018, mientras que en 2007 alcanzó las 741 mil toneladas, lo que implica una disminución de 19,1% durante ese lapso.

Sin embargo, las ventas de GLP de la filial colombiana de Lipigas, Chilco, han aumentado un 1,2% con respecto a 2017, alcanzando las 82,3 mil toneladas en 2018 (Ver Ilustración 5).

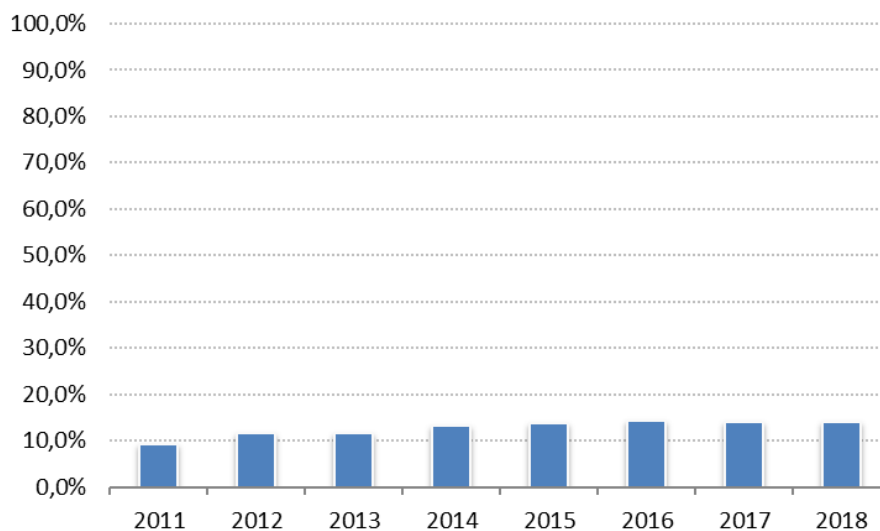
Ilustración 5
Evolución de las ventas de GLP Chilco
(Miles de toneladas. 2011 - 2018)



En el país operan diversas comercializadoras de GLP, mientras que el precio de venta de este es libre, aunque tiene un tope máximo establecido por la Comisión Reguladora de Energía y Gas (CREG).

Lipigas para la comercialización de GLP en Colombia cuenta con 17 plantas de envasado y una red de distribución propia con 16 centrales de distribución y venta. La empresa ha logrado tener presencia en 25 de los 32 departamentos del país, alcanzando una participación de mercado igual a 13,9% (ver Ilustración 6).

Ilustración 6
Evolución de la participación de mercado
(2011 - 2018)



La estrategia de abastecimiento de GLP, por parte de **Lipigas**, no difiere de la realidad nacional y es realizado, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol que representa individualmente el 75% de las compras que hace **Lipigas** en el país, el 12% fue importado del Puerto de Cartagena y el resto es comprado a diferentes fuentes nacionales con una capacidad de oferta menor.

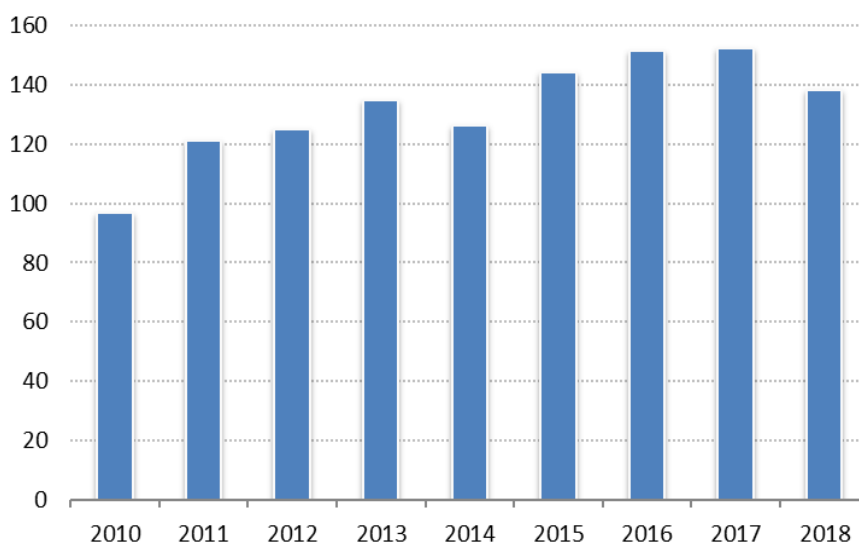
Perú

Durante 2013, la empresa **Lipigas** ingresó al mercado peruano, a través de la compra de la comercializadora de GLP Lima Gas.

En el mercado peruano se venden cerca de 1,8 millones de toneladas de GLP al año. Las ventas han aumentado, aunque en menor medida que en años anteriores, impulsadas por el crecimiento del país, el incentivo tributario para el uso del gas en vehículos y programas gubernamentales que distribuyen cupones a modo de subsidio a los hogares de menores ingresos

A través de su filial Lima Gas, Lipigas vendió 138,2 mil toneladas de GLP, lo que significa una baja de 9,3% respecto a 2017 (ver Ilustración 7).

Ilustración 7
Evolución de las ventas de GLP de Lima Gas
(2010 - 2018)



En el país, **Lipigas** compite con alrededor de 70 empresas envasadoras y comercializadoras de GLP en un mercado con una formalidad menor a la existente en Chile.

Los precios de venta del GLP envasado, no así el GLP a granel, están acogidos al Fondo para la Estabilización de los Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo, establecido por el gobierno para evitar fluctuaciones bruscas de los precios en combustibles que tienen impacto social.

Actualmente, el principal productor de GLP en Perú es el consorcio Camisea, integrado por diversas empresas, quien tiene el 80% del total de la producción. El segundo más importante es la estatal Petróleos del Perú S.A. (Petroperú).

Lipigas, a través de Lima Gas, participa en el negocio de GLP de envasado y a granel, comercializando el producto bajo dos marcas: Lima Gas y Caserito, respectivamente. Con ambas marcas, la empresa tiene una participación mercado que alcanza a 7,2%.

Para comercializar sus productos, Lima Gas posee ocho plantas envasadoras y tres centros de distribución y ventas.

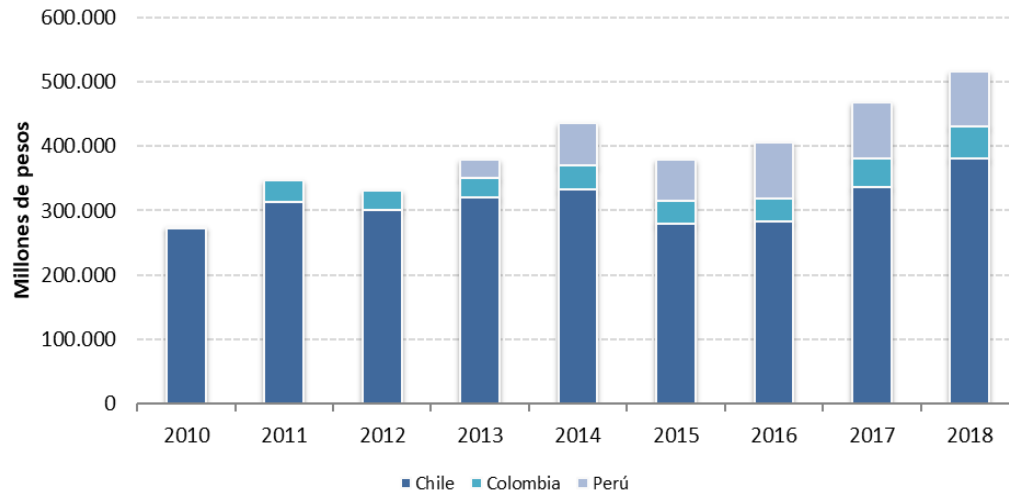
La red de distribución de gas envasado está conformada por más de 525 distribuidores que abastecen de GLP a los usuarios finales, el que representa el 58,7% de las ventas totales de gas de la empresa en Perú. En el caso de granel, que representa el 41,3% de las ventas de la empresa en el país, la distribución directa llega a más de 1.600 clientes.

El suministro de GLP para las operaciones en Perú, en general, tiene en consideración la ubicación de las fuentes de abastecimiento de modo que éstas se encuentren cercanas a las plantas de Lima Gas. La zona centro-sur del país está provista con gas cuyo origen es Camisea y es comercializado por Pluspetrol; en la zona norte del país el productor y comercializador más importante es la estatal Petroperú.

Estructura de ingresos

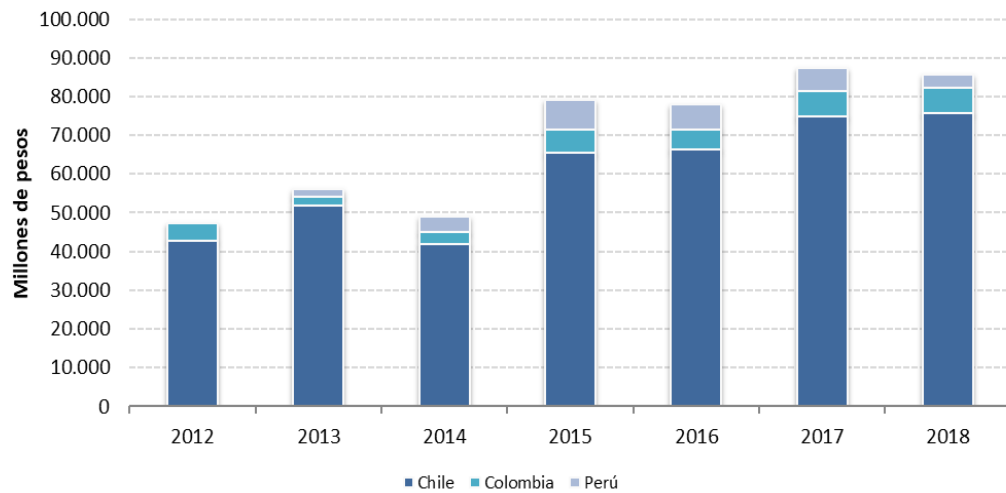
En 2018, los ingresos generados en Chile representaron un 73,8% del total de la compañía, mientras que Colombia el 9,6% y las operaciones en Perú un 16,6%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de 2013 cuando las actividades de la empresa en Perú recién estaban comenzando. En ese entonces los ingresos en Chile representaban el 84,5% del total (ver Ilustración 8).

Ilustración 8
Evolución de los ingresos por país
(2010 - 2018)



El 88,3% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de las operaciones en Chile seguidas en importancia por Perú y luego por Colombia (ver Ilustración 9). Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.

Ilustración 9
Evolución del EBITDA por país
(2012 - 2018)



Análisis financiero⁸

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2018.

Evolución de los ingresos y EBITDA

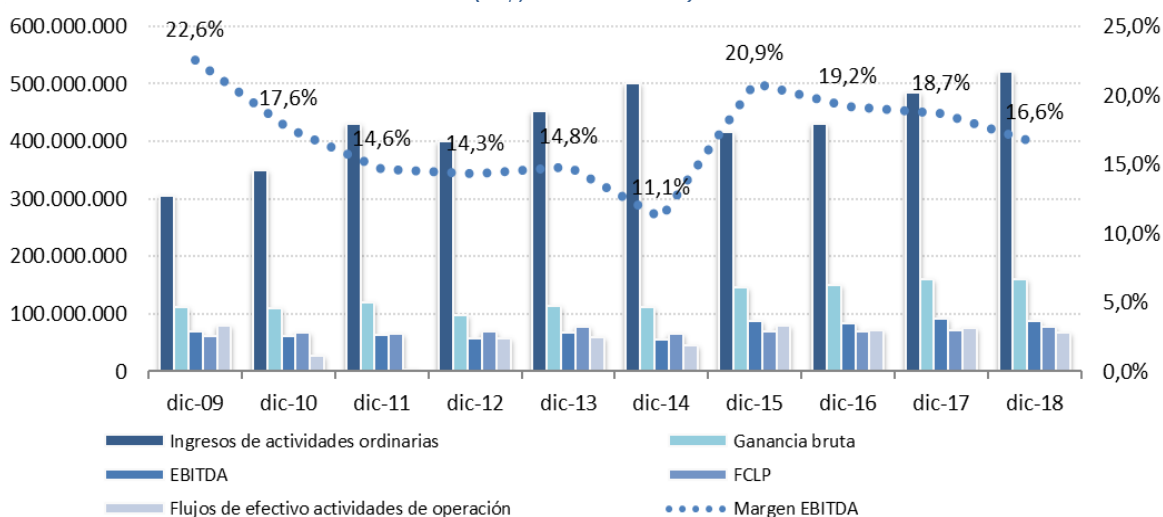
A partir de 2009, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa real compuesta anual igual a 6,1%, alcanzando los \$521.029 millones en 2018.

A partir de marzo de 2015, la compañía accedió a mejoras en las condiciones de compra de gas, fecha en que, tal como se ha señalado anteriormente, comenzaron las operaciones del terminal en la bahía de Quintero.

Con todo lo anterior, entre 2009 y 2018, la ganancia bruta creció en promedio a una tasa compuesta anual igual a 4,1%. Mientras que el EBITDA de la compañía ha subido a una tasa compuesta anual promedio igual a 2,5%.

Dicho ello, se observa que los márgenes de EBITDA han fluctuado entre 22,6% y un 11,1%, en el período 2009 a 2018. A diciembre de 2018 el margen EBITDA fue de 16,6% en 2018.

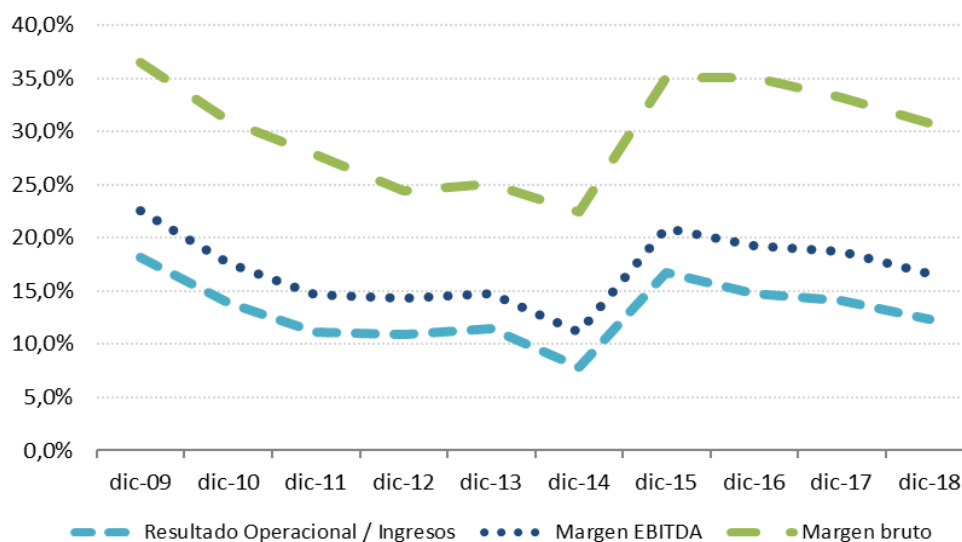
Ilustración 10
Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA
(M\$, 2009 - 2018)



A continuación, se muestra la evolución de los márgenes de explotación, operacional y de EBITDA de **Lipigas**, como porcentaje de su ingreso (ver Ilustración 11).

⁸ Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de diciembre de 2018. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada.

Ilustración 11
Indicadores de eficiencia⁹
(%. 2009 - 2018)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de la compañía, a 2018, totalizó \$163.872 millones, lo que representa un aumento de 22,1% respecto de diciembre de 2017; principalmente por el alza en la deuda de corto plazo. El 23,5% de estas obligaciones son de corto plazo.

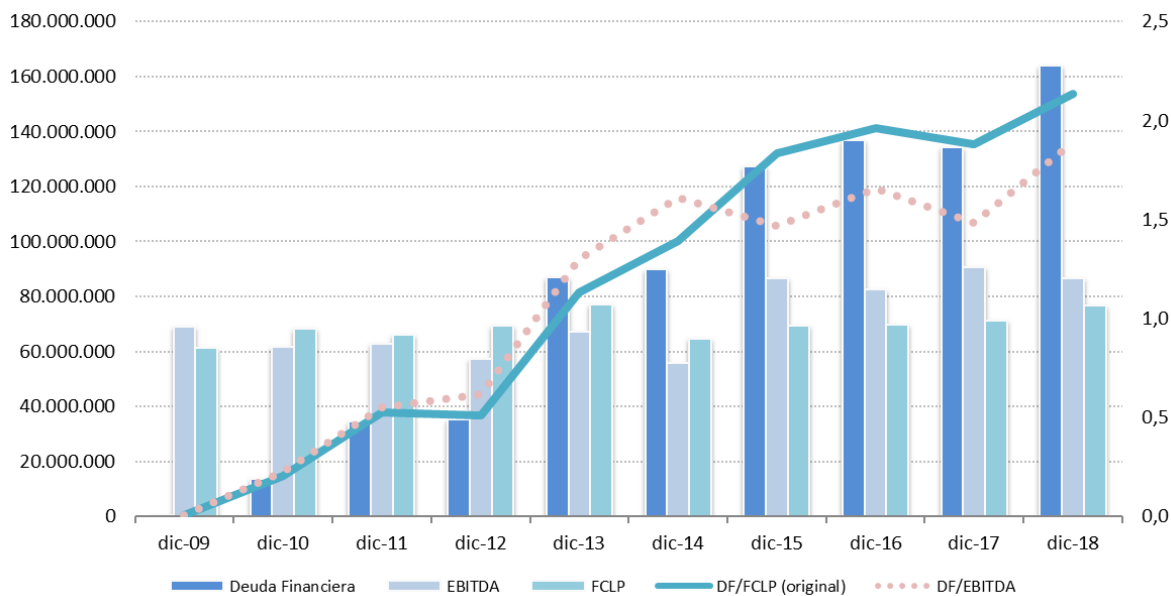
El endeudamiento financiero de la empresa se ha elevado desde los \$13.790 millones, en 2010, a \$163.872 millones, en 2018, debido al inicio de las operaciones en Colombia y Perú, al financiamiento parcial de construcción de las instalaciones del terminal de Oxiquim y al arrendamiento financiero de este terminal.

No obstante, el crecimiento de los pasivos financieros, la empresa presenta un bajo endeudamiento relativo, medido en relación a su generación de flujos. Pese a la caída en los márgenes antes señalados y con un nivel creciente de la deuda financiera, los ratios de endeudamiento son bastante bajos. En el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA se sitúa en 1,9 veces. Mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo¹⁰ (FCLP) es 2,14 veces en 2018.

⁹ Cabe mencionar que el indicador de margen bruto presentó cambios desde 2012, puesto que el costo de venta incluye el costo de la materia prima, depreciación, amortización, sumado a los gastos de fabricación, mientras que hasta 2011 sólo incluía el costo de la materia prima, depreciaciones y amortizaciones.

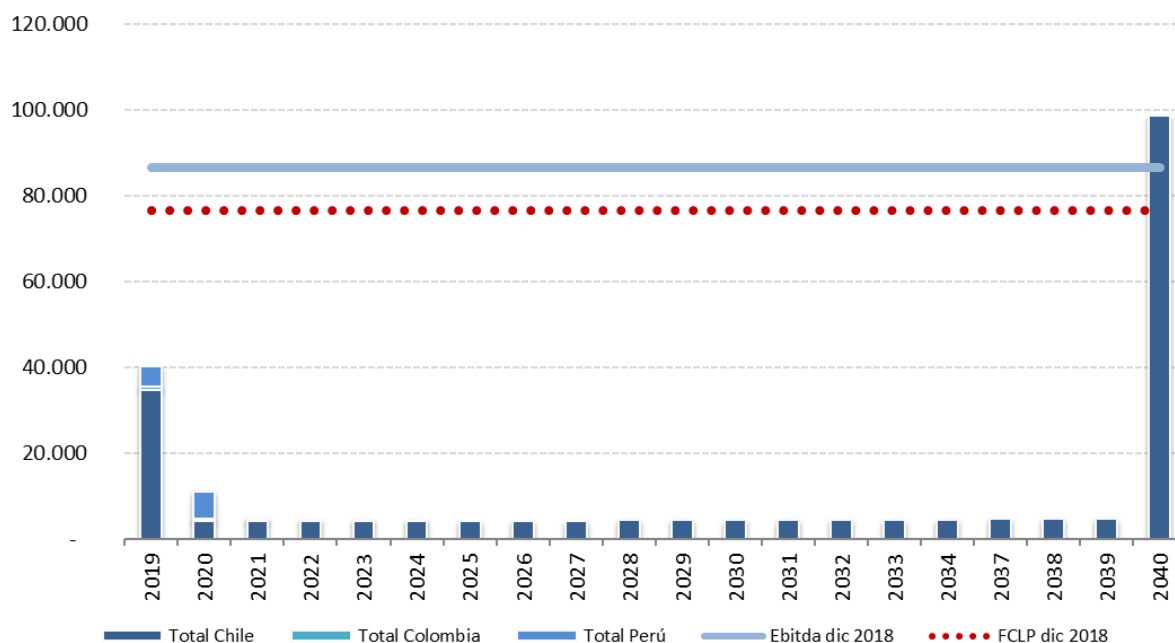
¹⁰El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 12
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(M\$ 2009 - 2018)



Tras la emisión del bono *bullet*, en abril de 2015, el perfil de vencimientos de la deuda muestra claras holguras en todos los periodos evaluados, salvo el año 2040 fecha de vencimiento del bono (ver Ilustración 13). Sin perjuicio de lo expuesto, la clasificadora no visualiza riesgo elevado para el refinanciamiento del vencimiento en 2040, tanto por el crecimiento natural esperado en los flujos como por la factibilidad de conseguir nuevos financiamientos (ello dado la elevada viabilidad de largo plazo del emisor).

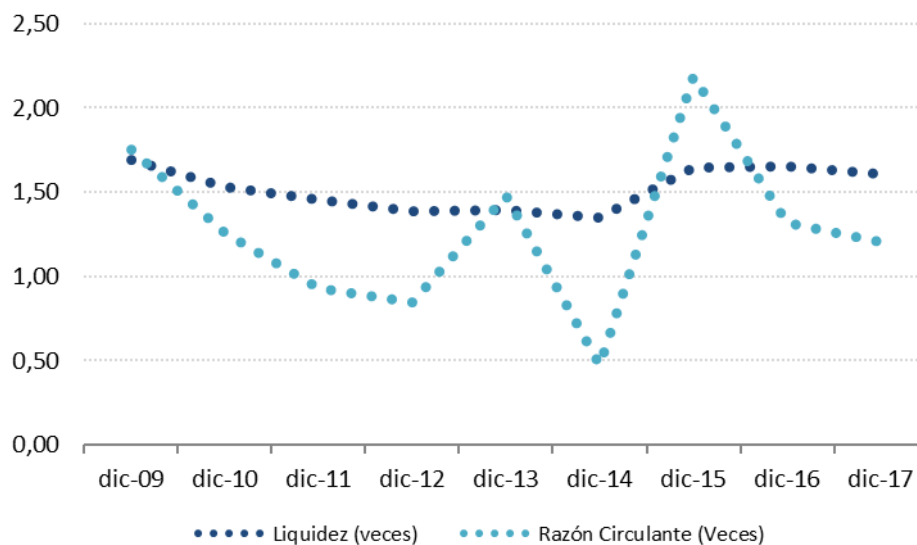
Ilustración 13
Evolución del perfil de vencimientos financieros
 (M\$. 2019 - 2040)



La liquidez de la empresa¹¹ cerró en 1,54 veces a 2018, mostrando, además, un alto grado de estabilidad, en términos relativos, durante el período evaluado. Sin embargo, la razón circulante no exhibe la misma estabilidad, toda vez que en 2018 cerró en 0,98 veces, habiendo oscilado desde las 1,76 veces en 2009, hasta caer a niveles inferiores a la unidad en 2014, cuando cerró el año en 0,47, mientras que en 2015 alcanzó las 2,19 veces. Esto se debe al mayor aumento de los pasivos corrientes frente a los activos de la misma categoría, debido a la deuda financiera que ha tomado la empresa con finalidades de expansión, explicadas con anterioridad (ver Ilustración 14).

¹¹ Liquidez: Ingresos/ (Costo de venta-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.

Ilustración 14
Evolución de los indicadores de liquidez
 (Veces. 2009 - 2018)

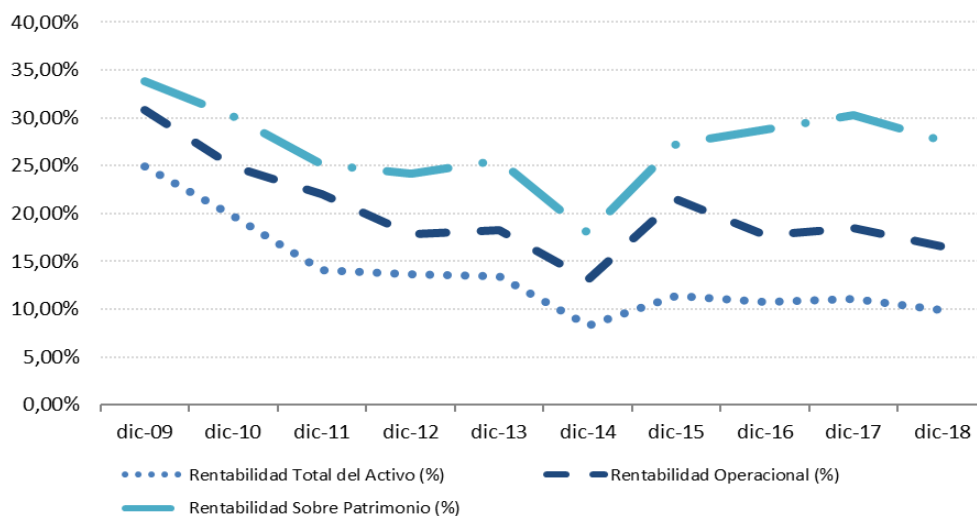


Evolución de la rentabilidad¹²

Los indicadores de rentabilidad mostraron un sesgo a la baja hasta 2014, recuperándose a partir de 2015 y mostrar mayor estabilidad. En 2018, la rentabilidad total del activo fue de 9,9%, mientras que la rentabilidad operacional fue de 16,5% y la rentabilidad sobre patrimonio de 27,6% (ver Ilustración 15) levemente menor a lo registrado en 2017 (11,1%, 18,5% y 30,3%, respectivamente).

¹² Rentabilidad operacional= Resultado Operacional/Activos Corrientes Promedio +Propiedades Planta y Equipo Promedio; rentabilidad del patrimonio= Ganancia (Pérdida)/Patrimonio Total Promedio; Rentabilidad total del activo= Ganancia (pérdida)/ Activos Totales Promedio.

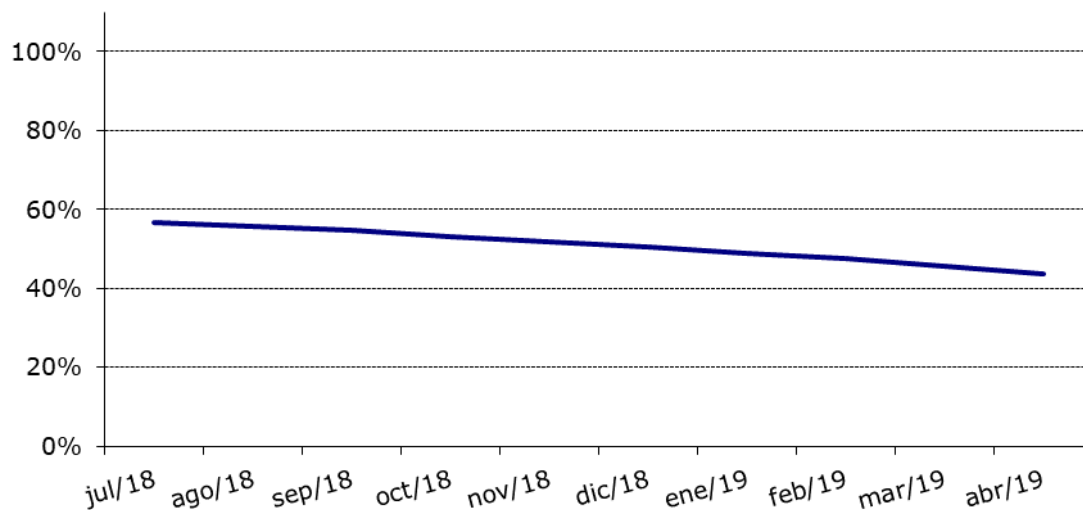
Ilustración 15
Evolución de las rentabilidades¹³
(2009 - 2018)



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio:

Ilustración 6
Presencia Promedio



¹³ Cabe señalar que producto de la corrección retroactiva del valor del rubro Propiedades, plantas y equipo – explicada en nota al pie número 3– la rentabilidad correspondiente a los años 2009 y 2010 no es comparable con las del año 2011 en adelante.

Instrumentos de deuda

A diciembre de 2018 **Lipigas** tenía los siguientes bonos en el mercado:

- Línea de Bonos

- Número: 800
- Fecha de inscripción: Febrero 2015
- Plazo línea: 10 años

- Línea de Bonos

- Número: 801
- Fecha de inscripción: Febrero 2015
- Plazo línea: 30 años

- **Primera emisión (Serie E) Colocada**

- Fecha de colocación: Abril 2015
- Monto colocado: UF 3.500.000
- Tasa de colocación: 3,55%
- Vencimiento: 25 años

- Línea de Bonos

- Número: 880
- Fecha de inscripción: Diciembre 2017
- Plazo línea: 10 años

- Línea de Bonos

- Número: 881
- Fecha de inscripción: Diciembre 2017
- Plazo línea: 30 años

Covenants

Covenant	Diciembre 2018	Límite
Endeudamiento financiero neto	0,95 veces	Menor a 1,5 veces
Patrimonio mínimo	\$157.722 millones	Mayor a \$110.000 millones

"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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".