



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analistas
Carlos García B.
Elisa Villalobos H.
Tel. 56 – 22433 52 00
carlos.garcia@humphreys.cl
elisa.villalobos@humphreys.cl

Empresas Lipigas S.A.

Agosto 2015

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Primera Clase Nivel 4 En Observación
Tendencia	
Otros instrumentos:	
Líneas de bonos	AA
Tendencia	Estable
EE.FF. base	31 de marzo de 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 800 de 04.02.2015
Serie A	Primera emisión
Serie B	Primera emisión
Serie C	Primera emisión
Línea de bonos	N° 801 de 04.02.2015
Serie D	Primera emisión
Serie E	Primera emisión

Estados de resultados consolidados bajo IFRS						
Miles de pesos	2011	2012	2013	2014	mar-14	mar-15
Total ingresos	347.482.937	330.654.760	378.312.715	436.235.830	97.043.299	79.522.169
Costo de ventas	-250.756.441	-250.085.042	-283.516.361	-339.198.393	-77.650.399	-54.292.138
Ganancia bruta	96.726.496	80.569.718	94.796.354	97.037.437	19.392.900	25.230.031
Gastos de adm. y distribución ¹	-58.116.334	-44.411.526	-51.299.821	-62.432.233	-13.637.899	-15.263.805
Resultado operacional	38.610.162	36.158.192	43.496.533	34.605.204	5.755.001	9.966.226
Gastos financieros ²	-2.023.906	-2.253.271	-3.696.118	-7.240.357	-1.946.678	-2.250.474
Resultado del ejercicio	26.501.572	28.145.620	33.770.584	23.856.437	4.314.275	5.526.246
EBITDA	50.872.206	47.341.658	56.014.338	49.123.828	9.357.758	13.613.515

¹ Gastos de administración y distribución= Otros ingresos, por función + otros gastos, por función+ costos de distribución + gastos de administración.

² Gastos financieros= Gastos por préstamos bancarios + Otros gastos financieros (actualización del pasivo de garantías).

Balance general consolidado bajo IFRS

Miles de pesos	2011³	2012	2013	2014	mar-15
Activos corrientes	40.528.029	44.999.047	53.522.655	48.237.238	54.931.230
Activos no corrientes	174.229.035	179.929.677	224.577.112	244.920.324	266.733.473
Total activos	214.757.064	224.928.724	278.099.767	293.157.562	321.664.703
Pasivos corrientes	43.558.055	52.986.689	36.081.477	103.332.536	112.143.882
Pasivos no corrientes	39.601.067	38.967.951	110.239.177	56.847.088	76.914.658
Pasivos totales	83.159.122	91.954.640	146.320.654	160.179.624	189.058.541
Patrimonio	131.597.942	132.974.084	131.866.200	132.977.938	132.606.162
Patrimonio y pasivos, total	214.757.064	224.928.724	278.186.854	293.157.562	321.664.703
Deuda financiera	28.023.668	29.223.514	73.649.382	80.112.671	100.158.915

Opinión

Fundamento de la clasificación

Empresas Lipigas S.A. (Lipigas) distribuye y comercializa gas licuado, a clientes residenciales, comerciales e industriales, desde la XV Región de Arica y Parinacota a la XI Región de Aysén. También distribuye gas natural en la II Región, específicamente a nivel residencial en Calama. Por otro lado, importa gas licuado, vía terrestre, a Chile desde Argentina y Perú (en la Región de Antofagasta a través de su filial Norgas). Adicionalmente, está presente en el mercado colombiano de distribución de GLP, controlando Chilco Distribuidora de Gas y Energía S.A.S. E.S.P. dedicada a la distribución de GLP, y mediante Chilco Metalmecánica S.A.S., dedicada a la fabricación y reparación de cilindros y estanque de GLP. También participa en el mercado peruano de distribución de GLP a través de su filial Lima Gas S.A. El 99,2% de los ingresos de **Lipigas** son generados por la venta de GLP.

El presente informe, junto con la evaluación de los bonos de **Lipigas**, tiene como objetivo la clasificación de los títulos accionarios de la sociedad, ello en el marco de la futura apertura a bolsa de la empresa que, según lo informado por la administración, implicaría la emisión de valores por el equivalente del 10% de la propiedad.

La compañía presentó, en 2014, ingresos ordinarios por \$436.236 millones, contando en 2014, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 36,8% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 14,0% en el mercado colombiano, y 8,0% en el mercado peruano. El segmento de

³ Al 31/12/2013, la sociedad efectuó una revisión de las vidas útiles de cierta clase de activos del rubro Propiedades, plantas y equipo; además revisó el cálculo del pasivo por garantías de la filial Chilco Distribuidora de Gas y Energía S.A.S. E.S.P. Estas correcciones retroactivas provocaron cambios en los EE.FF. de 2011, que según lo señalado por la administración, los valores definitivos correspondientes al año 2011 son a aquellos reexpresados en los EE.FF. de diciembre de 2013, bajo la columna de fecha 01/01/2012. De esta manera, los saldos de los años 2009 y 2010 no han sido ajustados, influyendo en el cálculo de la rentabilidad.

gas licuado del petróleo abastece a más de 1,2 millones de clientes en el país, más de 64 mil clientes en Colombia, y a 24 mil clientes aproximados en Perú. A diciembre de 2014, Chile, Colombia y Perú originaron el 76,1%, 8,9% y 15,0% de los ingresos ordinarios, respectivamente.

La clasificación asignada a los títulos accionarios de **Lipigas** reconoce el adecuado nivel de solvencia de la empresa (clasificada por **Humphreys** en "Categoría AA"), la que se sustenta en 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 casi la totalidad de las regiones del país; asimismo como elementos positivos se ha incorporado la atomización de su base de clientes y la baja tasa de incobrabilidad que presenta la compañía, motivado tanto por las características del producto (bien esencial) y la modalidad de las ventas (elevado porcentaje al contado).

También se valora favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estanques, propiedad de **Lipigas**, donde el ingreso de nuevos competidores requeriría altos montos de inversión por parte de estos últimos, 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 la industria se ha mantenido relativamente estable y, en el caso de **Lipigas**, consistentemente por sobre el 36%, lo cual la convierte en la mayor empresa distribuidora de GLP del país.

Adicionalmente, la clasificación incorpora los más de 50 años de experiencia de la compañía, durante los cuales ha presentado un crecimiento consistente en sus operaciones, sustentado en su amplia red de operaciones, con 14 plantas de almacenamiento y envasado, y una red nacional de 880 distribuidores.

El comienzo de la operación, durante marzo de 2015, del terminal marítimo construido por Oxiquim para la recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado de petróleo de uso exclusivo para la compañía le permitirá adquirir directamente materia prima en el mercado internacional. Esta inversión favorece la reducción de las compras de insumo que la sociedad emisora efectuaba a Gasmar, empresa propiedad de Gasco y Abastible, los principales competidores de **Lipigas**, como también reducir, levemente, la exposición al mercado argentino.

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

Entre los elementos positivos incluidos en la clasificación de riesgo se ha considerado, además, la solvencia del grupo controlador (Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni), el cual dispone de operaciones en *retail* y pesca.

Asimismo, la clasificación se ve influida por los bajos niveles de endeudamiento relativo que presenta **Lipigas**, toda vez que, de acuerdo con la metodología estándar de **Humphreys**, presenta una relación de deuda financiera sobre flujos de largo plazo (FCLP)⁴ ascendiente a 1,8 veces.

Sin embargo, este indicador incorpora los niveles de rentabilidad anual de los activos exhibido en el pasado (estos fueron de 33,7% en 2009; 27,1% en 2010; 23,9% en 2011; 19,7% en 2012; 19,6% en 2013, 15,0% en 2014 y 14,7% en marzo de 2015)⁵. En caso que se considere los rendimientos anuales más recientes como representativos de su rentabilidad de largo plazo, este indicador se incrementa a valores cercanos a 2,5 veces, nivel reducido en términos comparativos. Lo anterior confirma la fortaleza de la compañía.

Considerando el supuesto de rentabilidad indicado, y teniendo en cuenta la colocación de bonos realizada en abril pasado⁶, la relación deuda financiera sobre FCLP llegaría a 3,1 veces.

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

Otro elemento que afecta el *rating* corresponde a la dependencia a los envíos de gas provenientes de Argentina, debido a la inestabilidad exhibida por este país. Además, y sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, el ingreso reciente a nuevos mercados, como es el caso de Colombia (en 2010) y Perú (en 2013), países que exhiben un mayor riesgo operacional y de país, en comparación al de Chile, le otorga cierta incertidumbre a los flujos futuros provenientes de estos países. Además, son industrias que presentan un mayor nivel de informalidad en la venta del combustible, donde recientemente se están incorporando mayores regulaciones al mercado.

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por los cambios regulatorios que puedan afectar a la industria. Si bien la agenda energética del Gobierno ha estado enfocada a los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante

⁴ 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.

⁵ Cabe señalar que producto de la corrección retroactiva del valor del rubro Propiedades, plantas y equipo – explicada en nota al pie número 3– la rentabilidad anual de los activos correspondiente a los años 2009 y 2010 no es comparable con las de los años 2011 en adelante.

⁶ Tras la colocación de bonos realizada en abril de 2015, la compañía recaudó un total de \$89.402 millones. De estos fondos, \$65.105 millones fueron destinados al pago de obligaciones financieras; mientras que al cierre de los estados financieros de marzo de 2015, los pasivos financieros de la compañía llegaban a \$100.159 millones. Sería posible estimar que la deuda financiera llegaría a alrededor de \$124.456 millones.

acotada, a futuro podría hacerse extensiva al marco normativo del gas licuado lo que implicaría efectos en los flujos de la compañía.

La tendencia de la clasificación de los títulos accionarios de la sociedad se califica "En Observación", considerando que, por ser una acción en proceso de apertura en la Bolsa de Valores de Santiago, aún no tiene presencia bursátil.

Resumen de fundamentos de la clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- Oportunidad Perú y Colombia.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a marzo de 2015

La compañía obtuvo ingresos por \$79.522 millones, lo que representa una disminución de un 18,1%, respecto del mismo periodo del año anterior. Esta variación responde a la baja en el precio del petróleo y sus derivados, lo que ocurrió en el último trimestre de 2014.

Los costos de venta de la compañía se redujeron en un 30,1% respecto del mismo trimestre de 2014. Esto, además, de la disminución en el precio del insumo, se explica, por una parte, por las mejores opciones de compra de materia prima en Chile, debido al inicio de las operaciones de importación vía marítima; por otra parte, los mejores márgenes de comercialización en Colombia y Perú. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$25.230 millones, esto corresponde a un aumento de un 30,1% respecto de los tres primeros meses de 2014.

Los gastos de administración y venta crecieron un 11,9%. Con todo lo anterior, el EBITDA de la compañía creció un 45,5% a \$13.614 millones, de esta manera el margen EBITDA pasó desde un

9,6%, en marzo de 2014, a 17,1% en el primer trimestre del presente año. Las operaciones en Chile contribuyeron con el 76,9% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 12,6% y Colombia el 10,5%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$100.159 millones, lo que representa un incremento de 25,0% respecto de diciembre de 2014. Este incremento se produce fundamentalmente por la incorporación del pasivo por arrendamiento financiero relacionado con la inversión en el terminal marítimo de Quintero.

Eventos recientes

El 29 de julio de 2015 la compañía acordó un aumento de capital por \$63.097 millones, mediante la emisión de 12.619.391 nuevas acciones, las que corresponden a un aumento de capital por el 10% de la propiedad. Estas acciones se destinarán íntegramente a nuevos inversionistas.

Definición de categorías de riesgo

Primera Clase Nivel 4

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

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

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.

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Estabilidad de sus mercados: Principalmente, la empresa se desenvuelve en el sector de gas licuado, bien asimilable a los de primera necesidad. Este mercado en Chile presenta una estructura muy estable en cuanto a las compañías que compiten en él, las que han tendido a mantener su participación en las ventas a lo largo del tiempo. Las ventas de GLP en Chile, han experimentado un alza promedio anual igual a 2,7% entre 2007 y 2014. Así, es importante destacar que el consumo de

GLP, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta variaciones poco significativas en términos de años móviles. Por muchos años el sector ha operado con tres operadores relevantes, manteniendo **Lipigas** un participación en torno al 37% (en 2009 era de 37,6% y en 2014 de 36,8%).

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

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

Desconcentración geográfica de las ventas: La compañía extiende su cobertura en Chile desde la Región de Arica y Parinacota a la ciudad de Coyhaique, así sus ingresos están distribuidos de manera similar a la densidad poblacional de cada región.

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

Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁷ a 2014 Colombia tiene un PIB per cápita⁸ de US\$ 13.430 y una población equivalente a 48 millones de personas, mientras que Perú exhibe un PIB per cápita de US\$ 11.817 y una población de 31 millones. Por otra parte, con la finalidad de comparar, Chile tiene un PIB per cápita igual a US\$ 22.971 y una población cercana a los 17 millones de personas.

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 ello se destaca la recesión de 1982, la crisis asiática, la crisis *subprime* y cambios estructurales en el mercado de Santiago y de otras regiones con la llegada del gas natural.

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros tanto a través de venta directa o con 880 distribuidores a nivel nacional con

⁷ Estimaciones correspondientes a las realizadas por el organismo en abril de 2015.

⁸ Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA).

que cuenta, además de contar con 16 centrales de distribución a nivel nacional. A consecuencia de todo lo anterior, la empresa exhibe un buen servicio de distribución, que se transforma en un factor clave en el desarrollo y estabilidad del negocio. La empresa tiene plantas de almacenamiento y envasado desde Arica hasta Coyhaique.

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

Factores de riesgo

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

Alta dependencia de ciertos proveedores: La empresa presenta una alta dependencia, por una parte, en un 23,0% de los envíos de gas provenientes de Argentina, país que exhibe inestabilidad y, por otra parte, de las compras del insumo que la empresa efectúa a Gasmar, que representa un 46,0% del total. Esta última empresa es propiedad de Gasco y Abastible, los principales competidores de **Lipigas**. La dependencia respecto de proveedores se ve reducida a partir de marzo de 2015, fecha en que comenzó la operación de las instalaciones de la compañía en el terminal de Quintero. De esta forma, se estima que las compras a Gasmar y a Argentina bajaran a un 6,0% y 16,0%, respectivamente, mientras que el terminal Quintero permitirá proveer cerca del 53,0% de las necesidades de gas de **Lipigas**.

Precio de commodities: Las empresa enfrenta fluctuaciones en el precio al que pueden abastecerse, situación propia de los *commodities*. A modo de ejemplo el índice *Mont Belvieu* –que define el precio del gas propano– creció un 37,7% entre 2009 y 2010, mientras que en 2011 el precio por galón subió un 25,9%, para posteriormente reducirse en un 31,3% en 2012. En 2014, el precio subió alrededor de un 4,0%.

Rentabilidad que podría incentivar el ingreso de nuevos operadores: La tendencia en la rentabilidad de los activos y del patrimonio, que en el pasado tuvo niveles superiores al 17,0% y 25,0%, respectivamente, podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas.

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

Riesgo tecnológico: El avance tecnológico puede alterar la competitividad de los distintos segmentos energéticos, al dejarlos obsoletos o menos competitivos en comparación a otros combustibles. Por ejemplo, la llegada del GN desde Argentina a mediados de la década de 1990 significó un importante

cambio en el mercado de combustibles en Chile. No obstante, la compañía está constantemente evaluando ampliar la oferta de productos que comercializa, y, en caso de existir un mercado al cual satisfacer, evaluará la estrategia para poder competir.

Nuevos negocios en Colombia y Perú: La empresa ingresó en 2010 a Colombia y en 2013 a Perú, ambos mercados nuevos en la cartera de la empresa. Estos países cuentan con una reciente regulación, con una informalidad y riesgo mayor al de la operación en Chile, tanto en términos del mercado mismo como del riesgo país. Sin embargo, esto se ve atenuado en parte por el hecho de haber comprado empresas ya en funcionamiento y por además contar con la experiencia acumulada 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, representan una oportunidad de crecimiento futuro.

Antecedentes generales

Historia

En 1959 se crea la empresa **Lipigas S.A.** dedicada a la comercialización de gas licuado de petróleo (GLP) en la provincia de Valparaíso. Hasta 1985 las empresas de la época realizan un proceso de adquisiciones de pequeñas empresas regionales de distribución de GLP.

De esta forma, bajo la propiedad de las familias Santa Cruz, Yaconi, Noguera, Vinagre y Ardizzoni quedan las empresas distribuidoras de GLP: Agrogas, Codigas, Enagas y Gas Licuado Lipigas S.A.

En el año 2000 el grupo propietario vendió a la empresa petrolera internacional Repsol YPF el 45% de las acciones de Agrogas, Codigas, Enagas, Lipigas y empresas filiales de transporte y reinspección de cilindros. En ese momento se inició el proceso de unificación de las cuatro marcas regionales y filiales agrupándolas bajo Empresas Lipigas, este proceso de fusión de la compañía culminó en 2004, con una sola empresa gestionada centralizadamente con presencia a lo largo del país.

Durante 2010, la empresa ingresó el mercado colombiano, concretando la constitución de la sociedad Chilco Distribuidora de Gas y Energía, sociedad de distribución de gas licuado que adquiere los activos de la marca Gas País, quien en ese momento tenía presencia en 13 de los 32 departamentos de Colombia, además crea la sociedad Chilco Metalmecánica que tiene como finalidad la fabricación de estanques y cilindros de gas licuado.

Para julio de 2012, la participación que estaba en manos de Repsol YPF, fue adquirida por un fondo de inversionistas (LV Expansión), a través de un proceso liderado por Larraín Vial.

En 2013, comenzaron las obras de construcción de las instalaciones del terminal marítimo ubicado en la bahía de Quintero, región de Valparaíso. Esta construcción, realizada en conjunto con la empresa Oxiquim S.A., le permite a **Lipigas** importar directamente GLP desde marzo de 2015.

Durante 2013, la empresa adquirió la empresa de gas licuado Lima Gas en Perú; mientras que al mismo tiempo, a nivel nacional, ingresó al mercado de la distribución de gas natural licuado a industrias.

Propiedad y administración

Lipigas es el resultado de la consolidación de un grupo de compañías dedicadas a la comercialización de gas licuado (GLP), controlada por las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni. A continuación se describen los principales accionistas a marzo 2015:

Nombre	Nº Acciones	% Participación
L.V. Expansión SpA	51.108.517	45,00%
El Cóndor Combustibles S.A.	11.402.533	10,04%
Nogaleda Holding Limitada	11.315.082	9,96%
Inversiones y Rentas Bermeo Limitada	10.128.229	8,92%
Inversiones Hevita S.A.	8.917.707	7,85%
San Javier Combustibles S.A.	5.701.266	5,02%
Inversiones Seis Limitada	5.019.854	4,42%
Nexogas S.A.	4.372.621	3,85%
Inversiones El Escudo Limitada	3.716.728	3,27%
Inversiones Vinta Ltda.	1.210.523	1,07%
Asesorías Legales e Inversiones Limitada	681.413	0,60%
José Chanes Fernández	42	0,00%

El directorio está compuesto por siete integrantes; a marzo de 2015 se estructura de la siguiente forma:

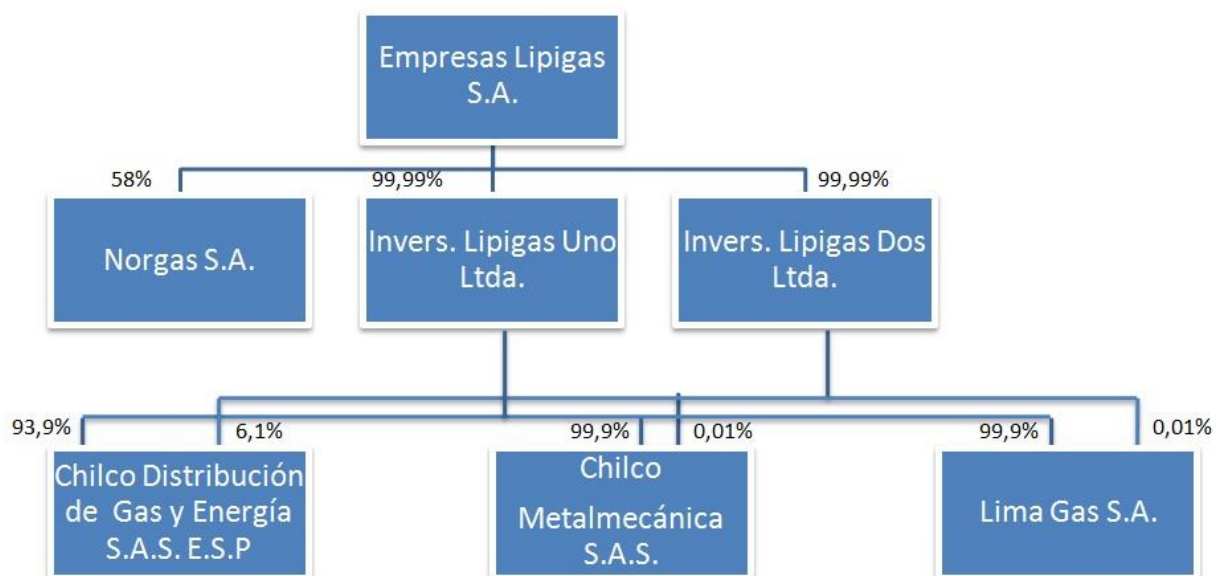
Nombre	Cargo
Juan Manuel Santa Cruz Munizaga	Presidente
Jaime García Rioseco	Director
Jaime Santa Cruz Negri	Director
Ernesto Noguera Gorget	Director
Mario Vinagre Muñoz	Director
Rodrigo Swett Brown	Director
José Miguel Barros van Hovell tot Westerfler	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Ángel Mafucci Solimano	Gerente General
Mario Fernández Astudillo	Gerente de Desarrollo y Nuevos Negocios
Osvaldo Rosa Ageitos	Gerente de Administración y Finanzas
Alberto Orlandi Arrate	Gerente Comercial
Esteban Rodríguez Bravo	Gerente de Ventas Grandes Clientes
Felipe Silva Labbé	Gerente de Abastecimiento
Morris Pessó Olcese	Gerente de Logística y Operaciones
Mylene Iribarne Friedmann	Gerente de Personas
Josefa Ayarza León	Gerente de Tecnología
José Miguel Bambach Salvatore	Fiscal
Luis Alberto Leey Casella	Gerente General Lima Gas (Perú)
Jorge Avilán Aristizábal	Gerente General Chilco (Colombia)

Subsidiarias

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



Descripción del negocio

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

En menor medida, la compañía participa en el mercado del gas natural y durante 2014 comenzó a entregar gas natural licuado (GNL) a clientes industriales.

Los clientes de la empresa se subdividen en:

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

Gas Licuado

El gas licuado de petróleo (GLP) es un combustible de uso doméstico e industrial derivado del petróleo. Su principal característica es que entrega la posibilidad de almacenarse y transportarse en fase líquida a temperatura ambiente y presión moderada, lo que permite envasar gran cantidad de energía en poco espacio. Así, el GLP permanece en estado líquido almacenado en cilindros y/o estanques hasta el momento de ser utilizado, en el cual nuevamente se gasifica.

La empresa posee presencia en la industria del GLP a través de la comercialización en Chile, Colombia y Perú. En 2014 la compañía, en términos consolidados, distribuyó 628.602 toneladas de este gas, lo que representa un crecimiento del 15,0% respecto de las ventas del periodo anterior.

La empresa 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, los cilindros son propiedad de la compañía, mientras que la procedencia del cilindro no es inconveniente para comprar gas a cualquier otra distribuidora. Para su comercialización, cuenta básicamente con tres canales: el de venta directa, los distribuidores exclusivos y los distribuidores multimarca.
- **Gas granel:** Suministro mediante recargas de gas en estanques que tienen capacidad desde 190 a 5.000 litros. El estanque es propiedad de la compañía distribuidora de gas y es reabastecido sólo por esta misma, de manera programada de acuerdo a la demanda del cliente. En el mercado de gas licuado a granel la compañía se encuentra integrada

verticalmente para atender al consumidor final, contando así con un canal de distribución propio.

- **Gas de medidor:** Está diseñado para abastecer a múltiples puntos de consumo independientes desde un estanque común. El medidor registra el caudal de gas que entra a la red de cada cliente y se efectúa una lectura mensual del consumo para su facturación.

Gas Natural

En menor medida, **Lipigas** participa en Chile en el mercado de gas natural (GN), el que se distribuye a través de redes en la ciudad de Calama, en la Región de Antofagasta, a nivel residencial. Las redes de distribución le permiten suministrar esta energía a más de 3.500 hogares de manera continua.

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

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

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

Gas Natural Licuado

A partir del año 2014, la empresa ha comenzado la comercialización en Chile de gas natural licuado (GNL), llevándolo a los consumidores distantes de las redes de gas natural.

Lipigas abastece de GNL a clientes industriales y con el fin de responder a los compromisos pactados, la compañía tiene firmado un contrato de suministro de este gas con Enap Refinerías.

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 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 o, para así ser distribuido por ductos o redes.

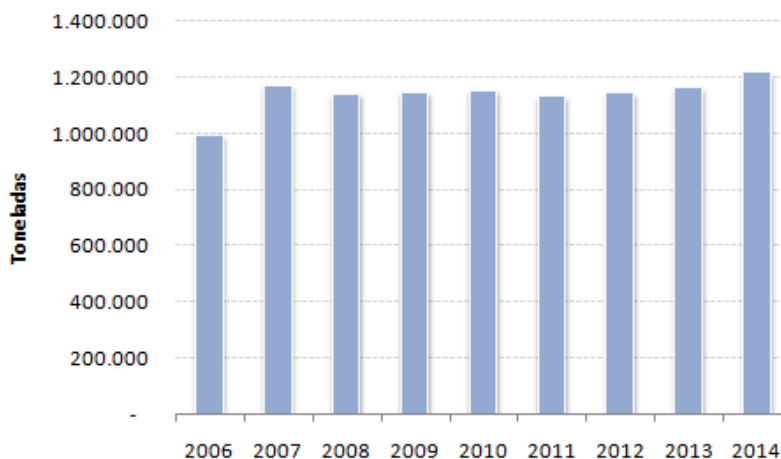
Mercados en los que participa la compañía

Chile

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

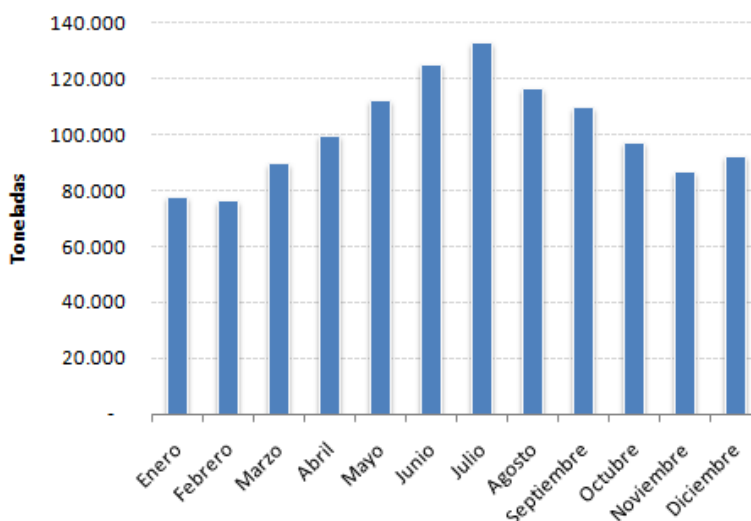
Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP superan los 1,2 millones de toneladas anuales (ver Ilustración 1).

Ilustración 1
Evolución de las ventas totales de GLP en Chile
(2006-2014)



De acuerdo a cifras entregadas por la industria, del total de las ventas el 50,5% corresponde a consumo residencial, así el GLP satisface diferentes usos durante todo el año, pero presenta cierta estacionalidad. Las ventas alcanzan su mayor volumen en los meses de invierno, tal como se muestra en la Ilustración 2. Así el mes con mayor consumo durante 2014 fue en julio con 133.151 toneladas lo que representa un alza de 74,4% respecto de febrero del mismo año, el mes con menores ventas.

Ilustración 2
Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile
(Durante 2014)

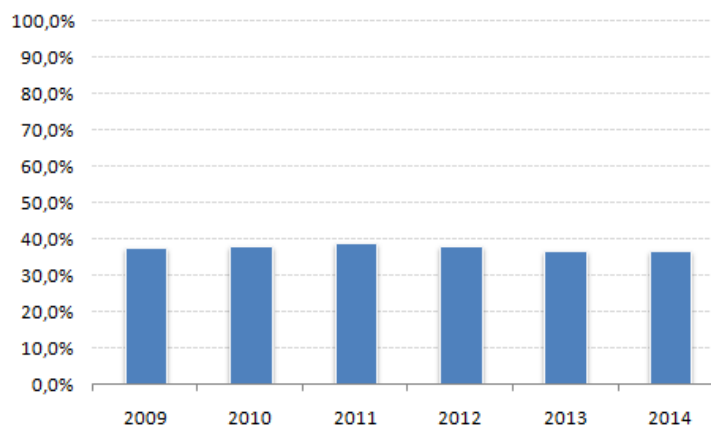


En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación de Gasmar y Empresa Nacional de Petróleo (Enap). Mientras que el abastecimiento en el país corresponde a un 89,0% de producto importado y 11,0% de producción nacional, generado por

Enap. Por otra parte, dentro del mercado chileno el país cuenta con tres grandes comercializadores de GLP.

Lipigas cuenta con más de 50 años de presencia en la industria de GLP chileno. Su participación de mercado se ha mantenido estable en los últimos cinco años. Actualmente posee una participación de igual a 36,8%⁹ (ver Ilustración 3).

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



Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 14 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 16 centrales de distribución y ventas a lo largo del país. A ellas, se les suma la red de distribución tercerizada con más de 2.300 puntos móviles de venta.

La estrategia de abastecimiento de gas por parte de la empresa se realiza conforme a la demanda proyectada en el presupuesto anual, mediante una combinación de proveedores que permitan aprovechar las oportunidades de importación de los excedentes de producción de los países vecinos.

Los principales proveedores en Chile, durante 2014, corresponden Gasmar con un 46,0%, en un 26,0% a Enap, un 23% corresponde a compras en Argentina y el resto del gas proviene de Perú.

Esta matriz de abastecimiento de **Lipigas** comenzó a cambiar en marzo de 2015, puesto que durante 2012 la empresa firmó un acuerdo con Oxiquim para construir instalaciones exclusivas de recepción, almacenamiento y despacho de GLP en el terminal marítimo que esta última empresa posee en la bahía de Quintero, en la Región de Valparaíso. Así, cerca de un 53,0% del gas de **Lipigas** será almacenado en estas dependencias. De esta manera, la compañía se abastecería en un 6,0% del Gasmar y un 16% del gas proveniente de Argentina.

El contrato de arriendo y prestación de servicios con Oxiquim dura 25 años, el que permitirá almacenar hasta 25 mil toneladas de GLP.

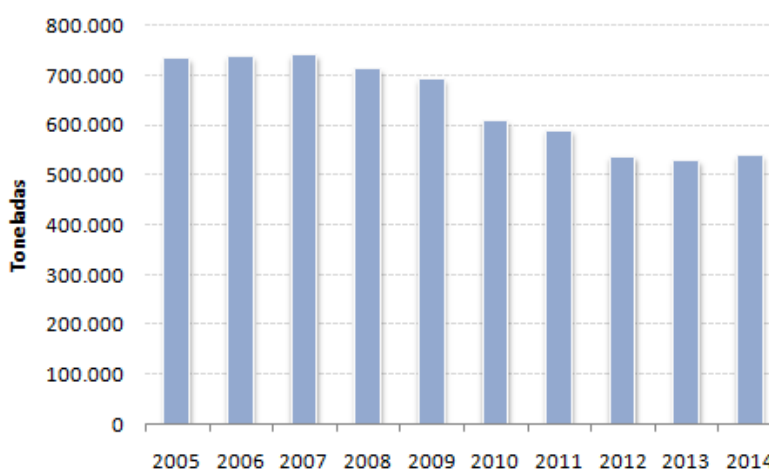
⁹ Dato proporcionado por la empresa a base de la información de la Asociación Chilena de Gas Licuado.

Colombia

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

En el último tiempo, el crecimiento de la demanda de GLP se ha visto afectado por la entrada del gas natural como combustibles en los hogares. A modo de ejemplo, el consumo en el mercado colombiano fue de aproximadamente 540 mil toneladas anuales en 2014, mientras que en 2007 alcanzó las 741 mil toneladas, lo que implica una disminución de 27,2% durante ese lapso (ver Ilustración 4).

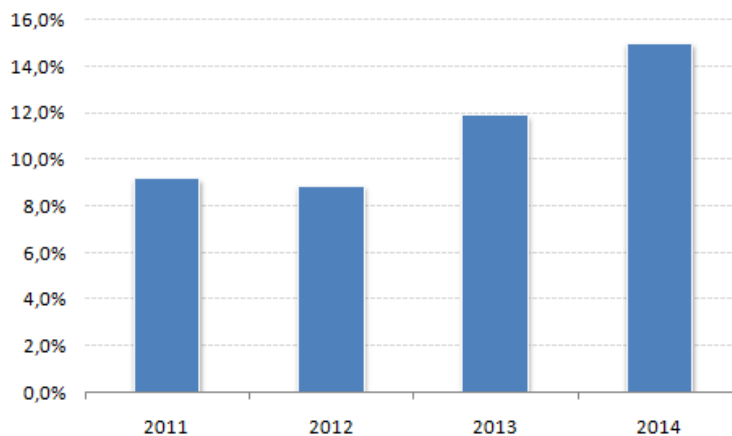
Ilustración 4
Evolución de las ventas totales de GLP en Colombia
(2005-2014)



En el país operan 50 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 envasados y una red de distribución propia con 26 centrales de distribución y venta. Con ello, la empresa ha logrado tener presencia en 24 de los 32 departamentos del país, alcanzando una participación de mercado igual a 14,0% (ver Ilustración 5).

Ilustración 5
Evolución de la participación de mercado
(2011-2014)



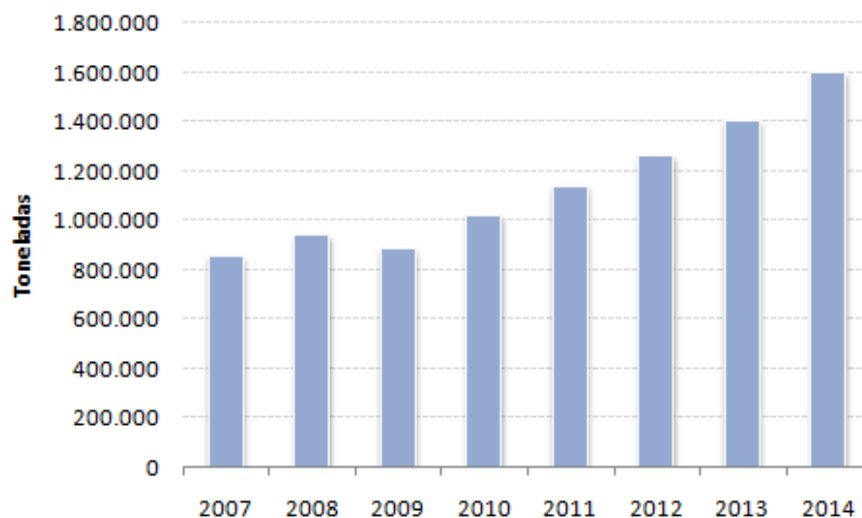
La estrategia de abastecimiento de GLP por parte de **Lipigas** no difiere de la realidad nacional y es realizado, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol que representa individualmente cerca del 90% de las compras de GLP, el resto es comprado a diferentes fuentes con una capacidad de oferta menor.

Perú

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

En el mercado peruano se venden cerca de 1,6 millones de toneladas de GLP al año. Este ha crecido a tasas anuales superiores al 10,0% desde 2010 a 2014, impulsado por el crecimiento del país, el incentivo tributario para el uso del gas en vehículos, además de programas gubernamentales que distribuyen cupones a modo de subsidio a los hogares de menores ingresos (ver Ilustración 6).

Ilustración 6
Evolución de las ventas totales de GLP
(2007-2014)



En el país, la empresa compite con 67 empresas envasadoras y comercializadoras de GLP en un mercado con una formalidad menor a la existente en Chile.

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

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

Lipigas, a través de Lima Gas, participa en el negocio de GLP de envasado ya granel, comercializando el producto bajo dos marcas: Lima Gas y Caserito, respectivamente. Con ambas marcas, la empresa tiene una participación mercado que alcanza a 8%.

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

La red de distribución de gas envasado está conformada por más de 480 distribuidores que abastecen de GLP a los usuarios finales, el que representan el 51% de las ventas totales de gas de la empresa en Perú. En el caso de granel, que representa el 49% de las ventas de la empresa en el país, la distribución directa llega a más de 2.030 clientes. Cabe señalar que, como se dijo anteriormente, durante 2014, este mercado ha reducido el consumo de GLP al sustituirlo por gas natural.

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

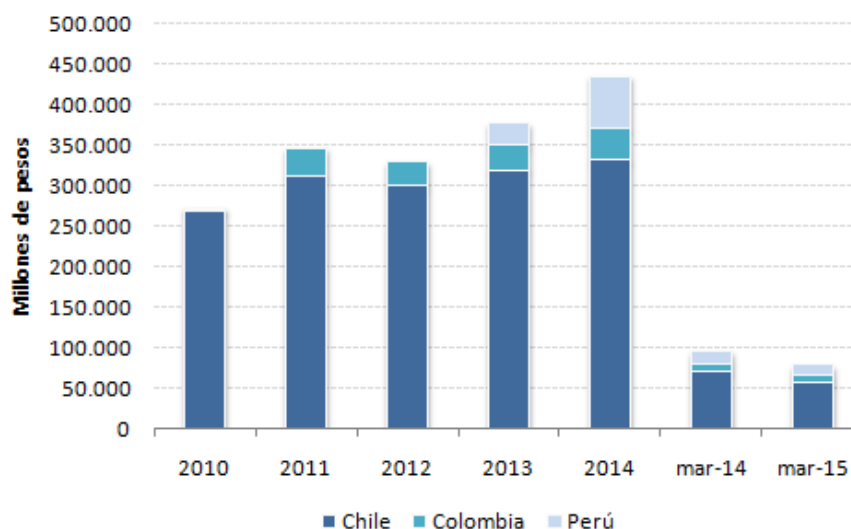
Pluspetrol; en la zona norte del país el productor y comercializador más importante es la estatal Petroperú.

Estructura de ingresos

En 2014, los ingresos generados en Chile representaron un 76,1% del total de los ingresos de la compañía, mientras que Colombia el 8,9% y las operaciones en Perú un 15,0%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de 2013 cuando las actividades de la empresa en Perú recién estaban comenzando. En ese entonces en los ingresos en Chile representaban el 84,5% del total (ver Ilustración 7).

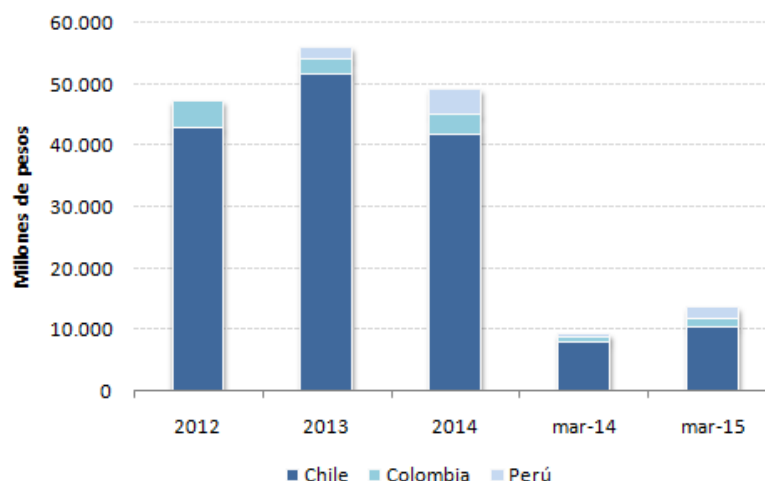
A marzo de 2015, los ingresos generados en Chile representaron el 72,4% del total, mientras que los ingresos provenientes de Perú, el 17,3% y Colombia generó el 10,3%.

Ilustración 7
Evolución de los ingresos por país
(2010-marzo 2015)



El 76,9% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de las operaciones en Chile seguidas en importancia por Perú y luego por Colombia (ver Ilustración 6). Dentro de Chile la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.

Ilustración 8
Evolución del EBITDA por país
(2012 - marzo 2015)



Análisis financiero¹⁰

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y marzo de 2015.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir de 2009, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa real compuesta anual igual a 7,6%, alcanzando los \$423.668 millones en el año móvil finalizado a marzo de 2015. Mientras que las compras de gas, entre 2009 y el año móvil finalizado en marzo de 2015, han crecido a tasas compuestas anuales iguales a 12,7%.

Dado que el GLP es un derivado del petróleo, ambos precios están muy correlacionados, estando el precio del primero sujetos a las variaciones del segundo; por ello los precios de referencia de los combustibles impactan en los flujos de **Lipigas**. Lo anterior, cobra relevancia puesto que en la estructura de costos y gastos relacionadas con la operación, las compras de este combustible pesan cerca de un 74% del total de estos.

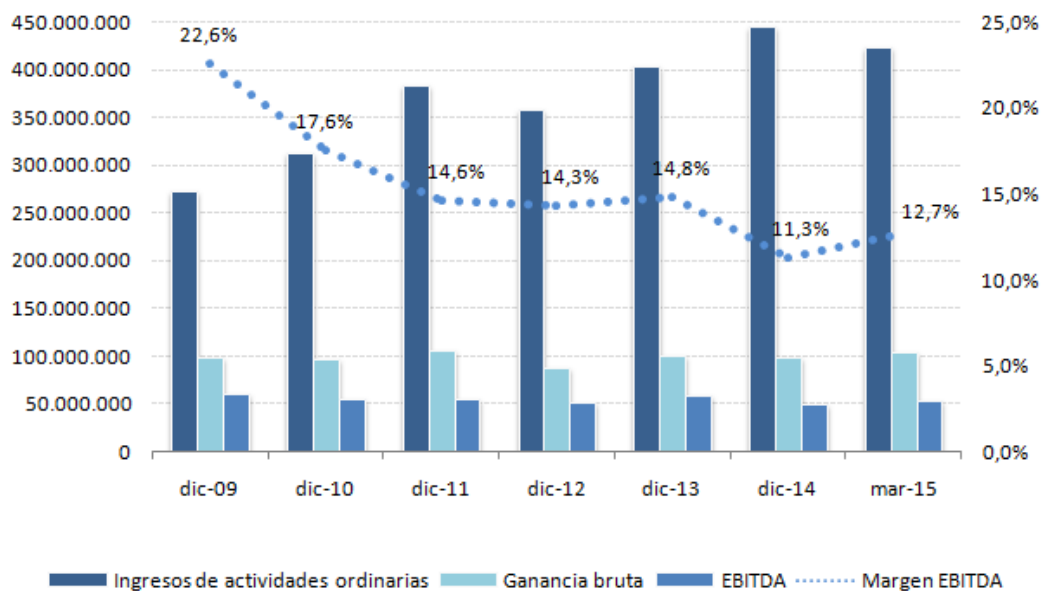
Sin embargo, a partir de marzo de 2015 la compañía estaría accediendo a mejoras en las condiciones de compra de gas, fecha en que, tal como se ha señalado anteriormente, comenzaron las operaciones del terminal en la bahía de Quintero.

Con todo lo anterior, entre 2009 y el año móvil finalizado a marzo de 2015, la ganancia bruta creció a una tasa compuesta anual igual a 0,7%. Mientras que el EBITDA de la compañía ha disminuido a una tasa compuesta anual igual a 2,2%.

¹⁰ Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de marzo de 2015. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada, corrigiendo cada trimestre a pesos de marzo de 2015.

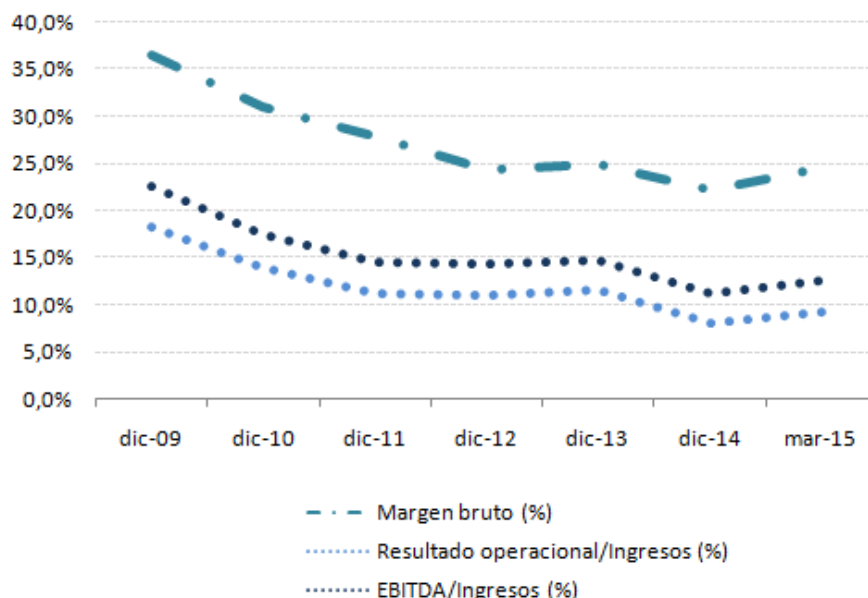
Particularmente, el año 2009 es considerado atípico en términos de EBITDA y de su margen, debido a que la empresa pudo acceder a mejores precios de compra de GLP como consecuencia de importantes excedentes de este insumo en Argentina (ver Ilustración 9). Dicho ello, se observa que los márgenes de EBITDA han fluctuado entre 22,6% y un 12,7%, en el período 2009 a marzo de 2015, mostrando una tendencia a la baja.

Ilustración 9
Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA
 (M\$, 2009- Año móvil marzo 2015)



A continuación se muestra la evolución de los márgenes de explotación, operacional y de EBITDA de **Lipigas**, como porcentaje de su ingreso (ver Ilustración 10).

Ilustración 10
Indicadores de eficiencia¹¹
(%. 2009-marzo 2015)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de la compañía, a marzo de 2015, totalizó \$100.159 millones, lo que representa un incremento de 25,0% respecto de diciembre de 2014. Este aumento se produce fundamentalmente por la incorporación del pasivo por arrendamiento financiero relacionado con la inversión en el terminal marítimo de Quintero, mencionado anteriormente.

El 78,1% de estas obligaciones son de corto plazo, mientras que el resto corresponde a obligaciones de largo plazo. Actualmente, el 77,8% de los pasivos financieros provienen de préstamos bancarios, mientras que el resto son arrendamientos financieros. Sin embargo, esta estructura de endeudamiento cambia por la colocación del bono en abril de 2015, destinada en gran parte a refinanciar pasivos.

El endeudamiento financiero de la empresa se ha elevado desde los \$10.735 millones en 2010 a \$100.159 millones a marzo de 2015, debido al inicio de las operaciones en Colombia y Perú, al financiamiento parcial de construcción de las instalaciones del terminal de Oxiquim y al arrendamiento financiero de este terminal.

No obstante el crecimiento de los pasivos financieros, la empresa presenta un bajo endeudamiento relativo, medido en relación a su generación de flujos. Pese a la caída en los márgenes antes señalados y con un nivel creciente de la deuda financiera, los ratios de endeudamiento son bastante bajos. Así, la deuda financiera representa el 75,5% del patrimonio. En el caso del indicador de

¹¹ Cabe mencionar que el indicador de margen bruto presentó cambios desde 2012, puesto que el costo de venta incluye el costo de la materia prima, depreciación, amortización, sumado a los gastos de fabricación, mientras que hasta 2011 sólo incluía el costo de la materia prima, depreciaciones y amortizaciones.

endeudamiento financiero sobre EBITDA se sitúa en 1,9 veces; el que en 2010, por el escaso endeudamiento financiero de la empresa a esa fecha, era de 0,2 veces. Mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo¹² (FCLP) ha pasado desde las 0,2 veces en 2010 a 1,8 veces en marzo de 2015.

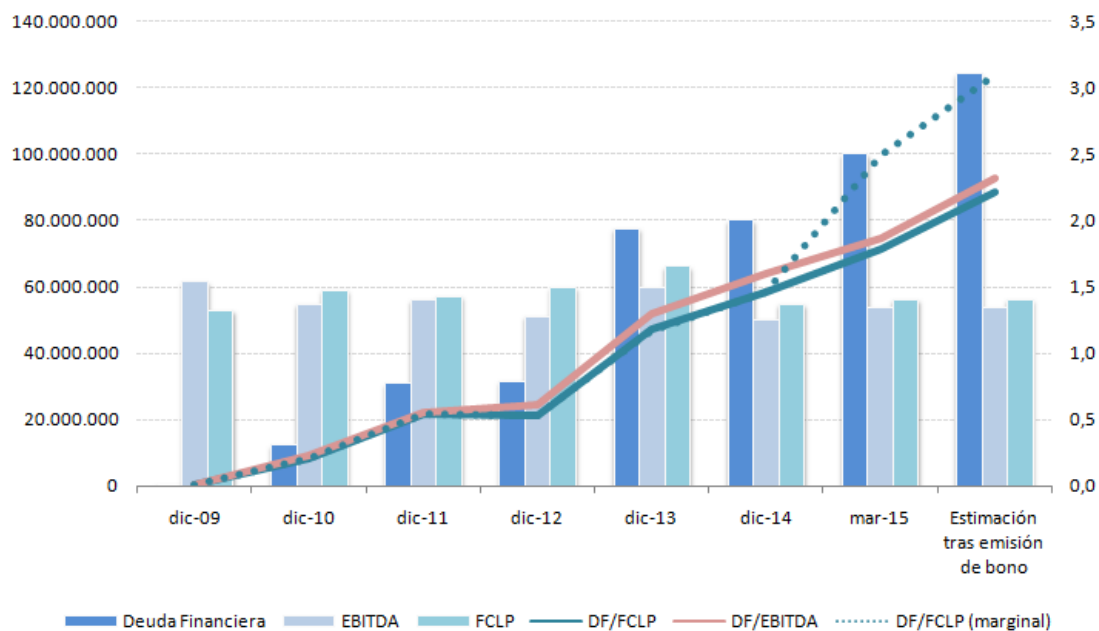
No obstante, en atención a la tendencia observada en los resultados, se ha considerado que la rentabilidad de los activos exhibida por la empresa en el pasado no sería representativa del largo plazo (estos fueron de 33,7% en 2009; 27,1% en 2010; 23,9% en 2011; 19,7% en 2012; 19,5% en 2013; 15,0% en 2014 y 14,7% a marzo de 2015).

Dado lo anterior, se estima que los niveles de rentabilidad deberían converger a aquellos exhibidos por otras empresas de distribución que operan en otros rubros (como por el ejemplo el sanitario). Así, se ha calculado el FCLP asumiendo que la última observación (marginal) de la rentabilidad anual de los activos sería su nivel de largo plazo, con lo cual la relación deuda financiera sobre FCLP se eleva a 2,5 veces, a marzo de 2015.

Cabe señalar, que tras la colocación de bonos realizada en abril de 2015, la compañía recaudó un total de \$89.402 millones. De estos fondos, \$65.105 millones fueron destinados al pago de obligaciones financieras; mientras que al cierre de los estados financieros de marzo de 2015, los pasivos financieros de la compañía llegaban a \$100.159 millones. De esta manera, sería posible estimar que la deuda financiera de la compañía llegaría a alrededor de \$124.456 millones. Así, se llegaría a niveles de endeudamiento relativo iguales a 2,3 veces, en relación al EBITDA, de 2,2 veces, en relación al FCLP y de 3,1 veces, si se considera el FCLP marginal, tal como se muestra en la Ilustración 11.

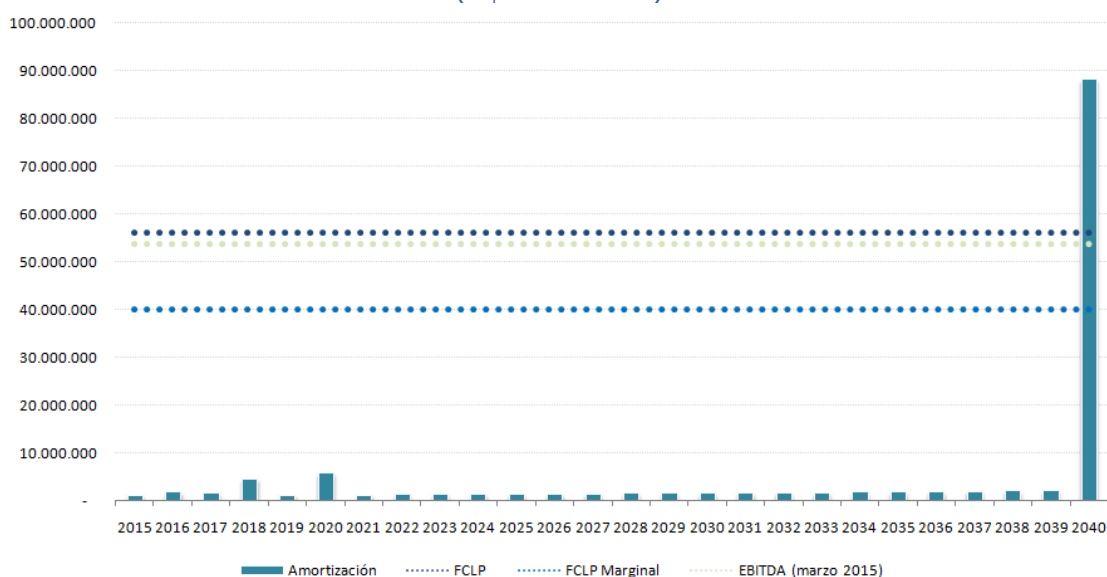
¹² El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 11
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (M\$ 2009- marzo 2015)



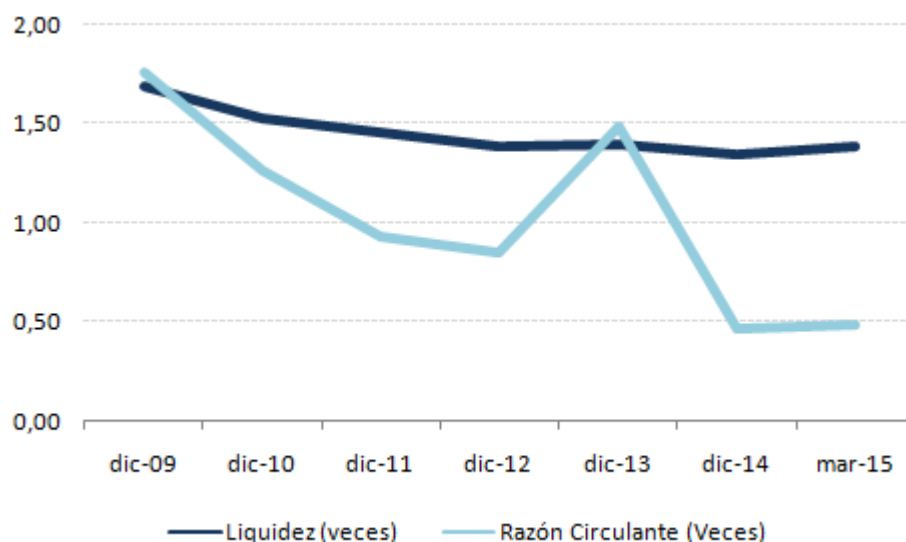
Tras la emisión del bono *bullet*, en abril del presente año, el perfil de vencimientos de la deuda muestra claras holguras en todos los periodos evaluados, salvo para el año 2040 fecha de vencimiento del bono (ver Ilustración 12). Las amortizaciones más próximas, entre 2015 y 2020 corresponden a los vencimientos de la deuda para el financiamiento del terminal marítimo de Quintero y los préstamos bancarios de Colombia y Perú, las que en conjunto no superan los \$6.000 millones.

Ilustración 12
Evolución del perfil de vencimientos financieros
 (M\$. 2015-2040)



La liquidez de la empresa¹³ cerró en 1,4 veces a marzo de 2015, mostrando además, un alto grado de estabilidad, en términos relativos, durante el período evaluado. Sin embargo, la razón circulante no exhibe la misma estabilidad, toda vez que en marzo de 2015 finalizó en 0,5 veces, habiendo oscilado desde las 1,8 veces en 2009, hasta caer a niveles inferiores a la unidad en 2012, cuando cerró el año en 0,9. Esto se debe al mayor aumento de los pasivos corrientes frente a los activos de la misma categoría, debido a la deuda financiera que ha tomado la empresa con finalidades de expansión, explicadas con anterioridad (ver Ilustración 13). Sin embargo, la colocación de los bonos corrige esta situación.

Ilustración 13
Evolución de los indicadores de liquidez
(Veces. 2009- marzo 2015)



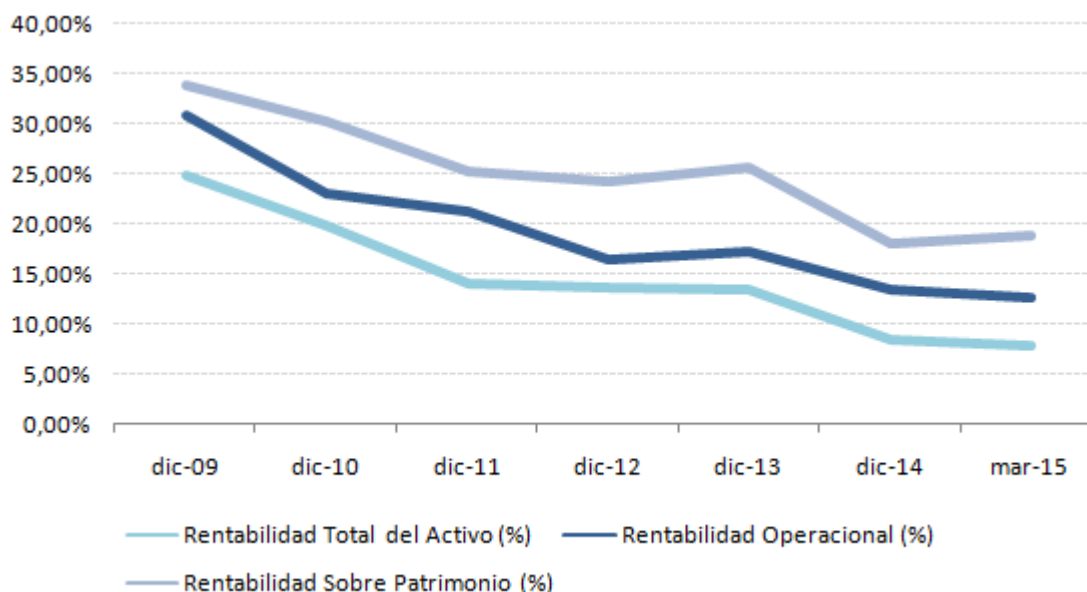
Evolución de la rentabilidad¹⁴

Los indicadores de rentabilidad han mostrado un sesgo a la baja. La rentabilidad total del activo bajó del 24,9% en 2009 a 7,7% en marzo de 2015, mientras que en el mismo período la rentabilidad operacional pasó del 30,9% a 12,7% y la rentabilidad sobre patrimonio de 33,8% a 18,7% (ver Ilustración 14).

¹³ Liquidez: Ingresos/ (Costo de venta-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.

¹⁴ Rentabilidad operacional= Resultado Operacional/Activos Corrientes Promedio +Propiedades Planta y Equipo Promedio; rentabilidad del patrimonio= Ganancia (Pérdida)/Patrimonio Total Promedio; Rentabilidad total del activo= Ganancia (pérdida)/ Activos Totales Promedio.

Ilustración 14
Evolución de las rentabilidades¹⁵
(2009- marzo 2015)



Covenants

Covenant	Marzo 2015	Límite
Endeudamiento financiero neto	1,37 veces	Menor a 1,5 veces
Patrimonio mínimo	\$132.606 millones	Mayor a \$110.000 millones

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros 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".

¹⁵ Cabe señalar que producto de la corrección retroactiva del valor del rubro Propiedades, plantas y equipo – explicada en nota al pie número 3– la rentabilidad correspondiente a los años 2009 y 2010 no es comparable con las del año 2011 en adelante.