



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Empresas Lipigas S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Mayo 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	AA Desfavorable
Acciones (LIPIGAS) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	Marzo de 2024 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 G (BLIPI-G)	N° 881 de 29.12.2017 Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos de activ. ordinarias	492.869.463	508.164.262	695.411.103	854.711.153	739.486.999	184.967.913
Costo de ventas	-313.665.183	-320.353.826	-492.482.021	-635.706.217	-498.948.182	-126.801.811
Ganancia bruta	179.204.280	187.810.436	202.929.082	219.004.936	240.538.817	58.166.102
Gastos de adm. y distr.	-80.349.043	-98.657.510	-100.890.018	-115.380.829	-120.185.060	-31.124.579
Resultado operacional	98.855.237	89.152.926	102.039.064	103.624.107	120.353.757	27.041.523
Costos financieros	-8.915.114	-9.369.643	-11.577.905	-15.902.229	-23.839.692	-4.730.648
Utilidad del ejercicio	40.473.277	34.997.243	45.999.013	39.908.388	38.074.832	9.450.687
EBITDA	104.872.448	96.274.365	104.479.905	110.340.079	125.372.147	29.131.084

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	83.335.307	132.617.923	151.281.267	159.742.997	214.386.660	235.640.994
Activos no corrientes	425.859.654	426.629.684	472.701.969	536.497.555	520.972.887	539.538.608
Total activos	509.194.961	559.247.607	623.983.236	696.240.552	735.359.547	775.179.602
Pasivos corrientes	64.277.110	70.737.368	93.632.821	107.652.361	112.945.964	133.204.913
Pasivos no corrientes	272.575.432	322.660.222	358.668.345	410.215.367	424.830.172	427.983.879
Total pasivos	336.852.542	393.397.590	452.301.166	517.867.728	537.776.136	561.188.792
Patrimonio total	172.342.419	165.850.017	171.682.070	178.372.824	197.583.411	213.990.810
Total patrimonio y pasivos	509.194.961	559.247.607	623.983.236	696.240.552	735.359.547	775.179.602
Deuda financiera	204.103.596	245.230.460	277.394.110	323.728.771	331.939.974	333.604.861

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2024, 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.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Empresas Lipigas S.A. (Lipigas) distribuye y comercializa gas licuado a clientes residenciales, comerciales e industriales, abasteciendo al 99% de las comunas de Chile. También, aunque en menor medida, distribuye gas natural desde Arica a Los Lagos. 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.

Además, 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 2023, ingresos ordinarios por \$ 739.487 millones y un EBITDA por \$ 125.372 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 6,5% en el peruano. A fines del mismo año, Chile, Colombia y Perú originaron el 71,5%, 12,1% y 16,3% de los ingresos, respectivamente, por otro lado, la deuda financiera de la compañía ascendió a \$ 331.940 millones en diciembre 2023. En el primer trimestre de 2024, los ingresos alcanzaron \$ 184.968 millones, el EBITDA \$ 29.131 millones y la deuda financiera \$ 333.605 millones.

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 acotado riesgo de no pago, motivado tanto por las características del producto (bien esencial de primera necesidad) y la modalidad de las ventas. 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**, ostentando una importante posición en la industria.

Otro elemento que incorpora la clasificación es la experiencia de la compañía, considerando su trayectoria en la industria y el crecimiento consistente en sus operaciones, sustentado en su amplia red de operaciones. Asimismo, presenta 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).

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

flujos que ha demostrado la compañía en la última década en el extranjero, junto con la participación en nuevos negocios ligados con el mercado de comercialización eléctrica y soluciones personalizadas para sus clientes en este ámbito.

Otro factor relevante en la clasificación de riesgo es el perfil de vencimientos de la deuda financiera, permitiendo una aceptable capacidad de pago, incluso si hubiese un deterioro de sus resultados. No obstante, se reconoce la existencia de un bono *bullet* en 2040, susceptible de refinanciar considerando que los flujos actuales alcanzan a cubrir gran parte de dicho vencimiento.

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. Sin embargo, la señalada rentabilidad podría servir de incentivo para que nuevos operadores entren a la industria, más allá de las barreras de entrada mencionadas, aunque se reconoce que han ido disminuyendo en los últimos años. Además, de acuerdo con lo expuesto en el plan estratégico, **Lipigas** se ha planteado como una empresa de soluciones energéticas, negocios que tienen oportunidad de crecimiento, si bien se estima que podrían tardar en consolidarse a futuro debiesen tomar mayor relevancia en los flujos aportando en una mayor diversificación.

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 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 otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por participar en una industria que está expuesta a avances tecnológicos del sector energético, con altos grados de competencia de la industria, y los cambios regulatorios que podrían afectar al sector. Si bien la agenda energética del Gobierno se había enfocado en modificaciones al marco legal del gas natural por redes, últimamente se ha incrementado la probabilidad de cambios a las normativas del sector de gas licuado.

Por su parte, la clasificación de las acciones de la sociedad en "*Primera Clase Nivel 3*" se debe a que posee un contrato de *market maker* (Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A. 01/06/2021 – 19/05/2024). En términos de presencia promedio presenta una presencia a marzo de 2024 de 9,6%.

La perspectiva se califica en "*Desfavorable*", considerando que, a pesar de la sólida solvencia de la empresa, los indicadores de rentabilidad han presentado una baja en relación con los exhibidos al momento de asignarse la clasificación en "*Categoría AA*". Así, si la rentabilidad de los activos estuvo sobre el 8% anual hasta el año 2019, el indicador desciende en los ejercicios siguientes hasta valores bajo el 6% en 2023, aunque se observa una recuperación en marzo de 2024 (últimos doce meses) llegando a 6,2% (superando los niveles exhibidos en 2022 y 2023). Estos cambios llevan a que los niveles de endeudamiento relativo del emisor, según la métrica de la metodología de **Humphreys**, se sitúen bajo los límites compatibles con la categoría de riesgo actualmente asignada si es que la compañía no vuelve a los retornos observados en el pasado. En consecuencia, aun cuando la compañía presenta una elevada capacidad de pago, la nota podría ser revisada si los *ratios* de rentabilidad y, por ende, de generación de flujos a deuda financiera, no se alinean con una "*Clasificación AA*".

En términos de *ESG*², la sociedad cuenta, desde 2022, con un plan de sustentabilidad y cambio climático cuya finalidad es abordar la descarbonización de las operaciones desde dos ámbitos: el primero es la mitigación de los efectos del cambio climático y reducción de las emisiones de gases de efectos invernadero; y el segundo es la adaptación orientada a limitar los impactos, reducir sus vulnerabilidades e incrementar su resiliencia frente al cambio climático. Durante 2023 se efectuó una revisión de este plan con el fin de actualizarlo y mejorar las decisiones estratégicas. A cargo del cumplimiento de este plan y de la descarbonización están la gerencia de operaciones y la gerencia de seguridad y medio ambiente. Por su parte, tanto en Colombia como en Perú, siguen los lineamientos y experiencias chilenas para avanzar en sus propios procesos. Adicionalmente, la entidad considera como guía estratégica los objetivos de desarrollo sostenible de Naciones Unidas, manteniendo una medición de su aporte respectivo estructurado y definido (lo cual se desglosa en la memoria anual).

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 acotado riesgo de no pago.
- Oportunidad Perú y Colombia.
- Aceptable 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).
- Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores.
- 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 marzo 2024

En términos nominales, durante el primer trimestre de 2024, la compañía obtuvo ingresos por \$ 184.968 millones, lo que representa un alza de 18,1%, respecto de igual periodo en 2023. Lo anterior se fundamenta principalmente en el alza en los precios internacionales de los productos derivados del petróleo al que

² Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos

están referidos los precios de venta, por mayor volumen de venta y por la revaluación del sol peruano y peso colombiano respecto al peso chileno.

Los costos de venta de la compañía sumaron un total de \$ 126.802 millones, lo que significa un incremento de 12,0% con respecto 2023, principalmente por alzas en el costo en la compra de gas.

De esta manera, la ganancia bruta de la empresa alcanzó \$ 58.166 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 33,9% respecto al año anterior.

Los gastos de administración y los costos de distribución en conjunto se incrementaron un 16,4%, mientras que los otros gastos por función lo hicieron en un 10,2% (compensado en parte por un alza de otros ingresos), por lo que el EBITDA alcanzó \$ 29.131 millones, lo que se compara favorablemente con el del año anterior donde alcanzó \$ 18.697 millones (alza de 55,8%). En consecuencia, el margen EBITDA exhibió un alza relevante al pasar de 11,9% en marzo de 2023 a 15,7% en marzo de 2024.

La firma cuenta con \$ 775.180 millones en activos, financiados con \$ 561.189 millones de pasivos y \$ 213.991 millones de patrimonio. Por su parte, la deuda financiera de la compañía finalizó en \$ 333.605³ millones, un 0,5% superior al año anterior.

Resultados 2023

En términos nominales, durante 2023, la compañía obtuvo ingresos por \$ 739.487 millones, lo que representa una disminución de un 13,5%, respecto de 2022. Lo anterior se fundamenta principalmente en menores precios de venta asociados a la disminución de los precios de compra internacionales del gas, y en menor medida por menor volumen de ventas, asociado un invierno con mayores temperaturas promedio respecto año anterior.

Los costos de venta de la compañía sumaron un total de \$ 498.948 millones, lo que significa una baja de 21,5% con respecto 2022, principalmente por menor costo en la compra de gas.

De esta manera, la ganancia bruta de la empresa alcanzó \$ 240.539 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 9,8% respecto al año anterior.

Los gastos de administración y los costos de distribución en conjunto se incrementaron un 4,2%, mientras que los otros gastos por función lo hicieron en un 12,8% (compensado en parte por un alza de otros ingresos), por lo que el EBITDA alcanzó \$ 125.372 millones, lo que se compara favorablemente con el del año anterior donde alcanzó \$ 110.340 millones (alza de 13,6%). En consecuencia, el margen EBITDA exhibió un alza relevante al pasar de 12,9% en 2022 a 17,0% en 2023.

Por su parte, Las operaciones en Chile contribuyeron con el 76,2% del EBITDA total, mientras que Perú y Colombia lo hicieron con 10,7% y 13,1%, respectivamente.

La firma cuenta con \$ 735.360 millones en activos, financiados con \$ 537.776 millones de pasivos y \$ 197.583 millones de patrimonio. Por su parte, la deuda financiera de la compañía finalizó en \$ 331.940⁴

³ Incluye pasivos por arrendamientos financieros

⁴ Incluye pasivos por arrendamientos financieros

millones, un 2,5% superior al año anterior.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA

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

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 Desfavorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver desmejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Estabilidad de sus mercados y bien esencial: La empresa se desenvuelve principalmente en el sector de gas licuado, bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas ante crisis o variaciones en el consumo de la población. Cabe mencionar, que el coeficiente de variación de la venta de GLP en los últimos cinco años en Chile es acotado, alcanzando un valor de 4,5%, lo cual es inferior al que exhibió la actividad (Producto Interno Bruto) en el mismo periodo (5,4%).

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 a 2,25% 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 prácticamente en todo el territorio nacional (99% de presencia nacional de acuerdo con datos de memoria 2023). En los hechos, en 2023 la Región Metropolitana representó el 24,9% del total de ventas locales (17,8% del total de ventas consolidado), seguido por la Región de Valparaíso con 13,5% de las ventas locales (9,7% del

total consolidado). Cabe mencionar, que las ventas en Colombia y Perú contribuyen a incrementar la diversificación geográfica con una importancia en los ingresos del 12,1% y 16,3%, respectivamente. Con respecto a las ventas en el extranjero, se reconoce positivamente que en la última década se exhiben mayores grados de diversificación, de modo que las ventas que representaban más del 84,5% del total en Chile en 2013, a la fecha explicaron cerca de un 71,5% (en 2023).

Por otro lado, la entidad ha ido incorporando nuevos negocios en el sector de energía que permitirán fortalecer la diversificación de flujos. En lo más reciente se constituyó la filial EVOL SpA, la cual tiene por objeto, entre otros, agrupar y/o desarrollar los negocios relacionados a la energía eléctrica tales como la comercialización de energía eléctrica, la provisión de servicios de eficiencia energética, la generación eléctrica renovable y la asesoría en proyectos eléctricos.

Baja concentración de clientes y acotado riesgo de no pago: La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes y además un muy bajo riesgo de no pago. En los hechos, no presenta clientes que concentren individualmente más del 2% de ingreso total de la compañía (situación que se mantiene en el tiempo).

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 (en línea con el mercado, e inferior que otras empresas de servicios básicos⁵).

Según información de la memoria anual, se estima que **Lipigas** atendió, en 2023, a más de 2,8 millones de clientes con gas envasado en cilindro en Chile, adicionalmente abasteció con GLP a más de 234 mil clientes residenciales vía medidor y gas granel. Si se incorporan los tres países donde está presente la sociedad, durante 2023, abasteció a más de 4 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 de crecimiento (en 2010 **Lipigas** inició un camino de internacionalización, expandiendo sus operaciones a Colombia y Perú, junto con ampliar su actividad a otro tipo de energías, como el gas natural y la generación eléctrica, incluyendo alternativas de origen no convencional). Al respecto, según información publicada por la sociedad en su memoria, a la fecha alcanza una cobertura territorial del 94% de los municipios de Colombia y el 63% de las provincias en Perú, proyectando un importante potencial de crecimiento en estos países, por lo que mantiene una estrategia de seguir aumentando su participación en esos mercados.

En términos concretos, en Perú, el consumo de GLP ha crecido sostenidamente dado el mayor desarrollo que ha experimentado el país y por subsidios estatales, en el caso de las familias más pobres, medida que incentiva su consumo. De esta manera, de acuerdo con datos del Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería, al analizar las ventas de GLP registradas en Perú, en los últimos diez años se exhibe una

⁵ Se hizo la comparación con algunas empresas de servicios básicos tales como Enel Distribución, CGE y Aguas Andinas.

marcada tendencia al alza. Por su parte, en Colombia, el consumo per cápita es menor en comparación a otros países de la región⁶.

Según estimaciones del Banco Mundial (última información disponible, en 2022), Chile tiene un PIB per cápita⁷ igual a US \$ 31.437 y una población cercana a los 19,6 millones de personas mientras que Colombia tiene un PIB per cápita de US \$ 20.952 y una población equivalente a 51,9 millones de personas. Por otro lado, Perú exhibe un PIB per cápita de US \$ 15.053 y una población de 34,1 millones de personas. En síntesis, Colombia y Perú son mercados grandes (considerando las características de los productos ofrecidos por la compañía; de primera necesidad), que todavía cuentan con un importante potencial de crecimiento en comparación a Chile. Complementariamente, según las proyecciones del Banco Mundial (Informe Económico América Latina y el Caribe, abril 2024), en 2024 se espera un crecimiento de 1,3% para Colombia, 2,7% para Perú, y crecimiento de 2,0% para Chile.

Amplia experiencia: La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de más de 74 años (**Lipigas** se conformó en 1950 en Chile, a partir de la distribuidora de gas licuado de Valparaíso, la que posteriormente se une con tres empresas comercializadoras del producto establecidas en otras regiones del país), 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 la pandemia con sus efectos posteriores en la economía.

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 (esto quiere decir que en la actualidad cada uno vota de forma independiente; por su parte la propiedad se mantiene intacta a la fecha).

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros a través de venta directa con más de 500 distribuidores a nivel nacional, 138 en Colombia y 379 en Perú (según información de la memoria anual).

Además, posee 37 plantas de almacenamiento y envasado de GLP (13 plantas GLP en Chile, 16 en Colombia y ocho en Perú), 92 operaciones de venta y depósitos (72 operaciones de reparto directo en Chile; 19 depósitos en Colombia, 1 depósito en Perú) y tres instalaciones de importación marítima de producto (dos plantas en Chile y una en Colombia).

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

⁶ De acuerdo con información disponible en *CIA World Factbook*.

⁷ Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA), a precios internacionales actuales.

no excede los \$ 28.532 millones, en relación con su Flujo de Caja de Largo Plazo (ajustado por el efecto neto de los derivados) que alcanzó los \$ 100.489 millones en 2023 (por su parte el EBITDA de 2023 fue igual a \$ 127.585 millones) siendo bastante superior a las deudas hasta ese año. Incluso con su Flujo de Caja de Largo Plazo la compañía cubre 77% de la deuda en 2040 (el EBITDA cubre un 98% para ese año) y alcanza a cubrir el pago del año 2044, siendo estos desembolsos por \$ 129.820 millones y \$ 99.492 millones, respectivamente. Además, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

Además, a la fecha favorece la capacidad de pago de la deuda la liquidez generada por las coberturas sobre el valor de la UF (se liquidó la porción vencida del *cross currency swap*, recibiendo fondos por \$ 36.887 millones, reflejados en efectivo y equivalentes como inversiones de corto plazo).

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 35% en la venta de GLP (según información proporcionada por la compañía, en base a datos publicados por SEC), sin mayor variación en los últimos años, posicionándose como la segunda empresa con mayor participación. De manera adicional, según lo declarado por la entidad, en Colombia Lipigas cuenta con una participación de 15,8% y en Perú de 6,5%.

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 y que sirve de referencia para los precios internacionales del GLP) creció un 57,7% en 2017 (año donde los costos aumentaron 18,7%) luego de una baja de 56,1% en 2015 (año donde los costos se redujeron un 27,4%). Posteriormente, en 2021 se presenta un aumento de 125,1% (con un alza de 53,7% en costos) mientras que en 2022 se exhibió un alza de 5,9% (alza de 29,1% en costos). Sin embargo, a pesar del efecto generado sobre los costos, considerando que sus variaciones (entre 2015 a la fecha) cuentan con una alta correlación positiva (superior al 90%) en relación a las variaciones del índice, se reconoce la capacidad de traspaso de precios al mercado, considerando que la ganancia bruta y el EBITDA se han mantenido relativamente estables en el tiempo.

Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores: A partir de los altos grados de concentración de la industria propios de un sistema de mercado oligopólico (negocio de distribución de GLP), se debiese tender a generar mayor nivel de rentabilidad con relación a otros rubros, lo que podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas. No obstante, se reconoce que las rentabilidades han disminuido en los últimos años y los altos montos de inversión actúan como barrera de entrada de nuevos competidores.

Riesgo regulatorio: Posibles cambios regulatorios 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 ejemplo de lo anterior es la ley N°20.999 la cual modificó a la anterior Ley de Servicios de Gas, principalmente para acotar los niveles de rentabilidad.

En lo más reciente, resalta 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.

Por otro lado, en 2020 la Fiscalía Nacional Económica de Chile (FNE) anunció el inicio de un estudio del mercado del gas, para efectos de determinar el adecuado funcionamiento del sector desde el punto de vista de la libre competencia. A partir de esto, se desarrolló un proyecto de ley enfocado en las recomendaciones de dicho estudio ("mejora la competencia y perfecciona el mercado del gas licuado"), proponiendo medidas como desintegración vertical, acceso al servicio de envasado para nuevos competidores, prohibición de cláusulas de exclusividad, establecimiento de intercambiabilidad de cilindros con un sistema de trazabilidad, entre otras. Este proyecto (con fecha de ingreso junio de 2023), actualmente se encuentra en una primera fase de desarrollo; primer trámite constitucional.

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.

Sin perjuicio de lo anterior, beneficia el hecho de que 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. Lo anterior se refleja en 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 compañía para ese entonces. 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 soberano⁸ de Chile es A- y el de Colombia y Perú de BBB, respectivamente de acuerdo a estadísticas publicadas por la CMF). 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. En 2023, los ingresos provenientes de Colombia y Perú representaron el 12,1% (11,6% en 2022) y 16,3% (17,8% en 2022) del total, respectivamente.

⁸ Considera el menor *rating* asignado por las principales clasificadoras internacionales.

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 Chile (en la ciudad de Calama, Región de Antofagasta, y en las comunas de Osorno y Puerto Montt, en la Región de Los Lagos), 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. Hasta 2020, mediante pacto de accionistas, estas familias eran las controladoras de **Lipigas**, manteniéndose en la propiedad con voto independiente sin el pacto de acción conjunta. A continuación, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Lipigas** según información de la memoria anual:

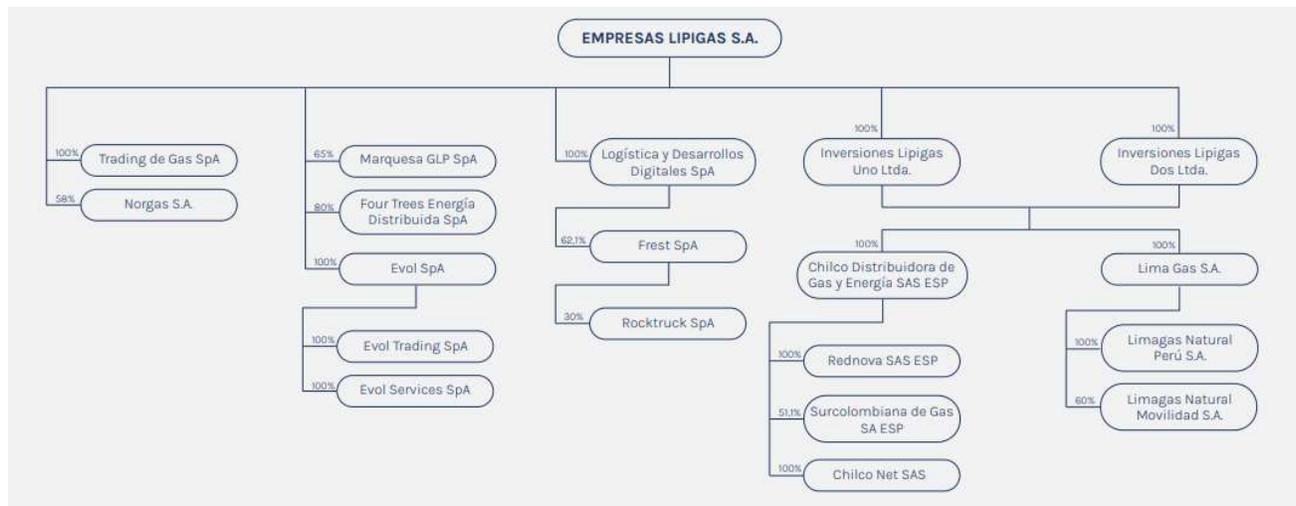


Ilustración 1: Estructura corporativa Lipigas

Composición de los flujos

En 2023 los ingresos generados en Chile representaron un 71,5% del total, mientras que Colombia el 12,1% y las operaciones en Perú un 16,3%. Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades. En términos nominales se exhiben alzas de las ventas en 2021 y 2022 y una contracción en 2023, pero manteniéndose en lo más reciente todavía por sobre el nivel de los años anteriores (esto se replica para cada uno de los países). Lo anterior responde a la disminución del costo de la materia prima.

En relación con el EBITDA, Chile mantiene una importancia de 76,2%, Colombia 13,1% y Perú 10,7% y se exhibe cierto grado de diversificación considerando que, en 2019, Chile representó un 83,6% del total.

Destaca el crecimiento nominal del EBITDA en Chile, entre 2021 y 2023, alcanzando niveles elevados en relación con el comportamiento histórico, con un mayor crecimiento en Chile y Colombia.

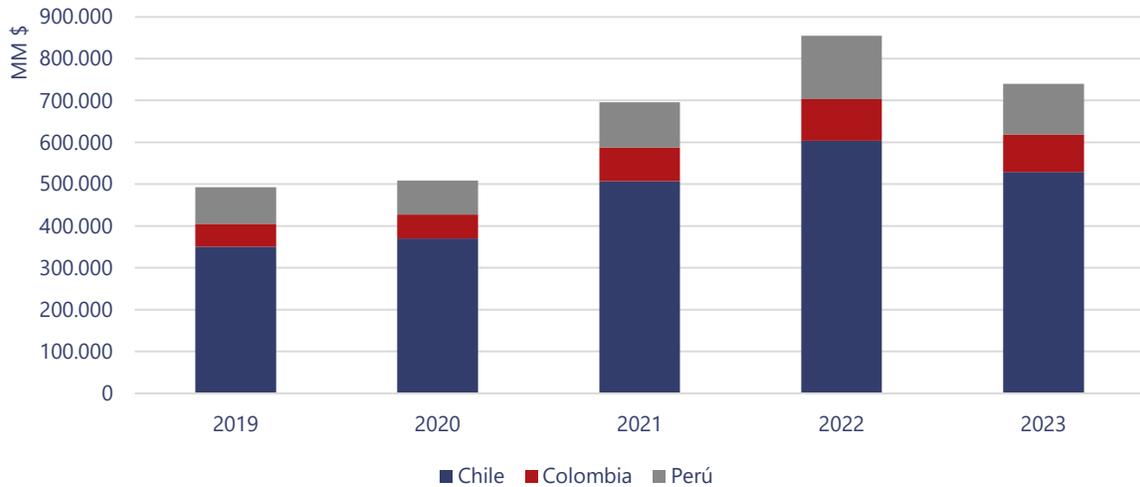


Ilustración 2: Distribución de los ingresos por país

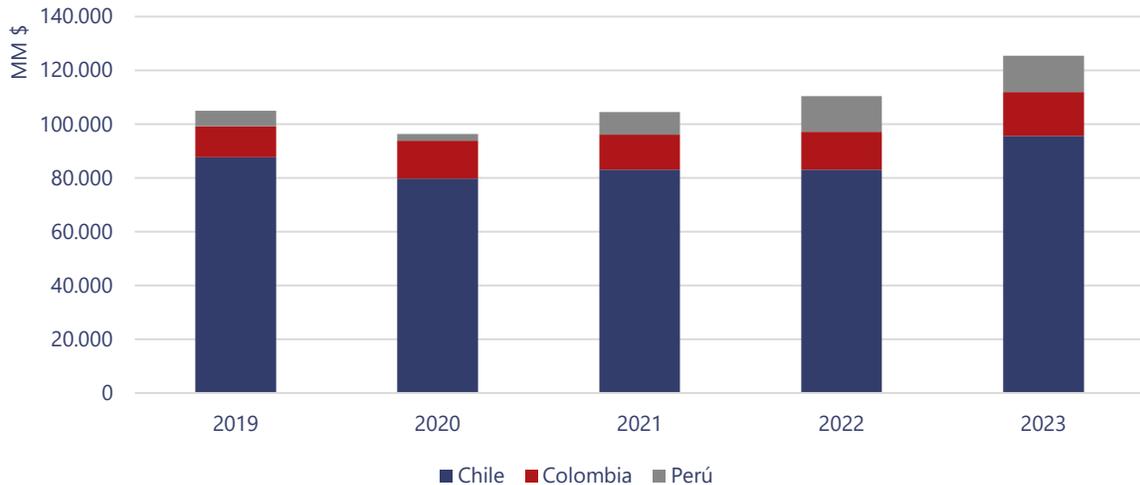


Ilustración 3: Evolución del EBITDA por país

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 2023, la compañía, en términos consolidados, distribuyó 741 mil toneladas de este gas, lo que representa una baja de 2,3% 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 siendo el de 15 kilos el más comprado por las familias chilenas. 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 desarrollar el servicio utilizó una red compuesta por más de 500 distribuidores, 73 centrales de reparto directo y operadores logísticos (OPL), además de contar con 132 puntos LipiVecino en todo Chile. La venta de gas envasado en Chile representó el 61,5% de la venta local de GLP, siendo el resto explicado por venta a granel.
- **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 2023 representaron el 38,5% de la venta GLP.

- **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 (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.

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 mayo de 2022 **Lipigas** suscribió dos acuerdos para el suministro de GNL con las mineras Quirobax (productora de ácido bórico) y Algorta (líder en producción de yodo), ubicadas en el extremo norte del país, permitiéndoles reemplazar el uso de diésel y fuel oil 6, respectivamente, en sus procesos térmicos de secado y generación de vapor. Con la expansión de su servicio a esta zona, Lipigas es la empresa con mayor cobertura de distribución de GNL a nivel nacional.

Lipigas suministra GNL en camiones de manera continua a 23 grandes clientes industriales ubicados en Arica y Parinacota y en la zona centro sur del país, además de las tres estaciones de servicio, para el abastecimiento de la mayor flota operativa con este combustible en Chile y Sudamérica. Además, permite que, por primera vez, camiones de alto tonelaje que son parte de la cadena de distribución de **Lipigas** funcionen 100% a gas natural licuado. Para desarrollar sus operaciones de gas natural por redes y suministro a industrias, Lipigas se abastece de GNL mediante contratos suscritos con la Empresa Nacional

del Petróleo (Enap), Engie y Enel.

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.

La Compañía ingresó al negocio eléctrico en 2017 con la puesta en marcha su primer Pequeño Medio de Generación Distribuida (PMGD) en su planta de Concón (Región de Valparaíso), con 6 MW de potencia instalada. La unidad inyecta energía eléctrica en base a gas natural al Sistema Eléctrico Nacional (SEN) y funciona como planta de respaldo a la red de distribución eléctrica local. Desde entonces suministra energía eléctrica a clientes libres en Chile (con potencia conectada superior a 500 kW), en su mayoría industrias y comercios, sumando más de 300 a diciembre de 2023.

Adicionalmente, también mediante su línea de negocio eléctrico, en 2021 la empresa incorporó la generación solar distribuida para proyectos más sustentables a través de su filial Four Trees, que actualmente cuenta con 30 plantas solares fotovoltaicas ubicadas en las instalaciones de 10 clientes industriales y comerciales de diversos rubros.

Cabe mencionar, que en septiembre de 2022 se constituyó la filial EVOL SpA, la cual tendrá por objeto, entre otros, agrupar y/o desarrollar los negocios relacionados a la energía eléctrica tales como la comercialización de energía eléctrica, la provisión de servicios de eficiencia energética, la generación eléctrica renovable, la asesoría en proyectos eléctricos y otros.

Distribución geográfica de sus flujos

Chile

Chile es el mercado principal de la empresa en términos de ingresos y EBITDA. En este país comercializa gas licuado de petróleo (GLP), gas natural por redes (GN), gas natural licuado (GNL) y energía eléctrica, utilizando para todas sus operaciones 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 1,4 millones de toneladas anuales, siendo de 1,4 millones de toneladas en 2023 (ver Ilustración 4).

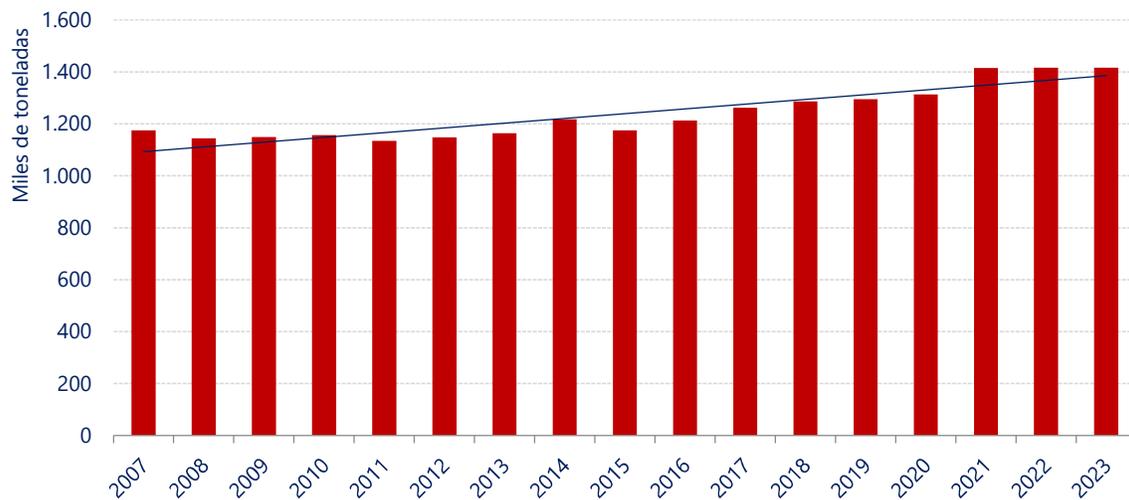


Ilustración 4: Evolución de las ventas totales de GLP en Chile

De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, alrededor del 60,8% corresponde a envasado y un 39,2% 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 2023 fue julio con 143.826 toneladas lo que representa una diferencia de 57,3% respecto a enero del mismo año, el mes con menores ventas.

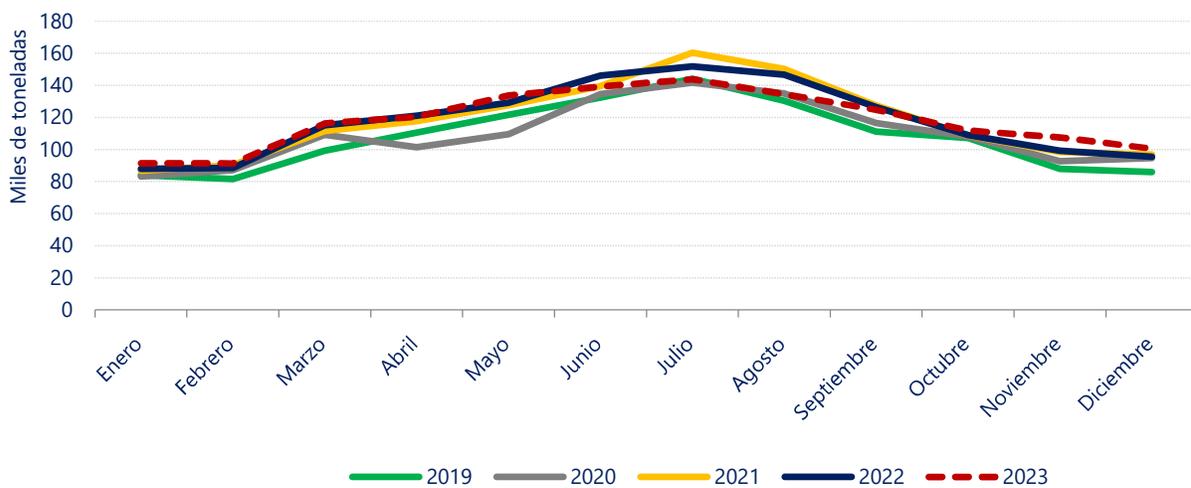


Ilustración 5: Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile

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 72,7%, el resto del producto importado vía terrestre representó el 13,8%, dejando a las compras locales con un 13,6%.

La participación de mercado de **Lipigas** ha tendido a mantenerse en torno a 35%. Actualmente, posee una importancia relativa igual a 34,5%⁹ (ver Ilustración 6).

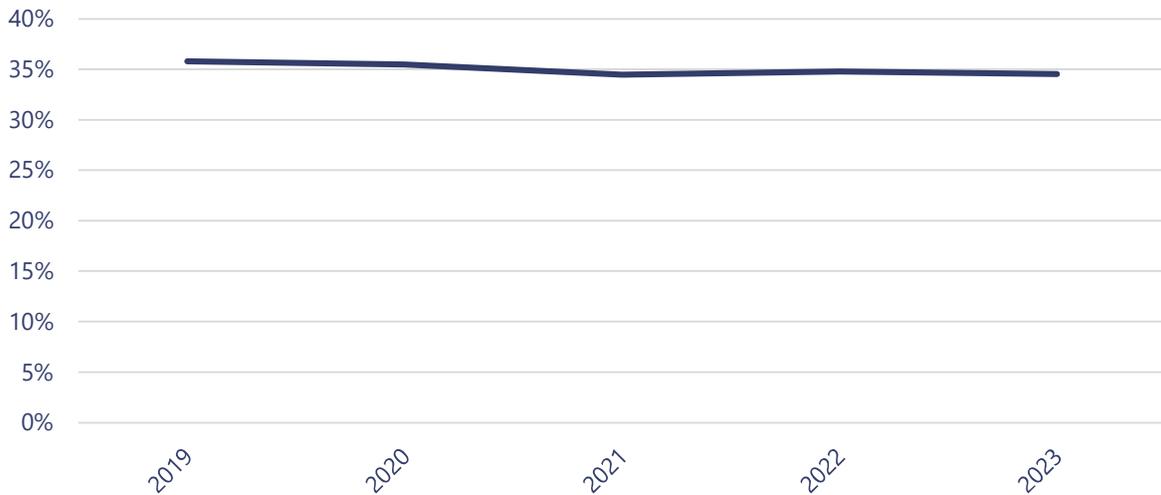


Ilustración 6: Evolución de la participación de mercado de Lipigas en Chile

Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 13 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 72 centrales de reparto directo más operadores logísticos en Chile.

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 uno en Mejillones, y una combinación de proveedores que permitan aprovechar las oportunidades de importación de los excedentes de producción de los países vecinos.

Lipigas se abastece principalmente vía marítima a través de sus dos instalaciones portuarias de Quintero (Región de Valparaíso, zona central) y Mejillones (Región de Antofagasta, zona norte) que le permiten importar el producto en forma directa. La compañía mantiene 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. Cabe mencionar que, según datos publicados en la memoria anual, la compañía importó cerca de 336 mil toneladas vía marítima, en tanto otras 65 mil toneladas fueron importadas vía terrestre.

De manera adicional, en 2023, **Lipigas** se abasteció importando un 72,7% del gas desde Estados Unidos, un 13,6% de Gasmar y Enap y, por último, de un 13,8% de Argentina y Perú.

⁹ Dato proporcionado por la empresa en base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

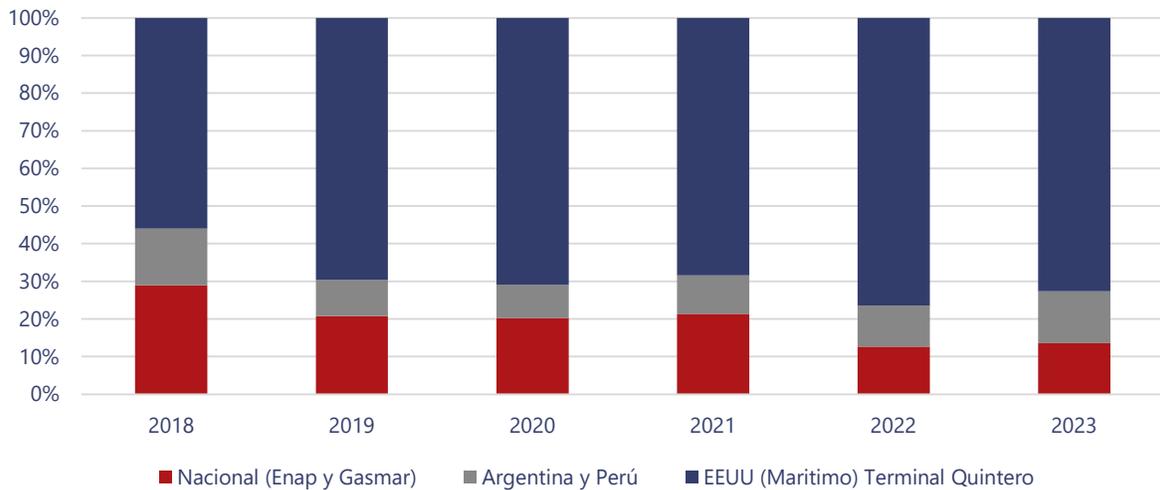


Ilustración 7: Evolución de la matriz de abastecimiento

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 para la venta y distribución de GLP envasado, a granel y montacargas; Pipegas, para suministrar el producto envasado en la zona del Urabá antioqueño; Rednova y Surgas, para la distribución de gas por red (GLP y GN); y Gas Amigo, para la comercialización de gas licuado envasado, a granel y montacargas en la zona central de Colombia. De esta manera, cubre el 94% del territorio nacional.

Al analizar las ventas en Colombia, se puede observar una contracción de un 3,6% con respecto al año anterior llegando en 2023 a un total de 114.940 toneladas de GLP (63% envasado y 37% granel).

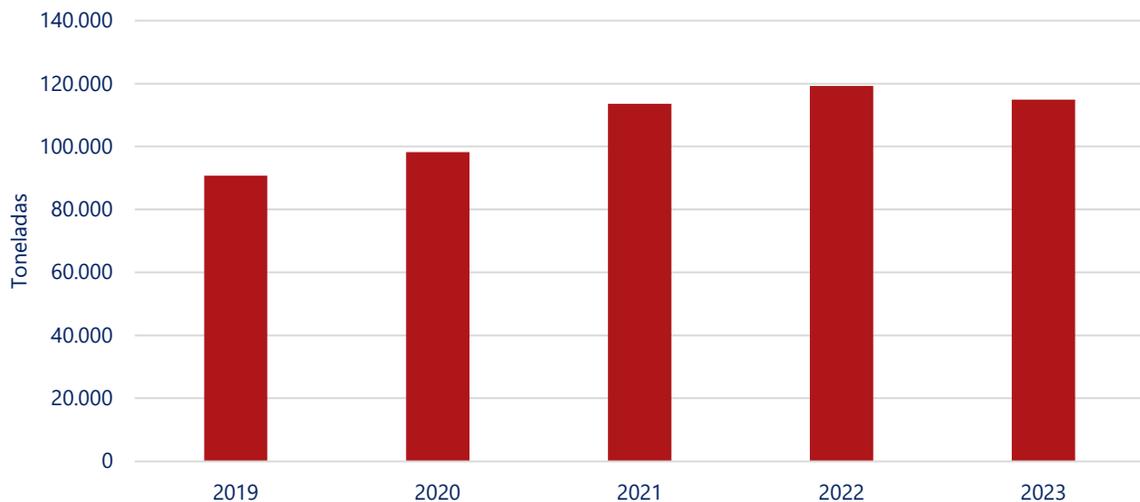


Ilustración 8: Evolución de las ventas de GLP Chilco

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

La empresa y sus filiales han logrado tener presencia en el 94% de los municipios del país, con una participación de mercado igual a 15,8% (ver Ilustración 9). En Colombia, la compañía compite principalmente con las filiales de las chilenas Abastible y Gasco en el negocio del GLP, a las que se suman otras 50 marcas de menor tamaño.

Según información de su memoria anual, en 2023, Chilco abasteció a más de 463 mil clientes residenciales con gas licuado envasado en cilindros. Adicionalmente, sirvió las necesidades de casi 11 mil comercios y 957 grandes industrias y montacargas con GLP envasado y a granel.



Ilustración 9: Evolución de la participación de mercado en Colombia

La estrategia de abastecimiento de GLP, por parte de **Lipigas**, no difiere de la realidad nacional, y se abastece en mayoritariamente a través de compras locales, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol (el mayor productor de GLP del país) y en menor medida por empresas como TYGAS, Frontera, y Comercializadora Centro Oriente los que en conjunto suministraron el 95,6% de las necesidades de Chilco en 2023.

Perú

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

Perú cuenta con dos grandes líneas de negocio, la principal es la venta de gas licuado de petróleo, envasado y a granel. A través de su filial Limagas GLP sirve las necesidades de hogares, comercios, industrias y del sector transporte con sus marcas Lima Gas, Caserito y Zafiro (con estas marcas, la empresa tiene una participación mercado que alcanza a 6,5%). La segunda línea es la distribución de gas natural

comprimido y licuado (GNC y GNL) para clientes industriales y vehiculares a través de la filial Limagas Natural.

La empresa en Perú posee una cobertura del 63% de los departamentos del país, contando con una red de 379 distribuidores asociados. En este país la sociedad abasteció a cerca de 607 mil clientes residenciales (584.918 en 2022) y a 486 comercios con el producto envasado (545 en el año anterior). Con GLP a granel, además, atendió las necesidades de más de 1.100 clientes comerciales, grandes industrias y montacargas.

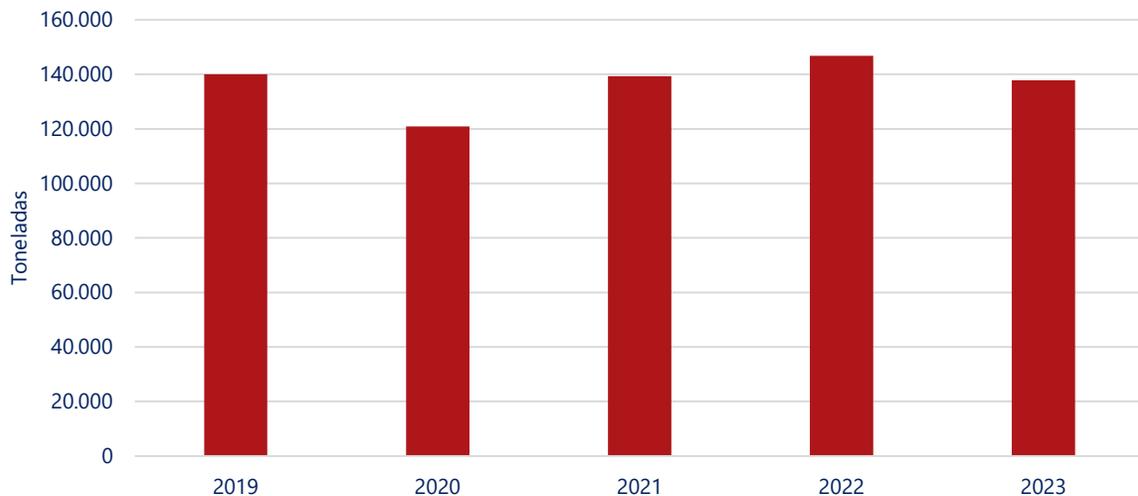


Ilustración 10: Evolución de las ventas de GLP mercado en Perú, de Lima Gas

En el país, sus mayores competidores en el mercado del GLP son las empresas Solgas (filial de Abastible), Llama Gas y Zeta Gas, entre otras múltiples marcas que operan a nivel local y regional. En distribución de gas natural (GNC y GNL), compite con las empresas EGP (Especialistas en Gas del Perú), Energigas, Gascop, Quavii y Petro Perú, todo en un mercado con una formalidad menor a la existente en Chile.

Para comercializar sus productos, posee ocho plantas de almacenamiento y envasado, un centro de distribución y ventas y dos plantas de compresión. En Perú la distribución de sus ventas en el año 2023 fue de 138 mil toneladas de las cuales el 57% corresponde a producto envasado y un 43% 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. En este periodo, sus principales fuentes de abastecimiento para el negocio de GLP son PlusPetrol Perú Corporation S.A., Solgas, Petroperú e YPFB. En tanto, para las operaciones de gas natural son Calidda, Contugas, Shell, UNNA y Galileo.

Análisis financiero¹⁰

Evolución ingresos y EBITDA

Las variaciones en los ingresos de la compañía obedecen tanto al volumen comercializado como al precio del combustible; así en términos reales, durante 2020 los ingresos se mantuvieron estables, mientras que durante 2021 las ventas alcanzaron \$ 850.598 millones con un aumento de 30,7% respecto a 2020, esto en parte, por mayores volúmenes de venta, y principalmente por mayores precios internacionales de la materia prima que fueron traspasados, en gran medida, al precio de venta. Posteriormente, en 2022 se exhibe un alza de 10,1% en los flujos de ingresos, que se atribuye a incrementos de los precios internacionales de los productos derivados del petróleo al que están referidos los precios de venta (el precio promedio de referencia *Mont Belvieu* exhibió un alza de 5,9% en términos interanuales), y a eso se suma el incremento del tipo de cambio (especialmente en Chile). Durante 2023, se exhibió una fuerte contracción de 19,6% que se explica principalmente por menores precios de venta asociados a la disminución de los precios de compra internacionales del gas, y en menor medida por menor volumen de ventas, asociado un invierno con mayores temperaturas promedio respecto año anterior.

Por otro lado, el EBITDA, luego de la contracción de 2020 (alzas en los costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función por efectos de la pandemia) exhibió un alza de 3,9% en 2021 por una mayor ganancia bruta compensada en parte por alzas en otros gastos por función, costos de distribución y costos financieros (debido principalmente a mejores resultados en Chile y en Perú, por mayor volumen de venta tanto de GLP como GN). Durante 2022 se exhibió una contracción de 5,8% a partir del incremento en los costos de distribución y costos financieros, afectados en parte por presiones inflacionarias en los países en operación. En lo más reciente, el EBITDA tuvo un alza de 5,7% explicado por el aumento en el margen bruto en Chile y Colombia, asociado en parte a menores costos de venta, disminución de precios internacionales de materia prima, además de mayores volúmenes de venta de GN.

Con todo lo anterior, el margen EBITDA alcanzó un 16,9% en 2023 (12,9% en 2022).

El flujo proveniente de actividades operacionales exhibió un comportamiento similar al EBITDA, aunque destaca la contracción de 13,5% en 2021 (aumento del capital de trabajo por el incremento en las cuentas por cobrar e inventarios, ambos impactados por el mayor precio de los productos comercializados y por mayor volumen de venta en temporada de invierno) y el alza de 37,2% en 2023 (fuerte caída en los pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios).

¹⁰ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

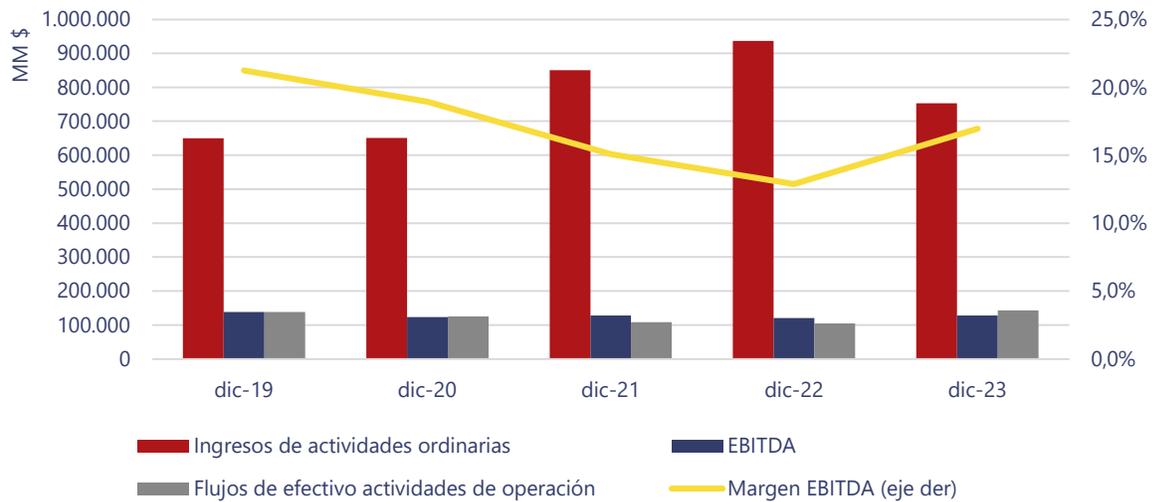


Ilustración 11: Evolución de Ingresos, EBITDA, y flujo de actividades operacionales

Evolución endeudamiento

El pasivo exigible sobre patrimonio exhibe una tendencia al alza considerando que en 2019 alcanzaba las 2,0 veces, con un *peak* en 2022 de 2,9 veces. No obstante, en la observación más reciente se exhibió una contracción alcanzando las 2,7 veces. Cabe mencionar que el alza de 2020 se explica principalmente por la emisión de bonos en UF en el mercado chileno por UF 2,5 millones. Posteriormente en 2021 se exhibió un incremento en las cuentas por pagar corrientes, en pasivos por arrendamiento corrientes y no corrientes, pasivos financieros corrientes y no corrientes (incluyendo el pasivo originado por la puesta en operación del terminal marítimo de Mejillones). Finalmente, en 2022 se incrementaron los pasivos corrientes (entre ellos los pasivos por arrendamiento, pasivos no financieros corrientes por mayores anticipos recibidos de clientes por venta de cupones, pasivos por impuestos corrientes y provisiones por beneficios a los empleados corrientes) y los no corrientes (tales como, pasivos financieros por aumento en obligaciones por títulos de deuda por alza en la inflación, aunque esta alza se compensa con la cuenta a cobrar por la cobertura contratada sobre los bonos emitidos y adicionalmente se exhibieron mayores pasivos por impuestos diferidos y pasivos por arrendamientos).

La disminución en el indicador en 2023 responde a un incremento en el patrimonio por concepto de ganancias acumuladas y por un aumento de las otras reservas, explicado principalmente por mayor diferencia de conversión (variación en los tipos de cambio de las inversiones en el extranjero).

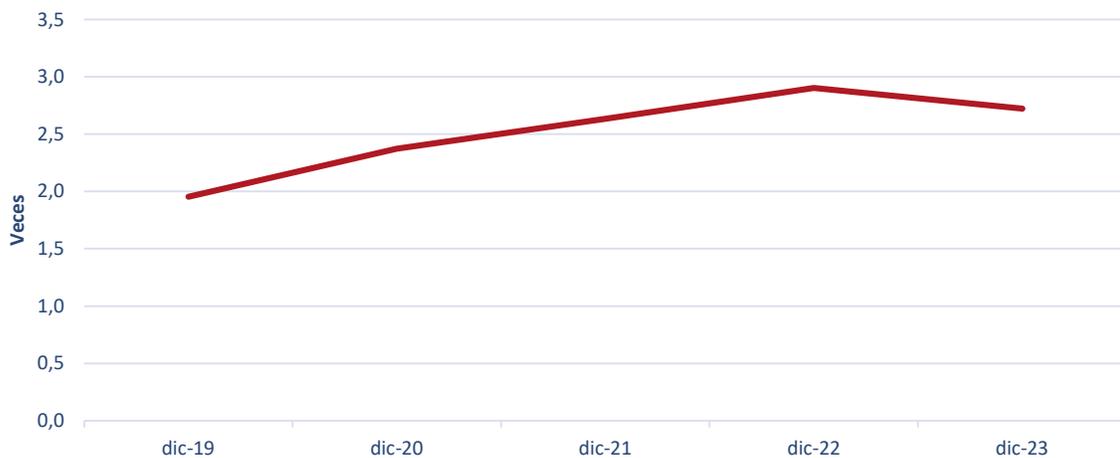


Ilustración 12: Evolución de endeudamiento

En términos reales, la deuda financiera de la compañía presenta un comportamiento alcista entre 2019 y 2022. En general, el mayor nivel de compromisos financieros se explica por incrementos en las obligaciones con el público, y pasivos por arrendamiento. Como se mencionó anteriormente, durante 2020, se llevó a cabo una emisión de bono a largo plazo por UF 2,5 millones (los fondos recaudados fueron destinados en un 50% a la cancelación de la deuda bancaria no corriente, mientras que el resto fue destinado al financiamiento de inversiones). En 2021, se exhibe un alza prácticamente en todos los componentes de la deuda y en 2022 se exhiben alzas principalmente en pasivos por arrendamiento las que tendieron a revertirse en 2023.

Cabe mencionar que, en junio de 2021 la compañía decidió contratar coberturas sobre el valor de la UF por diez años en relación con la totalidad de la deuda en bonos, para cubrir los mayores gastos financieros. En tanto, se presentó un incremento de la deuda compensado por una cuenta de activo no corriente, cobertura que generó un devengo de compensación variación de la UF sobre pasivos cubiertos de \$ 3.731 millones en 2023 (en 2023 llevó a cabo operación de "recouping", en donde liquidó la porción vencida del *cross currency swap* por concepto de variación de la UF, recibiendo fondos por \$ 36.887 millones, reflejados en efectivo y equivalentes como inversiones de corto plazo).

De esta manera, el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA se mantuvo en 2,6 veces en 2023, mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo¹¹ (FCLP) en 3,1 veces. No obstante, este último alcanza las 2,9 veces si se consideran los derivados por cobertura y, además, el exceso de liquidez por la operación de *recouping*.

¹¹El 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.

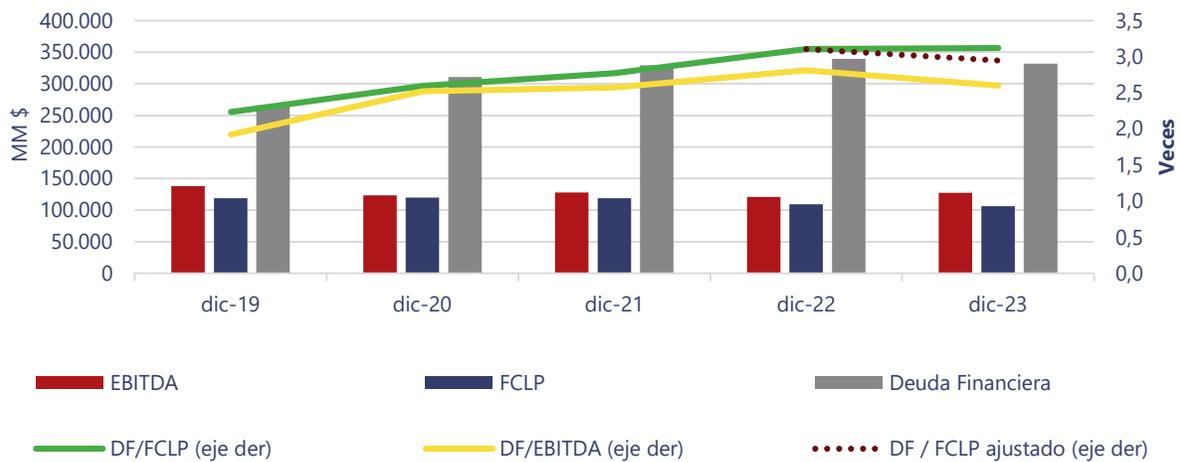


Ilustración 13: Evolución EBITDA, FCLP y deuda

Incluso asumiendo que los flujos del emisor se mantengan constantes en el futuro, el perfil de vencimientos de la deuda muestra importantes holguras en todos los periodos evaluados, salvo el año 2040 y 2044 donde se amortizan bonos con estructuración *bullet* (ver Ilustración 14); 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 por la factibilidad de conseguir nuevos financiamientos (ello dado la elevada viabilidad de largo plazo del emisor).

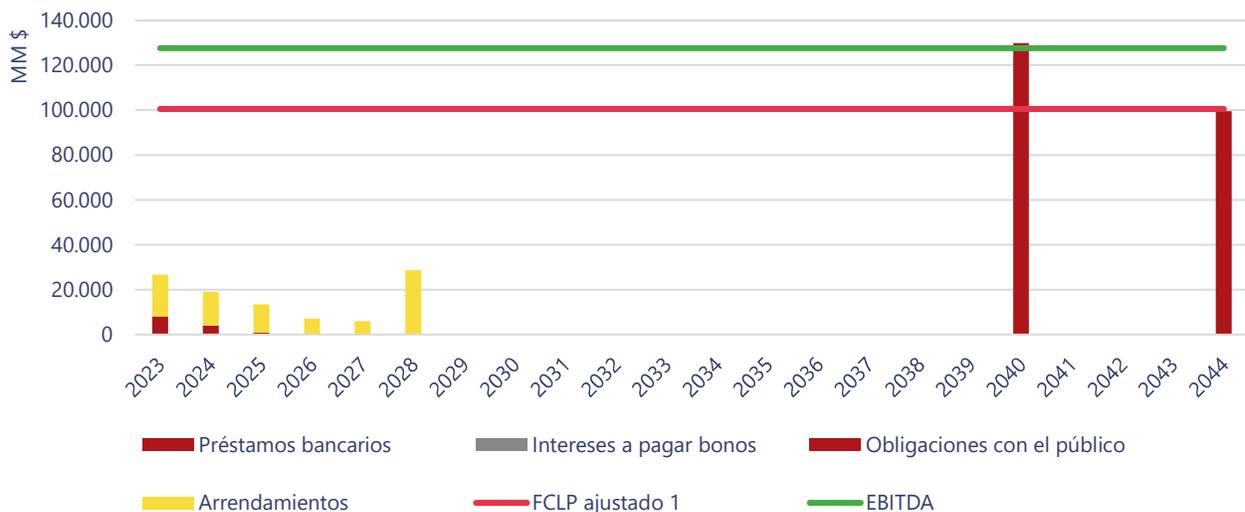


Ilustración 14: Perfil de vencimientos

Evolución liquidez

La razón circulante exhibe un aumento entre el año 2018 y 2020, pasando de 1,0 veces a 1,9 veces (ver Ilustración 15), manteniéndose sobre la unidad desde 2019 a la fecha. El incremento de 2020 se debe a la

emisión del bono que en términos reales incrementó en un 256,0% la caja. Sin embargo, para 2021 y 2022 se aprecian disminuciones, la primera se debe al aumento en los otros pasivos financieros, las cuentas por pagar, pasivos por arrendamiento y los otros pasivos no financieros y la disminución en el efectivo y equivalentes al efectivo, mientras que en 2022 se debe al aumento en los pasivos por arrendamientos por y los otros pasivos no financieros, principalmente por mayores anticipos de clientes.

En lo más reciente, esta medición fue de 1,9 veces principalmente por el aumento del efectivo y equivalentes al efectivo por liquidación del derivado de cobertura de la variación de la UF de la deuda financiera comentado anteriormente.

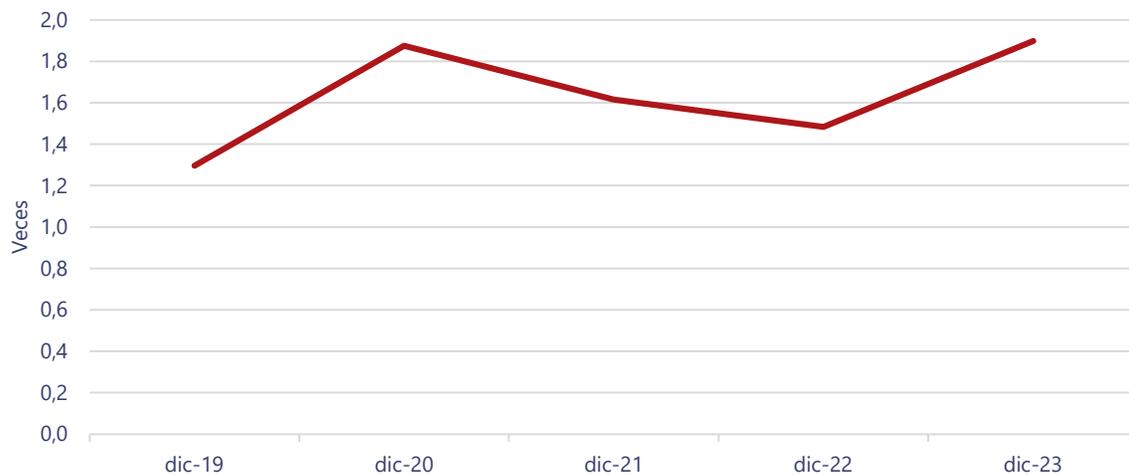


Ilustración 15: Evolución liquidez

Evolución rentabilidad

En general los indicadores de rentabilidad exhiben una tendencia a la baja, a excepción de 2021, donde se alcanzaron rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional de 7,8% (6,5% en 2020), 27,3% (20,6% en 2020) y 12,5% (12,7% en 2020), respectivamente.

Durante 2023, se alcanzaron rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional de 5,3%, 20,1% y 11,9%, respectivamente tal como se muestra en la Ilustración 16.

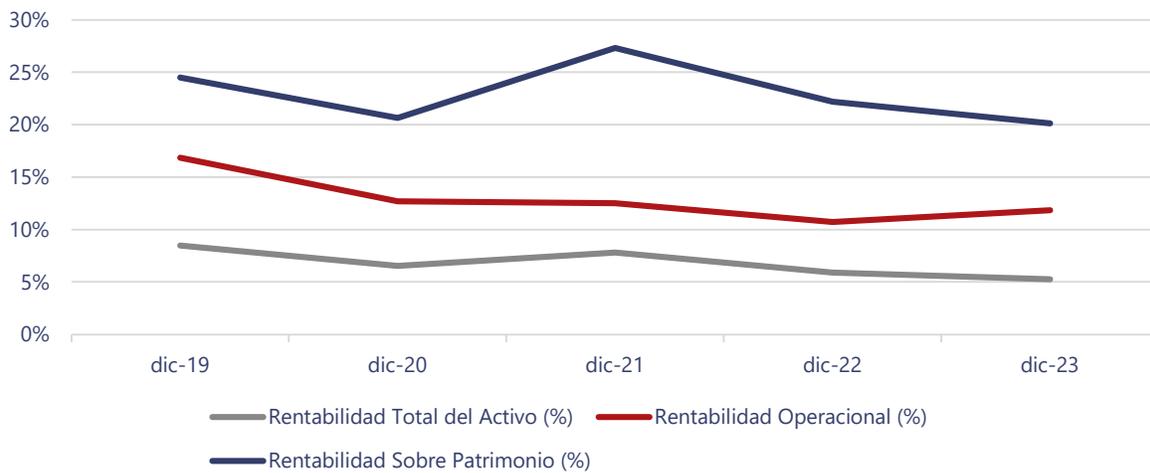


Ilustración 16: Evolución rentabilidad

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio hasta marzo de 2024 donde alcanzó un valor de 9,6%. Cabe mencionar, que la sociedad cuenta con *market maker* (Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A. 01/06/2021 – 19/05/2024).

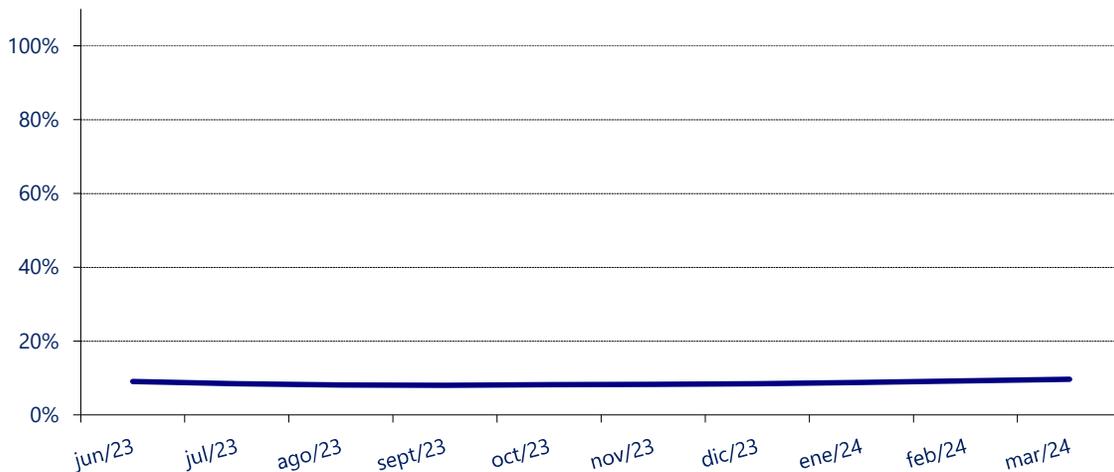


Ilustración 17: Presencia promedio

Covenants financieros

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a dic 2023
Endeudamiento financiero neto	Inferior a 1,5 veces	0,7
Patrimonio mínimo	Mayor a \$ 110.000 millones	\$ 197.583 millones

Ratios financieros¹²

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,75	1,78	1,53	1,45	1,65
Razón Circulante (Veces)	1,30	1,87	1,62	1,48	1,90
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,30	1,87	1,62	1,48	1,90
Razón Ácida (veces)	0,96	1,55	1,21	1,16	1,68
Rotación de Inventarios (veces)	14,27	14,29	16,17	16,95	16,49
Promedio Días de Inventarios (días)	25,58	25,55	22,58	21,53	22,13
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	12,46	14,02	13,32	15,86	11,44
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	29,29	26,03	27,40	23,01	31,90
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,82	7,02	8,48	11,46	8,92
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	46,69	51,96	43,02	31,84	40,91
Diferencia de Días (días)	17,39	25,93	15,62	8,83	9,01
Ciclo Económico (días)	-8,18	0,38	-6,96	-12,70	-13,12

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,66	0,70	0,72	0,74	0,73
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,95	2,37	2,63	2,90	2,72
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,24	0,22	0,26	0,26	0,27
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,92	2,52	2,57	2,81	2,60
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,52	0,40	0,39	0,36	0,38
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,59%	62,34%	61,33%	62,51%	61,72%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,52	5,08	5,60	3,49	2,30

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

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	36,34%	36,96%	29,24%	25,60%	32,51%
Margen Neto (%)	8,21%	6,89%	6,65%	4,63%	5,14%
Rotación del Activo (%)	97,98%	91,80%	114,77%	128,38%	102,43%
Rentabilidad Total del Activo (%)	8,48%	6,54%	7,80%	5,90%	5,28%
Inversión de Capital (%)	220,32%	227,83%	238,70%	244,88%	231,13%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	26,18	8,30	12,42	17,16	7,43
Rentabilidad Operacional (%)	16,88%	12,68%	12,51%	10,73%	11,85%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	24,50%	20,64%	27,32%	22,19%	20,13%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	57,20%	56,28%	65,36%	68,92%	60,75%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	63,66%	63,04%	70,76%	74,40%	67,49%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,81%	8,83%	6,23%	5,36%	6,37%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	44,12%	36,48%	39,69%	35,46%	39,95%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	21,26%	18,95%	15,06%	12,88%	16,94%

Otros indicadores	2019	2020	2021	2022	2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	7,69%	6,20%	4,05%	3,49%	3,48%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,66%
Capital sobre Patrimonio (%)	74,99%	77,93%	75,28%	72,46%	65,41%

"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."