

Empresas Lipigas S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Benjamín Espinosa

Antonio González

benjamin.espinosa@humphreys.cl

antonio.gonzalez@humphreys.cl

FECHA

Mayo 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	AA Estable
Acciones (LIPIGAS) Tendencia	Primera Clase nivel 3 Estable
EEFF base	31 marzo 2022 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 800 de 04.02.2015
Línea de bonos Serie E (BLIPI-E)	N° 801 de 04.02.2015 Primera emisión
Línea de bonos	N° 880 de 29.12.2017
Línea de bonos Serie F (BLIPI-F) Serie G (BLIPI-G)	N° 881 de 29.12.2017 Primera emisión Primera emisión

M\$ de cada año	Estados de Resultados Consolidados IFRS					
	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Ingresos de activ. ordinarias	468.355.277	515.875.856	492.869.463	508.164.262	695.967.071	175.610.467
Costo de ventas	-312.934.965	-	-	-	-	-
		357.033.148	313.665.183	320.353.826	492.482.021	133.540.022
Ganancia bruta	155.420.312	158.842.708	179.204.280	187.810.436	203.485.050	42.070.445
Gastos de adm., distr. Y otros gastos	-89.546.559	-95.486.974	106.208.150	125.910.863	135.957.957	-34.677.902
Resultado operacional	65.873.753	63.355.734	72.996.130	61.899.573	67.527.093	7.392.543
Gastos financieros	-5.585.434	-6.401.890	-8.915.114	-9.369.643	-11.577.905	-5.083.427
Resultado del ejercicio	42.658.786	41.642.612	40.473.277	34.997.243	45.999.013	1.527.012
EBITDA	87.499.083	85.747.411	104.872.447	96.271.365	105.035.873	18.068.319

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2022 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.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Activos corrientes	67.804.995	84.569.265	83.335.307	132.617.923	151.281.267	158.481.830
Activos no corrientes	322.864.236	360.200.798	425.859.654	426.629.684	472.701.969	495.087.858
Total activos	390.669.231	444.770.06	509.194.96	559.247.60	623.983.23	653.569.68
		3	1	7	6	8
Pasivos corrientes	53.852.837	86.316.984	64.277.110	70.737.368	93.076.853	101.087.017
Pasivos no corrientes	193.439.136	200.730.532	272.575.432	322.660.222	362.092.106	378.450.143
Total pasivos	247.291.973	287.047.516	336.852.542	393.397.590	455.168.959	479.537.160
Patrimonio total	143.377.258	157.722.547	172.342.419	165.850.017	168.814.277	174.032.528
Total patrimonio y pasivos	390.669.231	444.770.06	509.194.96	559.247.60	623.983.23	653.569.68
		3	1	7	6	8
Deuda financiera ²	130.533.121	163.872.191	204.103.596	245.230.460	277.394.110	291.850.969

Opinión

Fundamentos 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, aunque en menor medida, 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** adquiere el gas licuado a través de proveedores nacionales e importando a Chile, vía terrestre, desde Argentina y, vía marítima, desde EE. UU.

También la empresa está presente en Colombia y en Perú. En Colombia participa en el mercado de distribución de GLP y ha incursionado en el negocio de gas por redes. En Perú comercializa gas licuado de petróleo (GLP), gas natural comprimido (GNC) y gas natural líquido (GNL). La mayor parte de los ingresos de **Lipigas** siguen siendo generados por la venta de GLP.

La compañía presentó, en 2021, ingresos ordinarios por \$ 695.967 millones, contando, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 34,5% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 15,8% en el mercado colombiano, y 7,0% en el peruano. A fines del mismo año, Chile, Colombia y Perú originaron el 73,0%, 11,5% y 15,5% de los ingresos, respectivamente, por otro lado, la deuda financiera de la compañía ascendía a \$ 277.394 millones en diciembre 2021, incluyendo pasivos por arrendamiento.

² Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega la cuenta "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

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 2,77 veces.

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 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 incorpora 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 de primera necesidad) y la modalidad de las ventas (elevado porcentaje al contado). La diversificación geográfica de la compañía se refuerza con su presencia en los mercados de Colombia y de Perú.

También se valoran favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o tanques 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 34%.

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 13 plantas de almacenamiento y envasado, 30 centrales de distribución y una red nacional de aproximadamente 608 distribuidores. Adicionalmente, se reconoce el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Perú y Colombia, ambos países clasificados en grado de inversión.

Otro factor relevante en la clasificación de riesgo es el buen perfil de vencimientos de la deuda financiera, permitiendo una muy buena capacidad de pago de esta, incluso si hubiese un deterioro de sus resultados.

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*”, posee gran volatilidad en su precio y conlleva el riesgo de centrar la competencia en esta variable. 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**.

Sin perjuicio de los beneficios de la internacionalización de la compañía, como es el caso de Colombia (en 2010) y Perú (en 2013), no se puede ignorar el riesgo implícito por cuanto se trata de países que exhiben

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.

un mayor riesgo operacional y de país, en comparación con Chile, lo que otorga cierta incertidumbre a los flujos futuros provenientes de la inversión en el extranjero.

Por otro lado, la clasificación de riesgo se ve restringida por participar en una industria que está expuesta a avances tecnológicos del sector energético y a cambios regulatorios que podrían afectar su competitividad. Si bien, la agenda energética del gobierno se enfocó en los últimos años en los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante acotada, últimamente el futuro se vuelve más incierto frente a cambios en las normativas al gas licuado, en particular, por el informe presentado por la Fiscalía Nacional Económica (FNE), lo que podría implicar efectos en los flujos de la compañía.

El *rating* asignado a los títulos accionarios de la compañía en “*Primera Clase Nivel 3*”, responde a la liquidez bursátil que poseen las acciones de **Lipigas**, teniendo una presencia promedio en torno el 29% en los últimos meses.

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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos.
- Experiencia de la compañía y de principales accionistas.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- Oportunidad Perú y Colombia.
- Adecuado perfil de vencimientos.
- Posición en la industria.

Riesgos considerados

- Riesgo regulatorio (riesgo de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos de aumento de competencia (riesgo de baja probabilidad).
- Rentabilidades de GLP que incentivan el aumento de nuevos competidores.
- 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 operación Colombia y Perú (riesgo acotado y administrable).

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2021

Durante 2021, la compañía obtuvo ingresos por \$695.967 millones, lo que representa un aumento de un 37,0%, respecto del mismo periodo del año anterior. Dicho crecimiento se explica, en parte, por el alza presentada en los precios de venta, dado el alza en los precios de productos derivados del petróleo, de igual forma, el aumento en los ingresos es influido por el aumento en las ventas físicas tanto en Chile como en Perú y Colombia.

Los costos de venta de la compañía sumaron, en diciembre 2021, un total de \$492.482 millones, lo que significa un aumento de un 53,7% con respecto al año 2020, dada el aumento de los precios en la materia prima internacional. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$203.485 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 8,3% respecto al año anterior.

Por su parte el EBITDA de la compañía aumentó un 9,1%, desde \$ 96.274 millones a \$ 105.036 millones, mientras que el margen EBITDA pasó desde un 18,9%, en 2020, a 15,1% en 2021.

Las operaciones en Chile durante el año 2021 contribuyeron con el 79,5% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 8,0% y Colombia el 12,4%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$277.394⁴ millones, lo que representa un crecimiento de 13,1% respecto del año 2020. El patrimonio alcanza \$168.814 millones aumentando en un 1,8% con respecto al año anterior.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA

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

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

⁴ Incluye pasivos por arrendamientos financieros

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

Oportunidades y fortalezas

Estabilidad de sus mercados y bien esencial: Principalmente, la empresa se desenvuelve en el sector de gas licuado, bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas a crisis o variaciones en el consumo de la población. Adicionalmente, 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 3,17% en los últimos cinco años. Así, es importante destacar que, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta cambios poco significativos en términos de años móviles. Por muchos años, el sector ha operado con tres operadores relevantes.

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 28,8% de las ventas en toneladas de GLP, seguido por la Región de Valparaíso con el 16,26% de las ventas en toneladas. Las ventas en Colombia y Perú contribuyen a incrementar la diversificación geográfica con una importancia en los ingresos del 11,5% y 15,5%, respectivamente.

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. No presenta clientes que concentren individualmente más del 10% de ingreso de la compañía.

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 y venta directa, 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, con tasas de incobrabilidad menores al 0,5% incluyendo los efectos de la normativa sobre el no corte de suministro durante la pandemia, lo que di igual manera representaba una baja proporción de los clientes.

Se estima que **Lipigas** atendió, en 2021, a más de 2,2 millones de clientes con gas envasado en cilindro, adicionalmente abasteció con GLP a más de 233 mil clientes residenciales vía medidos y gas granel. Si se incorporan los tres países donde está presente la sociedad, durante 2021, abasteció a más de 3,3 millones de clientes tanto a nivel residencial, comercial, industrial y de transporte.

Oportunidades en Perú y Colombia: La compañía ha ingresado a los mercados de Perú y Colombia, donde se han proyectado 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 por 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.

Según estimaciones del Banco Mundial, a 2020, Colombia tiene un PIB per cápita⁵ de US\$ 14.931,05 y una población equivalente a 50,8 millones de personas, mientras que Chile tiene un PIB per cápita igual a US\$ 25.110,16 y una población cercana a los 19,2 millones de personas.⁶

Según Gas Nova⁷, la asociación colombiana de GLP, el contexto económico colombiano en 2020 fue difícil al igual que el contexto mundial, Colombia presentó un decrecimiento de 6,8%, siendo una de las contracciones más fuertes que ha tenido el país. A pesar de esto las proyecciones del Banco Mundial, en junio 2021, proyectaban un crecimiento en el PIB de 5,9% para el mismo año, mientras que el Banco de la República proyecta un crecimiento de 6,5%, ambos crecimientos superiores a los esperados en 2020 con un 3,6%. Por otro lado, Perú exhibe un PIB per cápita de US\$ 6.127 y una población de 32,9 millones.⁸

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*, cambios estructurales en el mercado de Santiago y de otras regiones con la llegada del gas natural y más recientemente, la pandemia por Covid-19.

Experiencia de sus accionistas: Los accionistas de la sociedad—familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni poseen una amplia experiencia y cartera de negocios entre los que se cuentan negocio *retail*, salmonera y centros comerciales. No obstante, cabe señalar que a partir de septiembre 2020 se disuelve el pacto de accionistas suscrito entre estas familias por haber cumplido el objetivo por el cual fue creado con una duración de tres años.

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros a través de venta directa con aproximadamente 635 distribuidores a nivel nacional con que cuenta. Además, posee 30 centrales de distribución, 13 plantas de almacenamiento y venta 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.

Adecuado perfil de vencimientos: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2039 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones e intereses no excede los \$ 12.960 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2021 (igual a \$ 105.036 millones), siendo este valor bastante superior a sus deudas hasta este año. Incluso la compañía cubre la deuda en un 95,6% para el año 2040 y alcanza a cubrir el pago del año 2044, siendo estos desembolsos por \$ 113 mil millones y 79 mil millones, respectivamente de un bono *bullet*. Además, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

⁵ Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA), a precios internacionales actuales.

⁶ Ver <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.PP.CD> (último dato 2020).

⁷ Informe anual de GLP en el año 2021 realizado por Gas Nova, <https://www.gasnova.co/wp-content/uploads/2021/12/InformeGLP2021vf.pdf>

⁸ Ver <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.PP.CD> (último dato 2020).

Posición en la industria: La industria en la que se encuentra la empresa en Chile es concentrada y **Lipigas** ha logrado mantener una participación en torno al 36% sin mayor variación (en 2009 era de 37,6% y en 2021 de 34,5%), posicionándose como la segunda empresa con mayor participación. De manera adicional, en Colombia Lipigas cuenta con una participación de 15,8% y en Perú de 7,0%.

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 57,2% en 2017 luego de una baja de 56,0% en 2015. Finalmente, en 2021 se presenta un aumento de 1,2 veces. Sin embargo, los márgenes de la compañía se mantienen estables en el tiempo.

Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores: Las rentabilidades del negocio de distribución de GLP, podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas que, en comparación con otras industrias, son altas, aunque han disminuido en los últimos años. No obstante, los altos montos de inversión actúan como barrera de entrada de nuevos competidores.

Riesgo regulatorio: Posibles cambios regulatorios que podrían afectar a la industria 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, lo que a futuro podría extenderse al gas licuado. Lo anterior, podría afectar los flujos futuros y rentabilidad de la compañía.

Un elemento reciente para considerar en este punto es la Ley N° 21.249, promulgada el 5 de agosto de 2020, que contemplaba medidas excepcionales en favor de los usuarios finales de servicios sanitarios, electricidad y gas de red donde no se puede cortar el suministro por mora en el pago a un grupo de clientes o también en este punto se encuentra la ley N°20.999 la cual modifico a la anterior Ley de Servicios de Gas, principalmente para acotar rentabilidad. De manera adicional el marco regulatorio se encuentra en estudio por parte del Gobierno dado el informe de la Fiscalía Nacional Económica.

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 como la incorporación del negocio de generación solar distribuida,

potenciado su negocio eléctrico, la planta de regasificación en la selva peruana por parte de su filial Limagas, y el ingreso de Lipigas al negocio de internet en Colombia con la creación de Chilco Net S.A.S, como complementario a la provisión de gas por red.

Riesgos 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 regulación más reciente que la de Chile, 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 Baa1, respectivamente según Moody's). 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 2021, los ingresos provenientes de Perú y Colombia representaron el 15,5% y 11,5% del total, respectivamente, mientras que las participaciones de mercado en cada país fueron de 15,8% para Colombia y 7,0% para Perú.

Antecedentes generales

La compañía

Empresas Lipigas S.A. fundada en 1959, es una empresa dedicada a la comercialización y distribución de gas licuado de petróleo (GLP) a lo largo de todo Chile y en los mercados de Colombia y Perú, a los cuales entró los años 2010 y 2013, respectivamente. Adicionalmente, distribuye gas natural en la II y X Región de Chile, en Colombia y Perú.

La propiedad de la compañía resulta de la consolidación de un grupo de sociedades dedicadas a la comercialización de gas licuado (GLP), cuyos principales accionistas son las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni, que en conjunto mantienen un 73,2% de la propiedad. Hasta 2020, mediante pacto de accionistas, estas familias eran las controladoras de **Empresas Lipigas**.

A continuación, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Lipigas** a 2021:

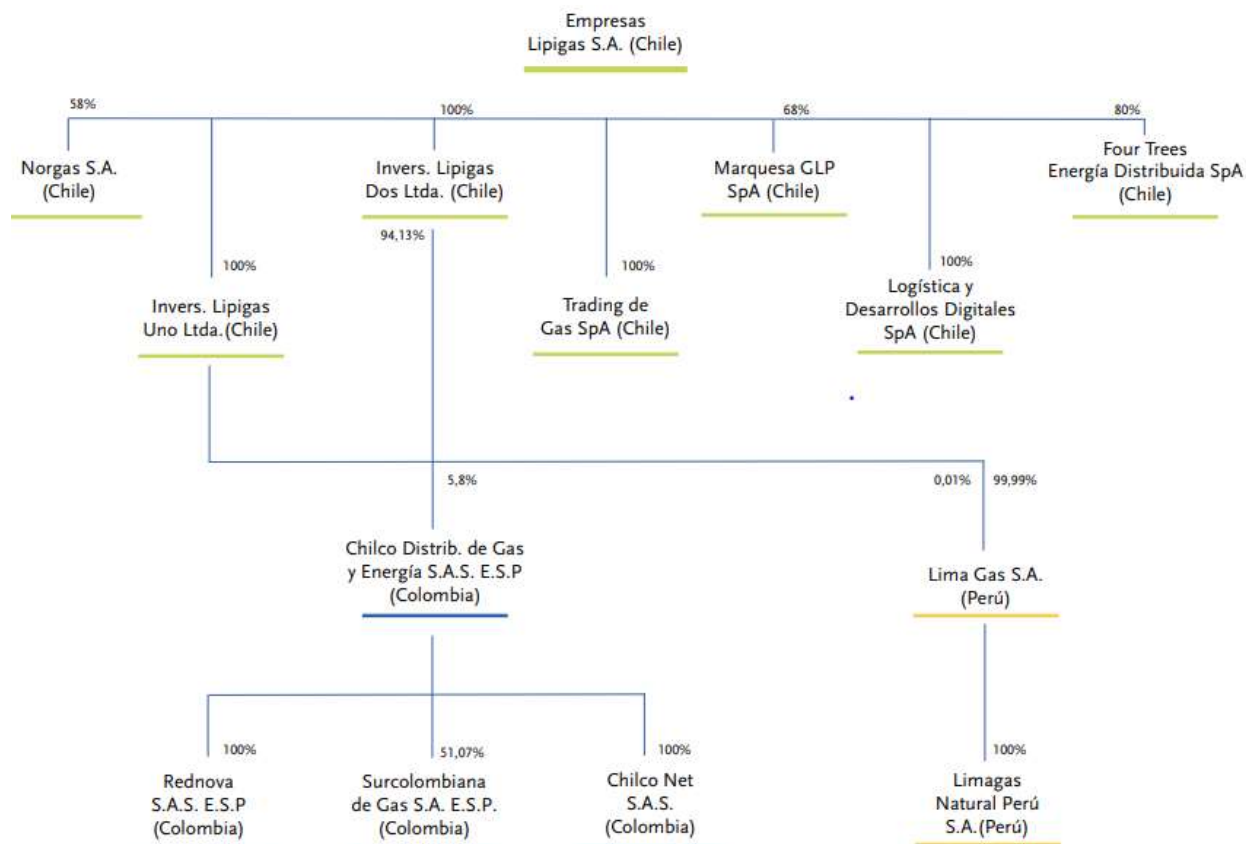


Ilustración 1: Estructura corporativa **Lipigas**⁹

Composición de los flujos

En 2021, los ingresos generados en Chile representaron un 73,0% del total de la compañía, mientras que Colombia el 11,5% y las operaciones en Perú un 15,5%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de los años anteriores cuando las actividades de la empresa en Perú y Colombia recién estaban comenzando.

⁹ Extraído de la memoria 2021.

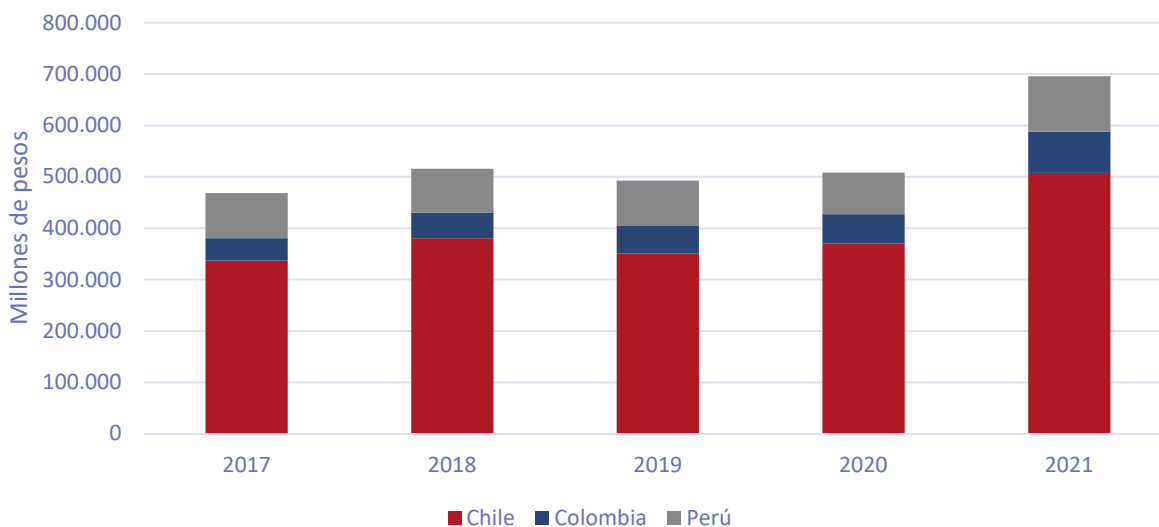


Ilustración 2: Distribución de los ingresos por país en millones (2017-2021)

Durante 2021, el 79,5% de la generación de EBITDA de la compañía provino de las operaciones en Chile seguidas en importancia por Colombia y luego Perú con un 12,4% y 8,0%, respectivamente (ver Ilustración 3). Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.

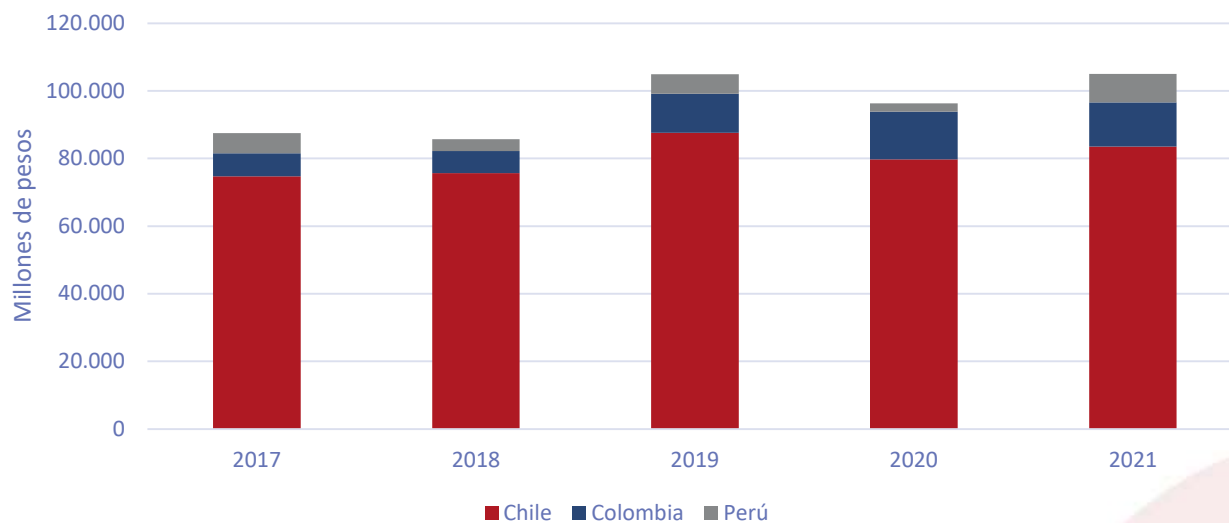


Ilustración 3: Evolución del EBITDA por país (2017-2021)

Descripción del negocio

Mercados en los que participa

El principal negocio de **Lipigas** es la comercialización de 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 que continúa realizando a la fecha.

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. Es el mercado más grande en términos de consumo.
- **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 producción de vapor, tratamientos térmicos, generación aislada o cogeneración eléctrica
- **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 (GLP)

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 tanques 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 2021, la compañía, en términos consolidados, distribuyó 740 mil toneladas de este gas, lo que representa un aumento del 8,0% respecto de las ventas del periodo anterior.

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 cuatro canales: venta directa, los distribuidores exclusivos, distribuidores franquiciados y los distribuidores multimarca. El gas envasado en Chile representó el 61,% de la distribución de las ventas para Lipigas.

- **Gas granel:** Suministro mediante recargas de gas en tanques que tienen capacidad desde 500 a 113.000 litros. El estanco 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. Las ventas GLP en Chile de granel en 2021 fueron de 38,7%.
- **Gas de medidor:** Está diseñado para abastecer a múltiples puntos de consumo independientes desde un estanco 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 (GN)

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 subterráneas 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 la adquisición y toma de control de la sociedad Limagas Natural Perú, el negocio de gas natural comprimido se basa en abarcar negocios que están fuera del ducto, lo que le permite diversificar la oferta para los clientes. En Colombia, se incorpora la filial Surcolombiana de Gas S.A. permitiendo distribuir gas natural a unos 50.000 clientes de los departamentos de Huila, Cauca y Putumayo. Con respecto a su uso, este tiene múltiples aplicaciones en diferentes sectores, desde la cocción de alimentos hasta transporte vehicular.

En Calama, la empresa cuenta con contratos para el suministro de este combustible con Engie Energía, empresa perteneciente a Solgas cuya matriz es la francesa Engie, Empresa nacional de Petróleo y Enel.

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 (GNL)

En 2014 la empresa comenzó la comercialización de gas natural licuado (GNL) en Chile, llevándolo a consumidores distantes de las redes de gas natural, el gas líquido ocupa 600 veces menos espacio que en estado gaseoso.

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.

En 2021 a su funcionalidad se adicionó en Chile el uso de GNL para los camiones de carga, debido a una alianza con Cervecerías AB InBev y transportes San Gabriel. Durante este año mantuvo sus 20 clientes activos entre las regiones de Coquimbo y Los Lagos.

Gas Natural Comprimido (GNC)

El GNC es gas natural comprimido a altas presiones, habitualmente entre 200 y 250 bar, permitiendo el almacenaje de grandes volúmenes en poco espacio. Es un combustible para uso industrial y vehicular que, por ser ambientalmente limpio, es considerado una alternativa sustentable para la sustitución de combustibles líquidos tradicionales. Su transporte se realiza vía terrestre ocupando contenedores modulares de esta forma llega a clientes en zonas donde no existan gasoductos convencionales.

Energía eléctrica

Lipigas participa en el mercado de la comercialización eléctrica con soluciones personalizadas para industrias y comercios, para quienes pueden optar a ser clientes libres, y proyectos de cogeneración basados en gas licuado y gas natural licuado. En 2017, inicia operaciones en la industria de generación eléctrica, en 2018, adquiere el 65% de Marquesa GLP SpA. dedicada al desarrollo, construcción y operación de plantas de generación eléctrica.

Durante 2021, la compañía comercializó 121 GWh, con 17 clientes y 29 empalmes, durante el mismo año concreta el ingreso al negocio de la energía solar distribuida al adquirir el 80% de la propiedad de Four Trees.

Distribución geográfica de sus flujos

Chile

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

Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP en promedio de los últimos cinco años son de 1,31 millones de toneladas anuales, siendo para 2021 1,41 millones de toneladas (ver Ilustración 4).

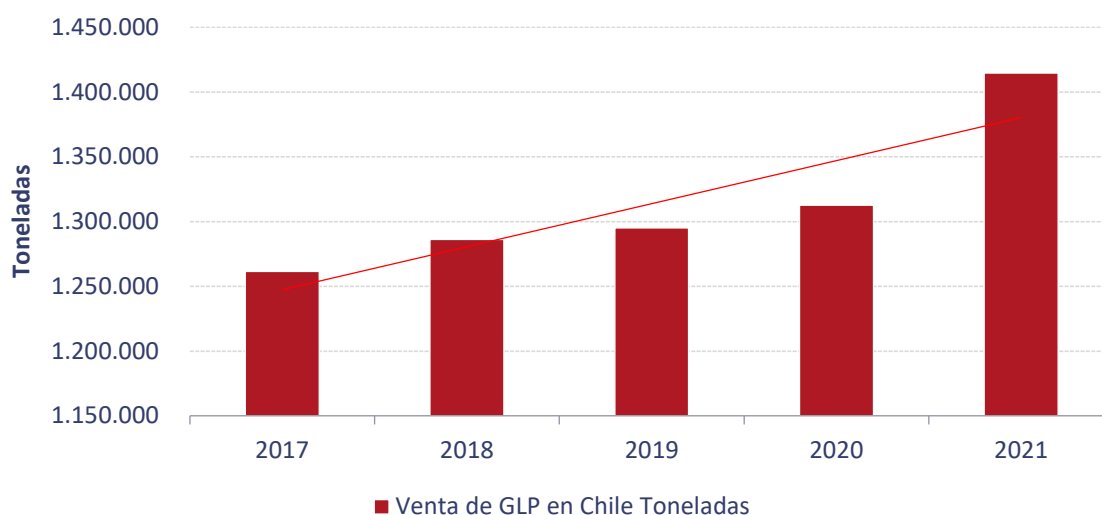


Ilustración 4: Evolución de las ventas totales de GLP en Chile (2017-2021)

De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, alrededor del 65,9% corresponde a envasado y un 34,0% a granel, 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 5. El mes con mayor consumo durante el año 2021 fue julio con 160.464 toneladas lo que representa una diferencia de 85,0% respecto a enero del mismo año, el mes con menores ventas.

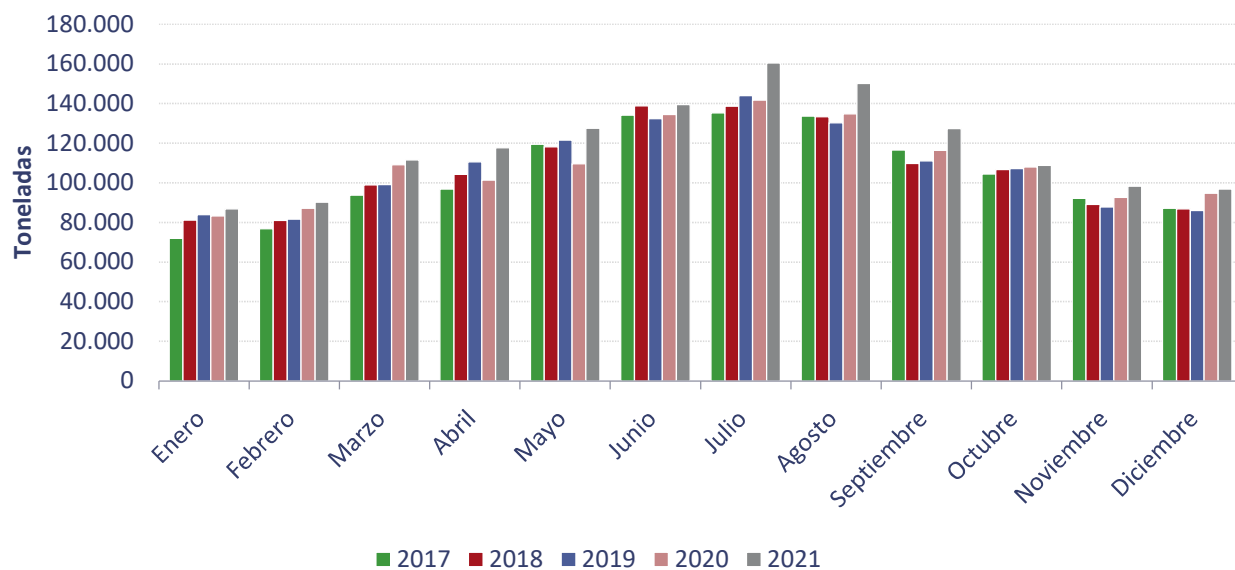


Ilustración 5: Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile (2015-2021)

En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación del producto; su abastecimiento corresponde principalmente a importación marítima con un 68,4%, el resto del producto importado vía terrestre representó el 10,2%, dejando a las compras locales con un 21,4%.

Lipigas cuenta con más de 60 años de presencia en la industria de GLP chileno. Su participación de mercado ha presentado una moderada tendencia a la baja en los últimos cinco años. Actualmente, posee una participación de igual a 34,5%¹⁰ (ver Ilustración 6).

¹⁰ Dato proporcionado por la empresa en base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

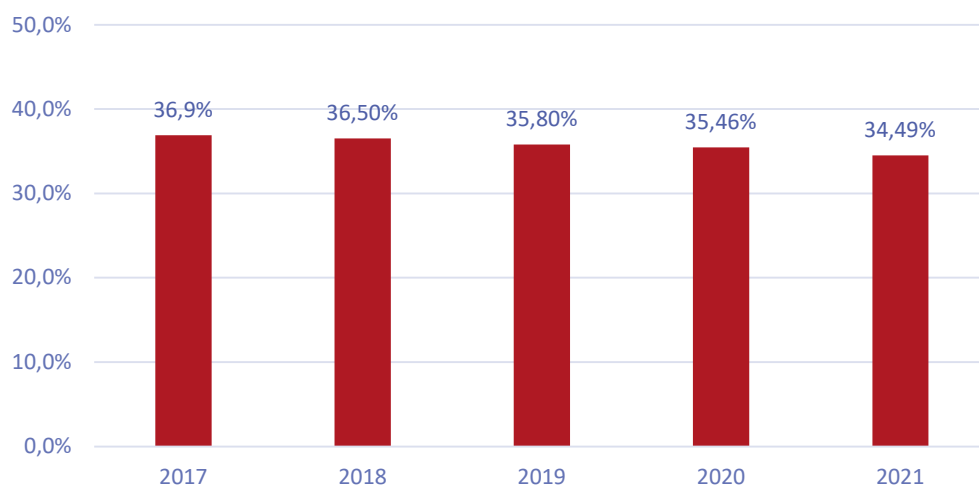


Ilustración 6: Evolución de la participación de mercado de Lipigas en Chile (2017-2021) (escala ajustada a 50%)

Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 13 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 30 centrales de reparto directo a lo largo del país.

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.

Lipigas mantiene durante 2021 dos terminales de recepción, almacenamiento y despacho de GLP, luego de la puesta en marcha del contrato de Oxiquim con el puerto de Mejillones, el cual durará hasta el 2040. Esto le permite a la compañía almacenar hasta 29 mil toneladas de GLP en las instalaciones del terminal marítimo de Quintero y se espera importar de forma directa cerca de 60 mil toneladas de GLP al año. De manera adicional, en 2021, **Lipigas** se abasteció importando un 68,3% del gas desde Estados Unidos, un 21,4% de Gasmar y Enap y, por último, de un 10,2% de Argentina y Perú.

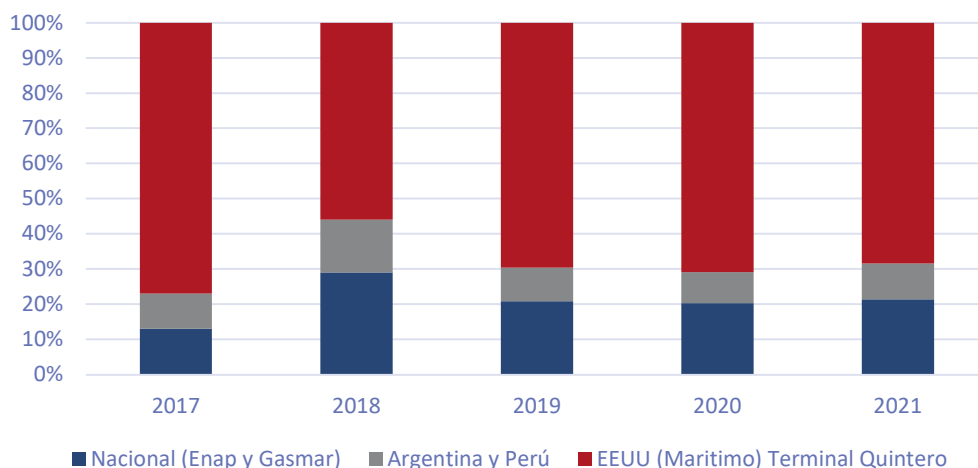


Ilustración 7: Evolución de la matriz de abastecimiento (2017-2021)

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, dedicada a la venta y distribución de GLP envasado, Rednova y Surgas, encargada de la distribución de gas por redes y por último Pipegas, que comercializa gas envasado. Con esta cobertura de Chilco y sus filiales, en 2021 cubrieron el 94% de total de departamentos del país.

La filial colombiana de Lipigas, Chilco, en 2021 alcanzó los 685 mil clientes de GLP con un aumento de 43,9% en relación al año anterior. Con respecto a las ventas se puede observar un alza de un 15,6% con respecto al año anterior llegando en 2021 a un total de 113.562 toneladas de GLP (Ver Ilustración 8).

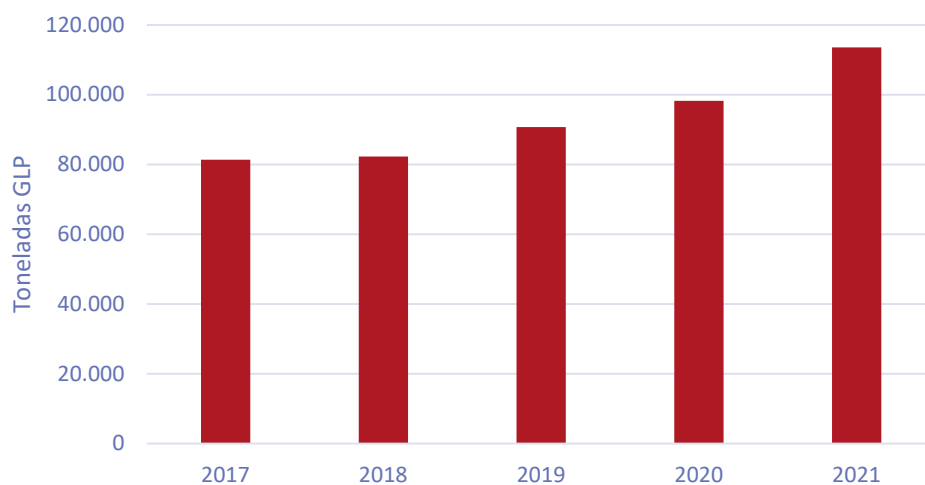


Ilustración 8: Evolución de las ventas de GLP Chilco (2017-2021)

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 19 plantas de almacenamiento y envasado, junto con 17 depósitos y un terminal de importación situado en Cartagena.

La empresa y sus filiales han logrado tener presencia en el 94% de los departamentos del país, con una participación de mercado igual a 15,8% (ver Ilustración 9).

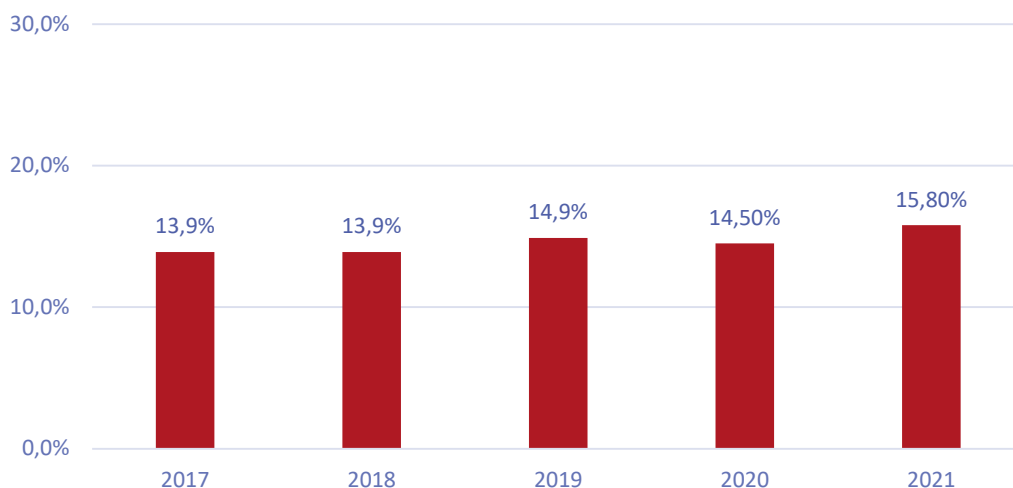


Ilustración 9: Evolución de la participación de mercado en Colombia (2017-2021) (escala ajustada al 30%)

La estrategia de abastecimiento de GLP, por parte de **Lipigas**, no difiere de la realidad nacional y es realizada, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol que representa individualmente el 80% de las compras que hace **Lipigas** en el país. El 2% es suministrado vía marítima al Puerto de Cartagena desde el Golfo de México, en tanto que el 18% restante por otras fuentes.

Perú

Durante 2013, la empresa **Lipigas** ingresó al mercado peruano, a través de la compra de la comercializadora de GLP envasado Lima Gas, además, comercializa a granel con las marcas de Caserito y Zafiro. En este país se vende y distribuye GNC para industriales y estaciones de servicio. Desde fines de 2018, comercializa GNL para clientes de alto consumo.

La empresa en Perú posee una cobertura del 63% de los departamentos del país y una red compuesta por 451 distribuidores. En el año 2021 vendió gas en cilindro a 581 mil clientes residenciales (595 mil en 2020) y a 551 comercios con el producto envasado (464 en 2020). En el caso del GLP a granel, en 2021 atendió a 1.306 clientes (1.382 en 2020), entre comerciales y grandes clientes industriales y montacargas.

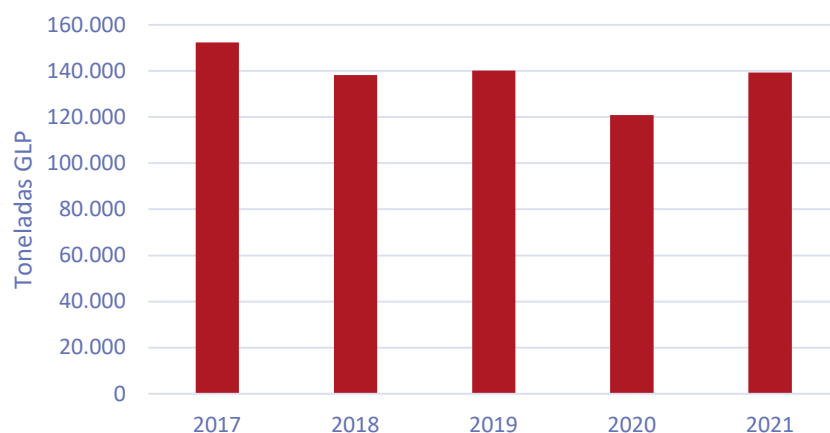


Ilustración 10: Evolución de las ventas de GLP mercado en Perú, de Lima Gas (2017-2021)

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. Actualmente, el principal productor de GLP en Perú es el consorcio Camisea, integrado por diversas empresas, quien tiene el 72% 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 tres marcas: Lima Gas, Caserito y Zafiro, respectivamente. Con estas marcas, la empresa tiene una participación mercado que alcanza a 7,0%.

Para comercializar sus productos, Lima Gas posee ocho plantas envasadoras, un centro de distribución y ventas y dos plantas de compresión.

En Perú la distribución de sus ventas en el año 2021 fue de 139 mil toneladas de las cuales el 54% corresponde a producto envasado y un 46% a gas granel.

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 el productor y comercializador más importante es la estatal Petroperú. También importa GLP de Bolivia. Con respecto a sus ventas de GN, son abastecidas principalmente por Calidda, Contugas, Quavii y Shell.

Análisis financiero¹¹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2017 y 2021.

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Las variaciones en los ingresos de la compañía obedecen tanto al volumen comercializado como al precio del combustible; así en el ejercicio de 2021 el ingreso llegó a \$ 716.705 millones¹² con un aumento de 30,8% respecto al año 2020, esto dado los mayores volúmenes de venta, pero principalmente por el alza en los precios internacionales de la materia prima que fueron traspasados, en gran medida, al precio de venta.

Con todo lo anterior, para 2021 la ganancia bruta creció en un 3,7% respecto al año anterior, sin embargo, dada el alza en los costos de venta en 46,7%, la compañía finalizó el periodo con un margen bruto de 29,3%, inferior a los 37,0% presentado en el año 2020. Mientras que el EBITDA de la compañía presentó un aumento de 4,5%, finalizando el periodo con un margen EBITDA de 15,1%, apreciable en la ilustración 11.

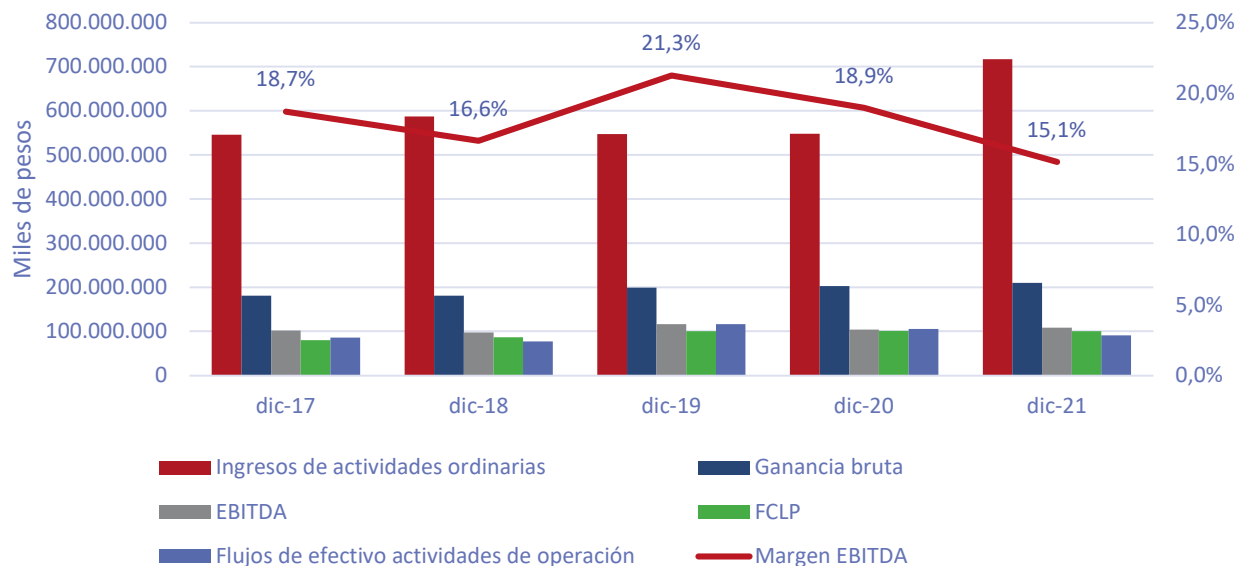


Ilustración 11: Evolución de Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA (2017-2021)

¹¹ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

¹² Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Evolución del endeudamiento

La deuda financiera de la compañía, a 2021, totalizó \$ 277.394 millones¹³, lo que representa un aumento de 13,1% respecto del año 2020, debido a mayores obligaciones con el público y aumento en los arrendamientos financieros. No obstante, ante las importantes variaciones de la inflación, en junio de 2021 la compañía ha decidido tomar coberturas sobre el valor de la UF por 10 años en relación a la totalidad de la deuda en bonos, para cubrir los mayores gastos financieros. En tanto, existe un incremento de la deuda compensado por una cuenta de activo no corriente, cobertura que, a fines de 2021, generó un activo financiero no corriente de \$ 17.415 millones.

A pesar de este crecimiento de los pasivos financieros, la empresa mantiene un bajo endeudamiento relativo, medido en relación con su generación de flujos, situando el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA en 2,6 veces en 2021. Mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo¹⁴ (FCLP) es 2,8 veces a la misma fecha.

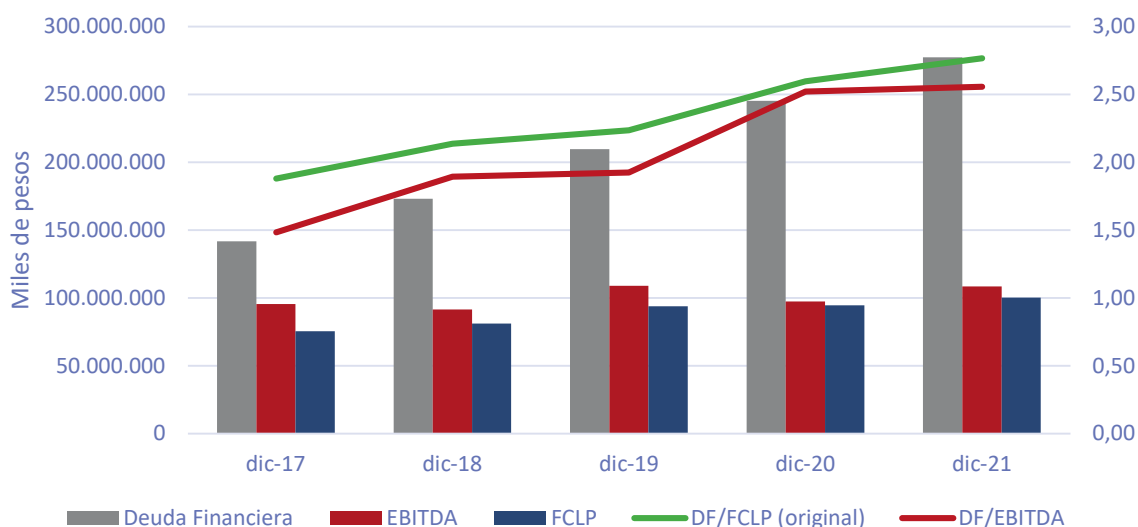


Ilustración 12: Evolución de endeudamiento (2017-2021)

Incluso asumiendo que los flujos del emisor se mantengan constantes en el futuro, el perfil de vencimientos de la deuda muestra claras holguras en todos los periodos evaluados, salvo el año 2040 y 2044 donde se amortizan un bonos *bullet* (ver Ilustración 13); en todo caso, la clasificadora no visualiza riesgo elevado para el refinanciamiento de este vencimiento, tanto por el crecimiento natural esperado en los flujos como

¹³ Incluye pasivos por arrendamiento financieros

¹⁴El 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.

por la factibilidad de conseguir nuevos financiamientos (ello dado la elevada viabilidad de largo plazo del emisor).

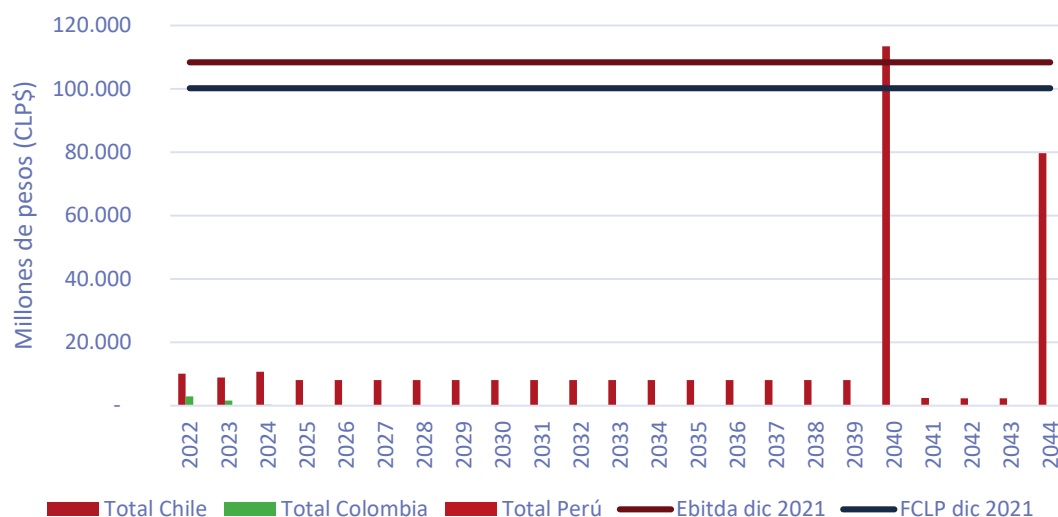


Ilustración 13: Evolución perfil de vencimiento

Evolución de la liquidez

La razón circulante exhibe un aumento entre el año 2018 y 2020, pasando de 0,98 veces a 1,87 veces (ver Ilustración 14); sin embargo, para 2021, aun cuando se mantiene elevado el indicador, se aprecia una disminución respecto a 2020, llegando a 1,63 veces dado un mayor aumento en los pasivos financieros.

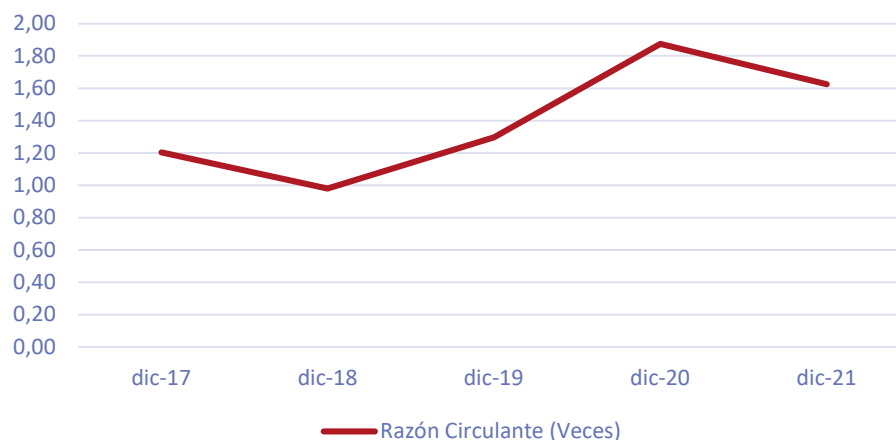


Ilustración 14: evolución de la razón circulante (veces) (2017-2021)

Evolución de la rentabilidad¹⁵

Hasta 2020 los indicadores de rentabilidad mostraron un sesgo a la baja, situación que se revierte en 2021 alcanzando una rentabilidad total del activo de 7,78%; por su parte la rentabilidad operacional fue de 12,61% y la rentabilidad sobre patrimonio de 27,47% (ver Ilustración 15).

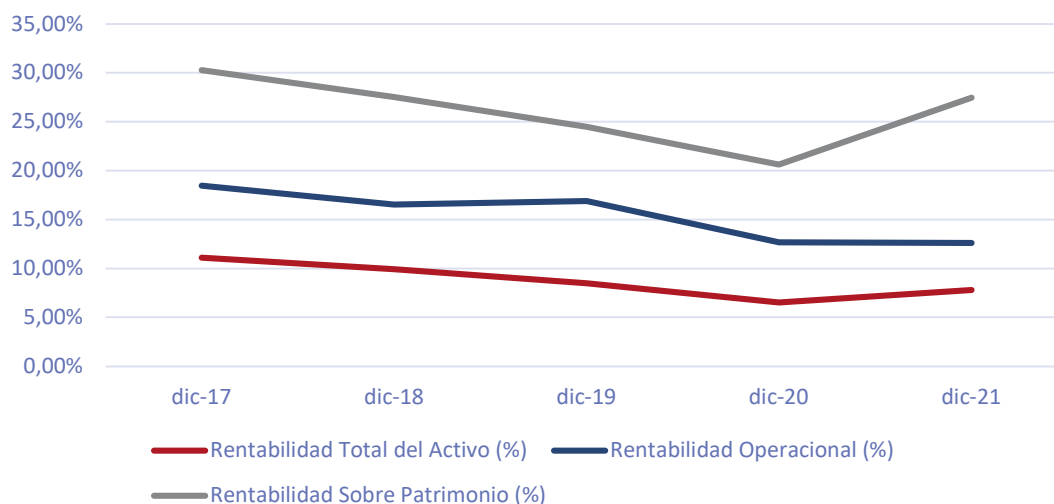


Ilustración 15: Evolución de las rentabilidades (%) (2017-2021)

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio para los últimos nueve meses hasta enero 2022:



Ilustración 16: Presencia Promedio (%) (ene2022)

¹⁵ 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.

Covenants financieros

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a dic 2021
Endeudamiento financiero neto	Inferior a 1,5 veces	1,15
Patrimonio mínimo	Mayor a \$ 110.000 millones	\$ 168.814 millones

Ratios financieros¹⁶

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez (veces)	1,61	1,54	1,75	1,78	1,53
Razón Circulante (Veces)	1,20	0,98	1,30	1,87	1,63
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,20	0,98	1,30	1,87	1,63
Razón Ácida (veces)	0,81	0,72	0,96	1,55	1,22
Rotación de Inventarios (veces)	16,21	16,06	14,27	14,29	16,17
Promedio Días de Inventarios (días)	22,51	22,73	25,58	25,55	22,58
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	13,49	12,56	12,46	14,02	13,33
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	27,05	29,06	29,29	26,03	27,38
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,41	8,30	7,82	7,02	8,48
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	49,27	43,97	46,69	51,96	43,02
Diferencia de Días (días)	22,23	14,91	17,39	25,93	15,64
Ciclo Económico (días)	-0,29	-7,82	-8,18	0,38	-6,94

¹⁶ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021
Endeudamiento (veces)	0,63	0,65	0,66	0,70	0,73
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,72	1,82	1,95	2,37	2,70
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,30	0,43	0,24	0,22	0,26
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,48	1,89	1,92	2,52	2,56
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,67	0,53	0,52	0,40	0,39
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	52,79%	57,09%	60,59%	62,34%	60,94%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	10,50	8,97	6,52	5,08	5,58

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto (%)	33,18%	30,79%	36,34%	36,96%	29,30%
Margen Neto (%)	9,11%	8,07%	8,21%	6,89%	6,63%
Rotación del Activo (%)	120,58%	117,13%	97,98%	91,80%	114,86%
Rentabilidad Total del Activo (%)	11,11%	9,93%	8,48%	6,54%	7,78%
Inversión de Capital (%)	206,16%	200,09%	220,32%	227,83%	242,75%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	41,31	-298,07	26,18	8,30	12,31
Rentabilidad Operacional (%)	18,47%	16,53%	16,88%	12,68%	12,61%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	30,30%	27,54%	24,50%	20,64%	27,47%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	62,20%	64,87%	57,20%	56,28%	65,31%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	66,82%	69,21%	63,66%	63,04%	70,70%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	5,89%	5,54%	6,81%	8,83%	6,48%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	46,78%	41,92%	44,12%	36,48%	40,34%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	18,68%	16,62%	21,26%	18,95%	15,13%

Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	9,77%	8,76%	7,69%	6,20%	4,03%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	90,14%	81,94%	74,99%	77,93%	76,56%

"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."