



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Paula Acuña L.

Carlos García B.

Tel. 56 – 22433 5200

paula.acuna@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas Lipigas S.A.

Mayo 2020

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	AA
Tendencia	Estable
Acciones	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF Base	31 de marzo de 2020 ¹

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

Estados de resultados consolidados bajo IFRS						
Miles de pesos	2015	2016	2017	2018	2019	Mar 20
Total ingresos	378.613.062	406.208.455	468.355.277	515.875.856	492.869.463	113.262.867
Costo de ventas	-245.698.853	-266.484.046	-312.934.965	-357.033.148	-313.665.183	-74.033.562
Ganancia bruta	132.914.209	139.724.409	155.420.312	158.842.708	179.204.280	39.229.305
Gastos de administración y distribución	-69.434.499	-79.637.107	-89.546.559	-95.486.974	-106.733.367	-28.306.185
Resultado operacional	63.479.710	60.087.302	65.873.753	63.355.734	72.470.913	10.923.120
Gastos financieros	-10.655.003	-7.896.870	-5.585.434	-6.401.890	-8.915.114	2.579.735
Resultado del ejercicio	36.120.103	38.738.413	42.658.786	41.642.612	40.473.277	5.096.978
EBITDA	79.045.557	78.118.450	87.499.083	85.747.411	104.347.230	19.223.840

Balance general consolidado bajo IFRS						
Miles de pesos	2015	2016	2017	2018	2019	Mar 20
Activos corrientes	73.835.570	69.078.750	67.804.995	84.569.265	83.335.307	117.153.086
Activos no corrientes	266.085.573	305.563.882	322.864.236	360.200.798	425.859.654	430.998.701
Total activos	339.921.143	374.642.632	390.669.231	444.770.063	509.194.961	548.151.787
Pasivos corrientes	33.753.506	52.329.057	53.852.837	86.316.984	64.277.110	63.974.955
Pasivos no corrientes	175.314.917	185.105.339	193.439.136	200.730.532	272.575.432	312.578.000
Pasivos totales	209.068.423	237.434.396	247.291.973	287.047.516	336.852.542	376.552.955
Patrimonio	130.852.720	137.208.236	143.377.258	157.722.547	172.342.419	171.598.832
Patrimonio y pasivos, total	339.921.143	374.642.632	390.669.231	444.770.063	509.194.961	548.151.787
Deuda financiera ²	118.008.972	130.618.139	130.533.121	163.872.191	204.103.596	243.711.720

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2020 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Desde 2019 en adelante, se incluyen los pasivos por arrendamientos, corrientes y no corrientes.

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

La empresa, en Colombia, está presente en el mercado de distribución de GLP e incursionando en el negocio de gas por redes. También participa en el mercado peruano de distribución de GLP y de venta de GN por red. Alrededor del 89% de los ingresos de **Lipigas** son generados por la venta de GLP.

La compañía presentó, en 2019, ingresos ordinarios por \$492.869 millones, contando, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 35,7% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 14,9% en el mercado colombiano, y 7,0% en el mercado peruano. A diciembre de 2019, Chile, Colombia y Perú originaron el 71,1%, 11,1% y 17,8% de los ingresos ordinarios, respectivamente. A marzo de 2020, la deuda financiera de la compañía ascendía a \$ 243.712 millones.

La clasificación de riesgo ha sido asignada considerando que **Lipigas** de acuerdo con la metodología estándar de **Humphreys**, presenta una relación de deuda financiera sobre flujos de largo plazo (FCLP)³ igual a 2,24 veces.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de las líneas de bonos y títulos de deuda de **Lipigas** en "Categoría AA", se ha considerado la estabilidad de las ventas que exhibe el mercado en el que opera y la alta desconcentración geográfica de los ingresos del emisor, operando en la totalidad de las regiones del país. Asimismo, como elementos positivos se 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 de primera necesidad) y la modalidad de las ventas (elevado porcentaje al contado).

También se valoran favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o tanques que son propiedad de **Lipigas**. En esta industria el ingreso de nuevos competidores requeriría una adecuada logística y altos montos de inversión, lo que hace menos probable la llegada de nuevos operadores. Esta situación podría explicar, al menos en parte, el hecho que la distribución de mercado de este sector se haya mantenido relativamente estable y, en el caso de **Lipigas**, consistentemente figure con una participación sobre el 35%.

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

Otro elemento que incorpora la clasificación son los más de 60 años de experiencia de la compañía, periodo en el cual ha presentado un crecimiento consistente en sus operaciones, sustentado en su amplia red de operaciones, con 14 plantas de almacenamiento y envasado y una red nacional de aproximadamente 735 distribuidores. Además, se considera la amplia trayectoria empresarial del grupo controlador, el cual dispone de operaciones en *retail*, pesca y otros.

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

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

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

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 y a cambios regulatorios que podrían afectar su competitividad. Si bien la agenda energética del Gobierno se enfocó en los últimos años en los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante acotada, a futuro podría hacerse extensiva al marco normativo del gas licuado lo que implicaría efectos en los flujos de la compañía.

El *rating* asignado a los títulos accionarios de la compañía en “*Primera Clase Nivel 3*”, responde a la liquidez bursátil que poseen las acciones de **Lipigas**.

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

Cabe señalar que producto de la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, si bien no se han visto y no se esperan futuras disminuciones en la venta de gas a clientes residenciales, es posible esperar, una baja en la captación de nuevos clientes residenciales asociados a redes y medidores, una disminución en las ventas del sector comercial e industrial y un debilitamiento en el pago de los clientes aunque, en menor medida, ya que gran parte de sus clientes es venta al contado (cilindros). En todo caso, la clasificadora estima que la compañía posee niveles de liquidez sólidos para cubrir todos sus vencimientos

de corto plazo (dado su bajo endeudamiento) y que pasada la crisis se espera una normalización del consumo.

Resumen de fundamentos de la 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 su controlador.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- Oportunidad Perú y Colombia.
- Adecuado perfil de vencimientos.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2019

Durante 2019, la compañía obtuvo ingresos por \$492.869 millones, lo que representa una disminución de un 4,5%, respecto del mismo periodo del año anterior. Dicha disminución estuvo generada fundamentalmente por Chile, dado a la baja en los precios de los combustibles a nivel internacional, compensado, en menor medida, por mayores ventas en Colombia y Perú.

Los costos de venta de la compañía disminuyeron en un 12,1% respecto de 2018. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$179.204 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 12,8% respecto de diciembre de 2018. Dicho aumento, se da principalmente por mayores ganancias en los tres países.

Los gastos de administración y venta crecieron un 11,8% por mayores gastos en los tres países. Finalmente, el EBITDA de la compañía aumentó un 21,7% desde \$85.747 millones a \$ 104.347 millones y el margen EBITDA pasó desde un 16,6%, en 2018, a 21,2% en 2019.

Las operaciones en Chile contribuyeron con el 84,0% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 5,5% y Colombia el 10,6%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$176.203 millones, lo que representa un crecimiento de 7,5% respecto de diciembre de 2018. El patrimonio alcanza \$172.342 millones aumentando en un 9,3% con respecto al año anterior.

Eventos recientes

En enero de 2020, la compañía emitió un bono por UF 2,5 millones destinados en un 50% para refinanciamiento de pasivos y 50% para nuevas inversiones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA (títulos de deuda)

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

Primera Clase Nivel 3 (títulos accionarios)

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Estabilidad de sus mercados y bien esencial : Principalmente, la empresa se desenvuelve en el sector de gas licuado, bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas a crisis o variaciones en el consumo de la población.

Adicionalmente, este mercado en Chile presenta una estructura muy estable en cuanto a las compañías que compiten en él, las que han tendido a mantener su participación en las ventas a lo largo del tiempo. Las ventas de GLP en Chile, han experimentado un alza promedio anual igual a 1,2% entre 2010 y 2019. Así, es importante destacar que el consumo de GLP, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta variaciones poco significativas en términos de años móviles. Por muchos años, el sector ha operado con tres operadores relevantes, manteniendo **Lipigas** una participación en torno al 36% (en 2009 era de 37,6% y en 2019 de 35,7%).

Desconcentración geográfica de las ventas: La compañía extiende su cobertura en Chile desde la Región de Arica y Parinacota a la Región de Magallanes. La Región Metropolitana representa el 27,1% de las ventas en toneladas de GLP, seguido por la Región de Valparaíso con el 14,7% de las ventas en toneladas. Las ventas en Colombia y Perú contribuyen a incrementar la diversificación geográfica.

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 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. De la misma forma, los clientes industriales y comerciales utilizan este insumo como energía para producir, por lo que el no pago provoca la suspensión del suministro, lo que les afecta a su producción en forma directa, situación que ha llevado a que el emisor presente una mora histórica muy baja.

Se estima que **Lipigas** atendió, en 2019, un poco más de 2,2 millones de clientes residenciales en Chile. Si se incorporan los tres países donde está presente la sociedad, durante 2019, abasteció a más de 3 millones 200 mil clientes tanto a nivel residencial, comercial e industrial.

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

Según estimaciones del Banco Mundial, a 2018, Colombia tiene un PIB per cápita⁴ de US\$ 14.834,4 y una población equivalente a 49,7 millones de personas, mientras que Perú exhibe un PIB per cápita de US\$ 13.093,7 y una población de 32,0 millones. Por otra parte, con la finalidad de comparar, Chile tiene un PIB per cápita igual a US\$ 24.763,0 y una población cercana a los 18,7 millones de personas.⁵

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

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

⁵ Ver <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.PP.CD> (último dato 2018).

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

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros a través de venta directa o con aproximadamente 735 distribuidores a nivel nacional con que cuenta. Además, posee 27 centrales de distribución y venta a nivel nacional.

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

Adecuando perfil de vencimientos: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2039 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones e intereses no excede los \$ 10.530 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2019 (igual a \$ 104.347 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. Incluso la compañía posee holgura, aunque en menor grado, para realizar el pago en el año 2040 y 2044, cuando debe efectuarse desembolsos por \$ 104 mil millones y 74 mil millones, respectivamente. Además, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

Factores de riesgo

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

Precio de commodities: La empresa enfrenta fluctuaciones en el precio al que pueden abastecerse, situación propia de los *commodities*. A modo de ejemplo, el índice *Mont Belvieu* –que define el precio del gas propano– creció un 37,7% entre 2009 y 2010, mientras que en 2011 el precio por galón subió un 25,9%, para posteriormente reducirse en un 31,3% en 2012. En 2017, el precio subió un 57,2% luego de una baja de 56,0% en 2015. Finalmente, en 2018, el precio tuvo una variación positiva de 14,4% y en 2019, una disminución de 37,9%. Sin embargo, los márgenes de la compañía se mantienen estables en el tiempo.

Rentabilidad que podría incentivar el ingreso de nuevos operadores: La tendencia en la rentabilidad de los activos y del patrimonio del negocio de distribución de GLP, podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas, las cuales en el pasado fueron superiores a 11% y 27%,

respectivamente, sin bien estas han disminuido en los últimos años continúan siendo altas en comparación con otras industrias. No obstante, los altos montos de inversión actúan como barrera de entrada de nuevos competidores.

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, lo cual podría extenderse a gas licuado en el futuro.

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

Riesgos negocios en Colombia y Perú: La empresa ingresó en 2010 a Colombia y en 2013 a Perú, ambos mercados nuevos en la cartera de la empresa. Estos países cuentan con una reciente regulación, además hay una cierta informalidad y riesgo mayor al de la operación en Chile, tanto en términos del mercado mismo como por el riesgo país (el riesgo soberano de Chile es A1 y el de Colombia y Perú de Baa2 y A3, respectivamente). Sin embargo, esto se ve atenuado, en parte, por el hecho de haber comprado empresas ya en funcionamiento y por el hecho de contar con una amplia experiencia en Chile a lo largo de su historia. También el riesgo se atenúa por la mayor estabilización económica y política que han mostrado estos países, lo cual, desde otra perspectiva, representa una oportunidad de crecimiento futuro. En 2019, los ingresos provenientes de Perú y Colombia representaron el 17,8% y 11,1% del total, respectivamente.

Antecedentes generales

La compañía

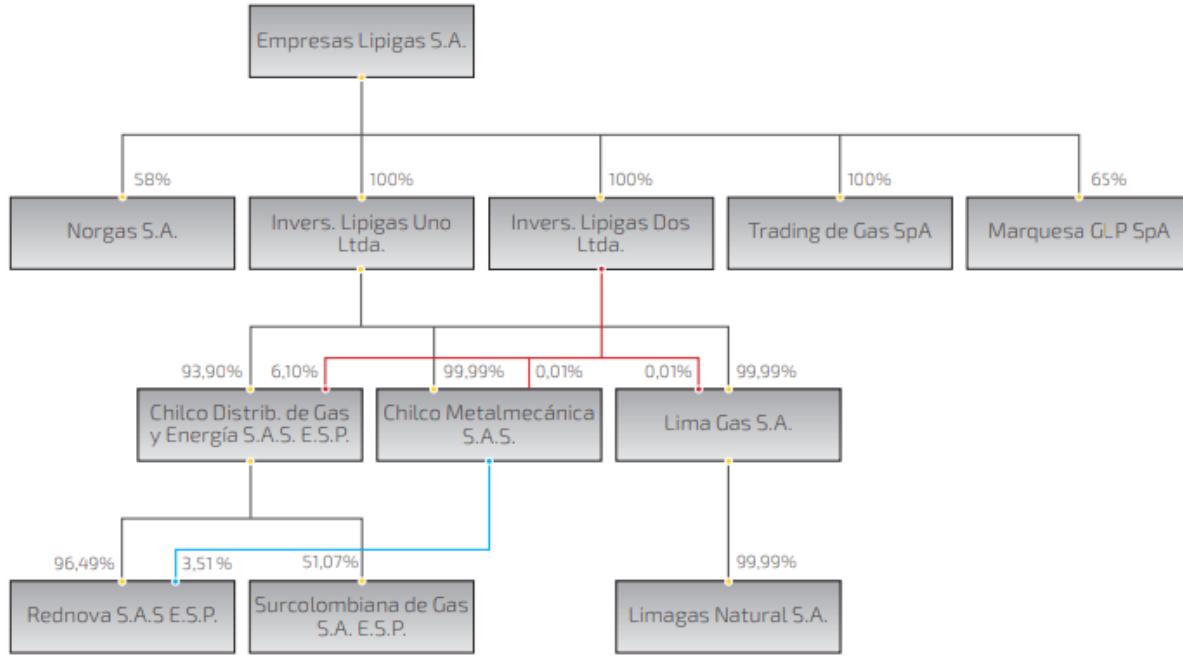
Empresas Lipigas S.A. fundada en 1959, es una empresa dedicada a la comercialización y distribución de gas licuado de petróleo (GLP) a lo largo de todo Chile y en los años 2010 y 2013 entra a los mercados de Colombia y Perú, respectivamente.

Adicionalmente, distribuye gas natural en la II y X Región de Chile, en Colombia y Perú.

La propiedad de la compañía resulta de la consolidación de un grupo de compañías dedicadas a la comercialización de gas licuado (GLP), controlada por las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzone con un 73,2% de la propiedad.

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

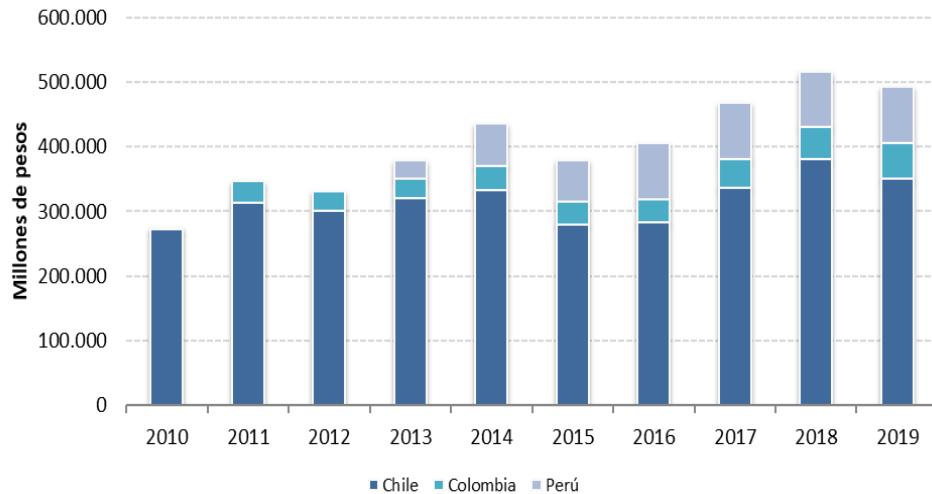
Ilustración 1
Estructura Lipigas
(2019)



Composición de los flujos

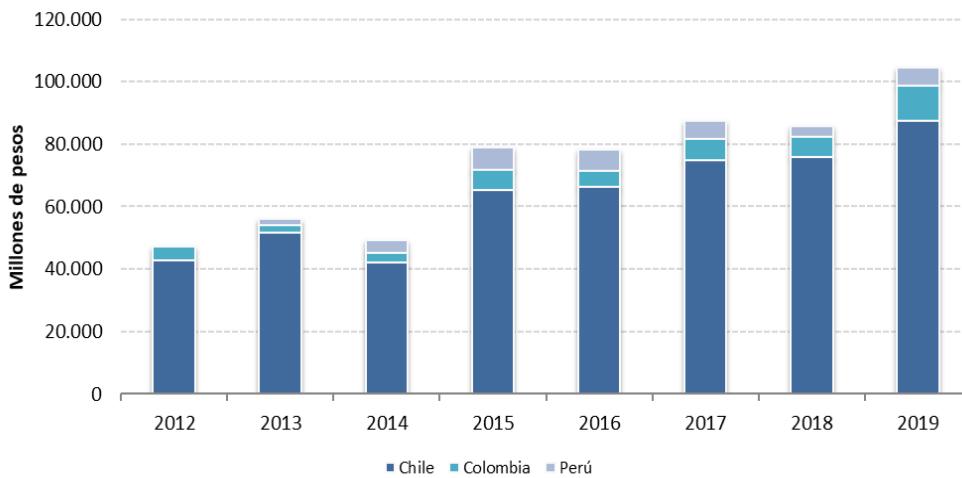
En 2019, los ingresos generados en Chile representaron un 71,1% del total de la compañía, mientras que Colombia el 11,1% y las operaciones en Perú un 17,8%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de 2013 cuando las actividades de la empresa en Perú recién estaban comenzando. En ese entonces los ingresos en Chile representaban el 84,5% del total (ver Ilustración 2).

Ilustración 2
Evolución de los ingresos por país
 (MM\$. 2010 - 2019)



El 84,0% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de las operaciones en Chile seguidas en importancia por Colombia y luego Perú con un 10,6% y 5,5%, respectivamente (ver Ilustración 3). Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.

Ilustración 3
Evolución del EBITDA por país
 (MM\$. 2012 - 2019)



Descripción del negocio

Mercados en los que participa la compañía

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

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

Los clientes de la empresa se subdividen en:

- **Cientes Residenciales:** El suministro gas es para artefactos de uso domésticos como cocinas, calefones, calderas, estufas y sistemas de calefacción, entre otros.
- **Cientes Comerciales:** Permite abastecer a establecimientos que requieren del combustible para el funcionamiento en panaderías, restaurantes, hoteles y hospitales, entre otros.
- **Cientes 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 (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 2019, la compañía, en términos consolidados, distribuyó 693,7 mil toneladas de este gas, lo que representa un aumento del 0,5% respecto de las ventas del periodo anterior, explicado principalmente por la mayor venta en Colombia y Perú.

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

- **Gas envasado:** En Chile, el gas se comercializa en cilindros de 5, 11, 15 y 45 kilogramos, que son propiedad de la compañía. Cabe señalar, que la procedencia del cilindro no es inconveniente para comprar gas a cualquier otra distribuidora (el consumidor puede entregar el cilindro de otra empresa de sector y, posteriormente, las mismas empresas del rubro llevan a cabo las reasignaciones respectivas). Para su comercialización, cuenta básicamente con cuatro canales: venta directa, los distribuidores exclusivos, distribuidores franquiciados y los distribuidores multimarca.
- **Gas granel:** Suministro mediante recargas de gas en tanques que tienen capacidad desde 500 a 113.000 litros. El estanque es propiedad de la compañía distribuidora de gas y es reabastecido sólo por esta misma, de manera programada de acuerdo con la demanda del cliente. En el

mercado de gas licuado a granel la compañía se encuentra integrada verticalmente para atender al consumidor final, contando así con un canal de distribución propio.

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

Gas Natural (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 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.

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

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.

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.

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.

Generación eléctrica

Lipigas participa en el mercado de la comercialización eléctrica con soluciones personalizadas para industrias y comercios, para quienes pueden optar a ser clientes libres, y proyectos de cogeneración basados en gas licuado y gas natural licuado.

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

En 2018, adquiere el 65% de Marquesa SpA. dedicada al desarrollo, construcción y operación de plantas de generación eléctrica sumando 5,2 MW de potencia en proyectos de clientes que usarán GLP y GNC como fuente de generación, totalizando alrededor de 8 MW de potencia instalada durante 2019.

Finalizó 2019 con 68 GWh comercializados, con 32 clientes consumiendo y 41 acuerdos cerrados para comercializar 123 GWh con clientes libres. Los ingresos de este segmento fueron de \$ 5.012 millones, con un EBITDA de \$ 314.000 millones.

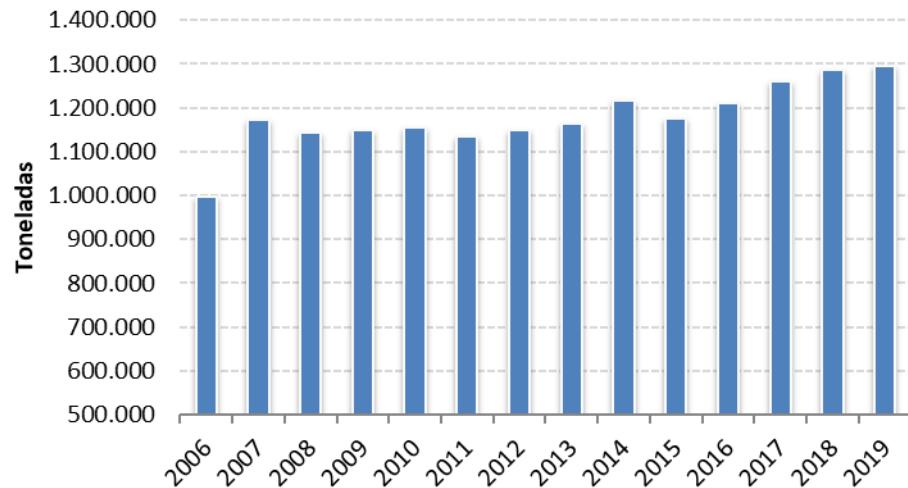
Distribución geográfica de sus flujos

Chile

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

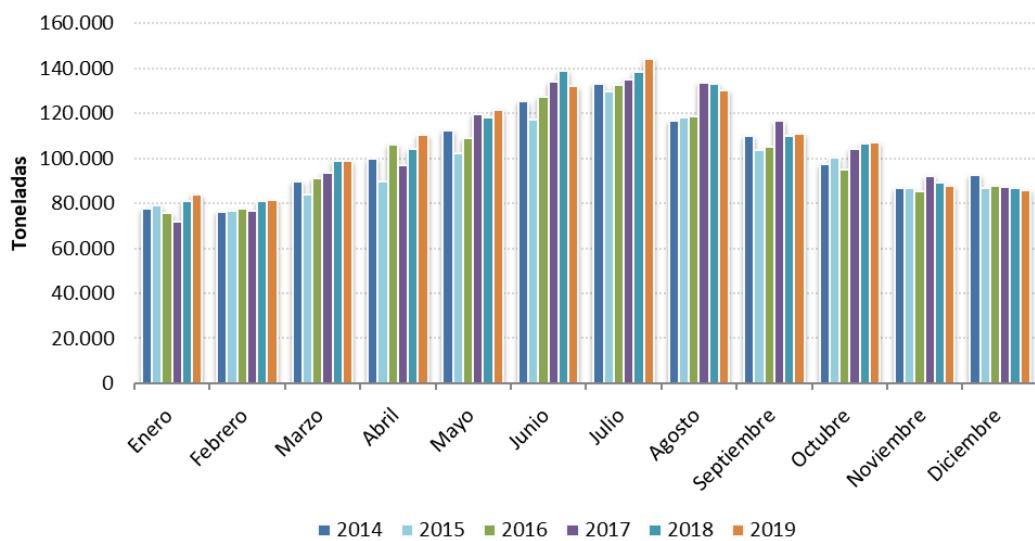
Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP superan los 1,29 millones de toneladas anuales (ver Ilustración 4).

Ilustración 4
Evolución de las ventas totales de GLP en Chile
(Toneladas. 2006 - 2019)



De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, alrededor del 40%⁶ corresponde a consumo residencial, así el GLP satisface diferentes usos durante todo el año, pero presenta cierta estacionalidad. Las ventas alcanzan su mayor volumen en los meses de invierno, tal como se muestra en la Ilustración 5. El mes con mayor consumo durante el año 2019 fue julio con 144.014 toneladas lo que representa un alza de 76,4% respecto de febrero del mismo año, el mes con menores ventas.

Ilustración 5
Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile
(Toneladas. 2014-2019)

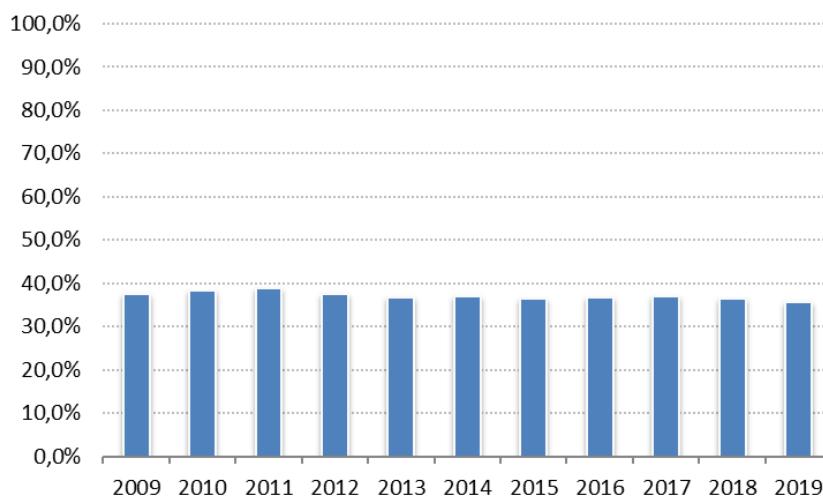


⁶ Dato proporcionado por la empresa en base a información de la Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación del producto; su abastecimiento corresponde a un 79% de producto importado y 21% de producción nacional, generado por Enap.

Lipigas cuenta con más de 60 años de presencia en la industria de GLP chileno. Su participación de mercado se ha mantenido estable en los últimos cinco años. Actualmente, posee una participación de igual a 35,7%⁷ (ver Ilustración 6).

Ilustración 6
Evolución de la participación de mercado de Lipigas
(%. 2009-2019)



Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 14 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 27 centrales de distribución y ventas a lo largo del país. A ellas, se les suma la red de distribución tercierizada con aproximadamente 2.500 puntos móviles de venta.

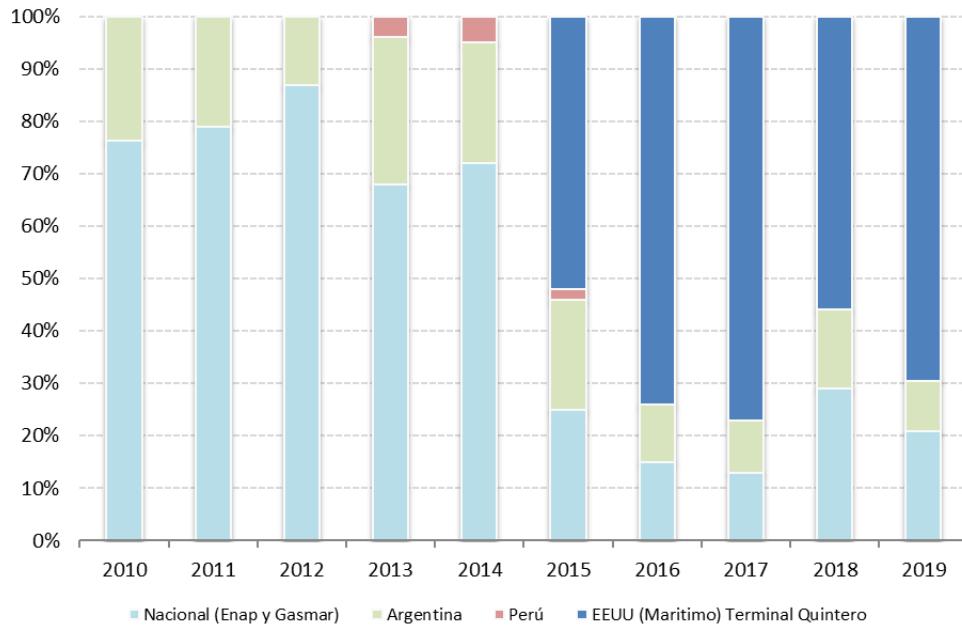
La estrategia de abastecimiento de gas, por parte de la empresa, se realiza conforme con la demanda proyectada en el presupuesto anual. Para ello, se dispone de un terminal en Quintero y una combinación de proveedores que permitan aprovechar las oportunidades de importación de los excedentes de producción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

El año 2012, la empresa firmó un acuerdo con Oxiquim para construir instalaciones exclusivas de recepción, almacenamiento y despacho de GLP en el terminal marítimo que esta última empresa posee en la bahía de Quintero, en la Región de Valparaíso (en 2019, el 69,6% del gas proviene de estas dependencias). El contrato de arriendo y prestación de servicios con Oxiquim dura 25 años, contado desde 2015, lo que permite almacenar hasta 29 mil toneladas de GLP en las instalaciones del terminal marítimo de Quintero.

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

Así, en 2019, cerca de un 70,0% del gas de **Lipigas** fue importado a través de EE.UU. De esta manera, la compañía se abastece en un 21,0% de Gasmar y Enap y un 10% del gas proveniente de Argentina.

Ilustración 7
Evolución de la matriz de abastecimiento
(%. 2010-2019)

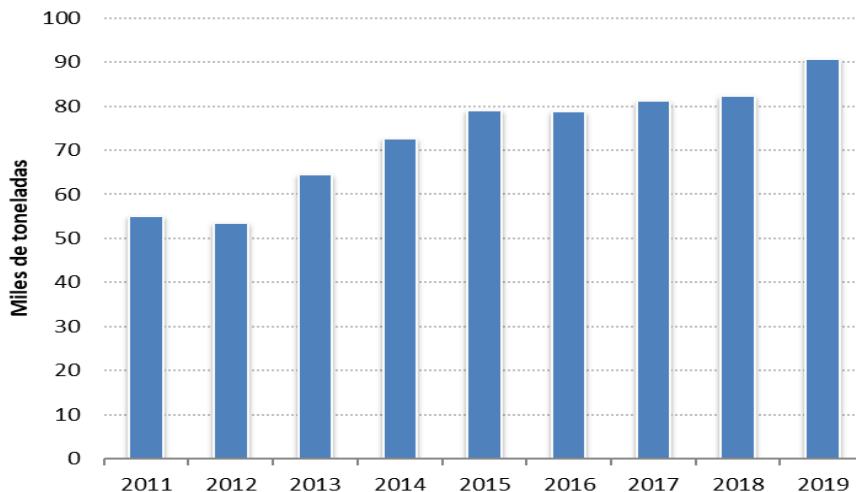


Colombia

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

Las ventas de GLP de la filial colombiana de Lipigas, Chilco, han aumentado un 10,3% con respecto a 2018, alcanzando las 90,7 mil toneladas en 2019 (Ver Ilustración 8).

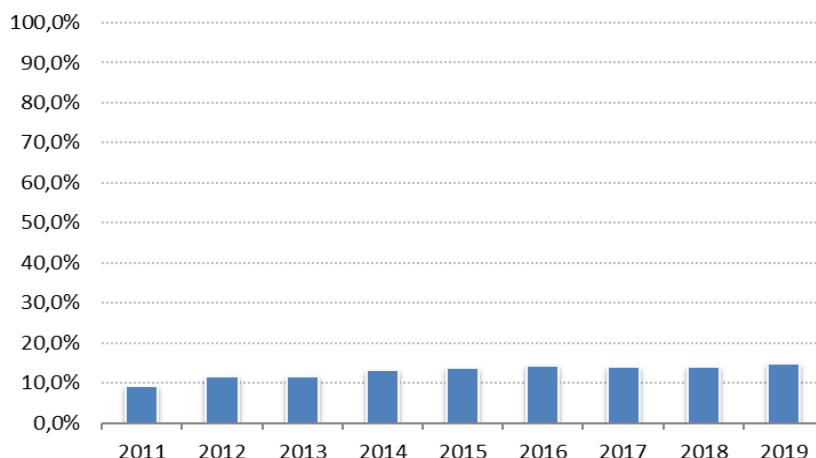
Ilustración 8
Evolución de las ventas de GLP Chilco
(Miles de toneladas. 2011 - 2019)



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

Lipigas para la comercialización de GLP en Colombia cuenta con 17 plantas de envasado y una red de distribución propia con 19 centrales de distribución y venta. La empresa ha logrado tener presencia en 25 de los 32 departamentos del país, alcanzando una participación de mercado igual a 14,9% (ver Ilustración 9).

Ilustración 9
Evolución de la participación de mercado
(% 2011 - 2019)



La estrategia de abastecimiento de GLP, por parte de **Lipigas**, no difiere de la realidad nacional y es realizado, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol que representa

individualmente el 74% de las compras que hace **Lipigas** en el país, el 13% fue importado del Puerto de Cartagena y el resto es comprado a diferentes fuentes nacionales con una capacidad de oferta menor.

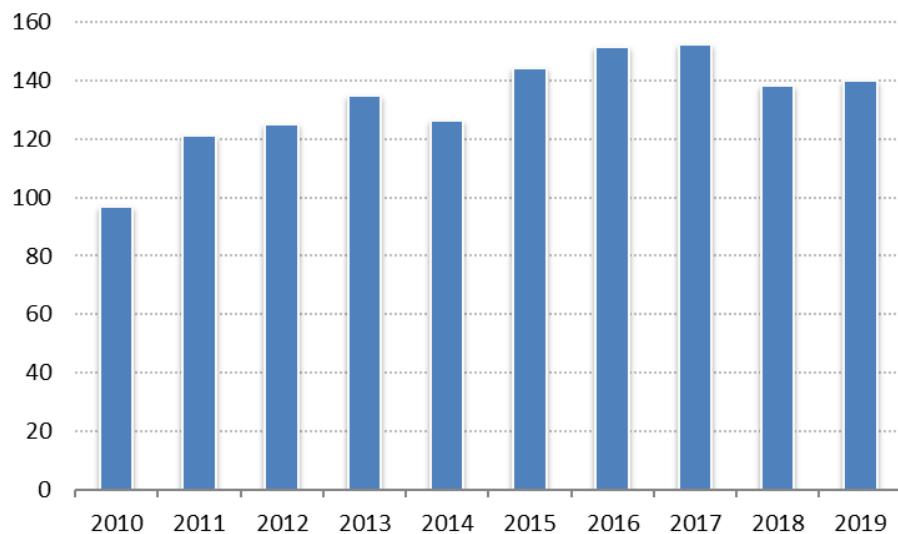
Perú

Durante 2013, la empresa **Lipigas** ingresó al mercado peruano, a través de la compra de la comercializadora de GLP Lima Gas. Además la compañía vende y distribuye GNC para industriales y estaciones de servicio. A fines de 2018, comercializa GNL para clientes de alto consumo.

En el mercado peruano se venden cerca de 2,0 millones de toneladas de GLP al año. Las ventas han aumentado, aunque en menor medida que en años anteriores, impulsadas por el crecimiento del país, el incentivo tributario para el uso del gas en vehículos y programas gubernamentales que distribuyen cupones a modo de subsidio a los hogares de menores ingresos

A través de su filial Lima Gas, Lipigas vendió 140,1 mil toneladas de GLP, lo que significa un aumento de 1,4% respecto a 2018 (ver Ilustración 10).

Ilustración 10
Evolución de las ventas de GLP de Lima Gas
(Miles de toneladas. 2010 - 2019)



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

Actualmente, el principal productor de GLP en Perú es el consorcio Camisea, integrado por diversas empresas, quien tiene el 72% del total de la producción. El segundo más importante es la estatal Petróleos del Perú S.A. (Petroperú).

Lipigas, a través de Lima Gas, participa en el negocio de GLP de envasado y a granel, comercializando el producto bajo tres marcas: Lima Gas, Caserito y Zafiro, respectivamente. Con estas marcas, la empresa tiene una participación mercado que alcanza a 7,0%.

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

La red de distribución de gas envasado está conformada por más de 451 distribuidores que abastecen de GLP a los usuarios finales, el que representa el 54,2% de las ventas totales de gas de la empresa en Perú. En el caso de granel, que representa el 45,8% de las ventas de la empresa en el país, la distribución directa llega a más de 1.600 clientes comerciales e industriales.

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. También importa GLP de Bolivia.

Análisis financiero⁸

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2019.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir de 2015, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa real compuesta anual igual a 4,0%, alcanzando los \$ 498.904 millones en 2019.

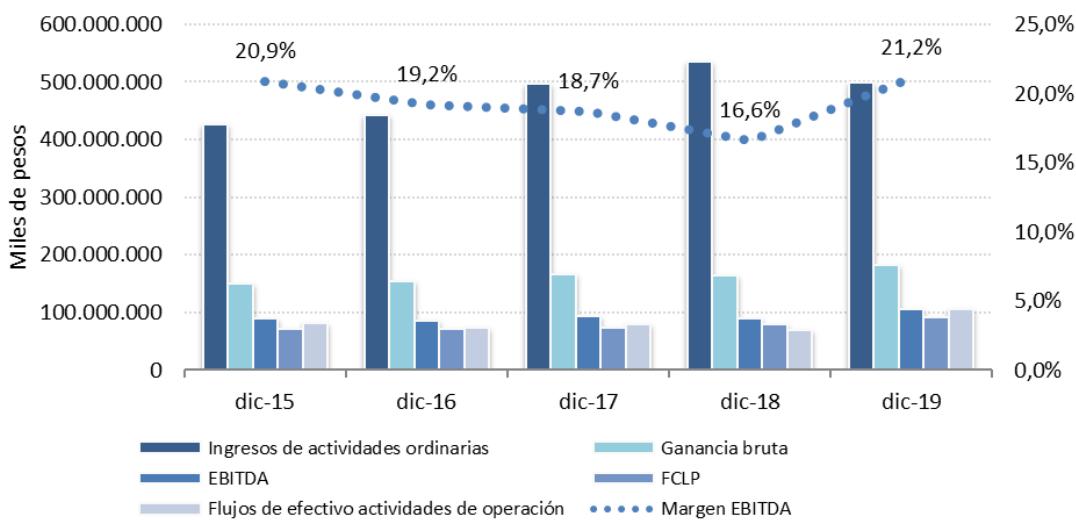
A partir de marzo de 2015, la compañía accedió a mejoras en las condiciones de compra de gas, fecha en que, tal como se ha señalado anteriormente, comenzaron las operaciones del terminal en la bahía de Quintero.

Con todo lo anterior, entre 2015 y 2019, la ganancia bruta creció en promedio a una tasa compuesta anual igual a 4,9%. Mientras que el EBITDA de la compañía ha subido a una tasa compuesta anual promedio igual a 4,3%.

Dicho ello, se observa que los márgenes de EBITDA han fluctuado entre 21,2% y un 16,6%, en el período 2015 a 2019. A diciembre de 2019 el margen EBITDA fue de 21,2%.

⁸ Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de diciembre de 2019. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada.

Ilustración 11
Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA
 (M\$. 2015 - 2019)



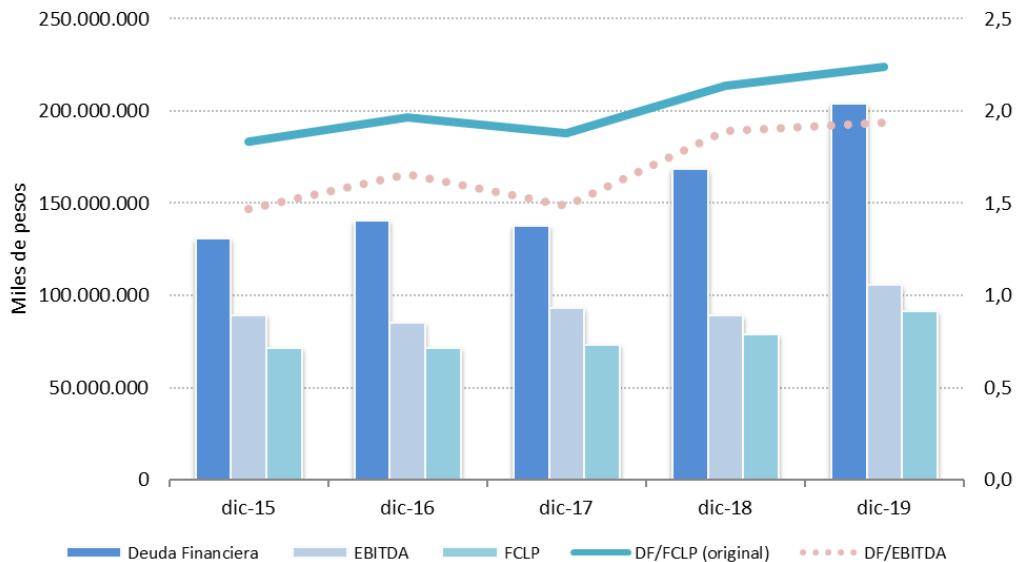
Evolución del endeudamiento

La deuda financiera de la compañía, a 2019, totalizó \$ 204.104 millones, lo que representa un aumento de 21,2% respecto de diciembre de 2018. El endeudamiento financiero de la empresa se ha elevado en los últimos diez años 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. En el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA se sitúa en 1,9 veces en 2019. Mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo⁹ (FCLP) es 2,24 veces en 2019.

⁹El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

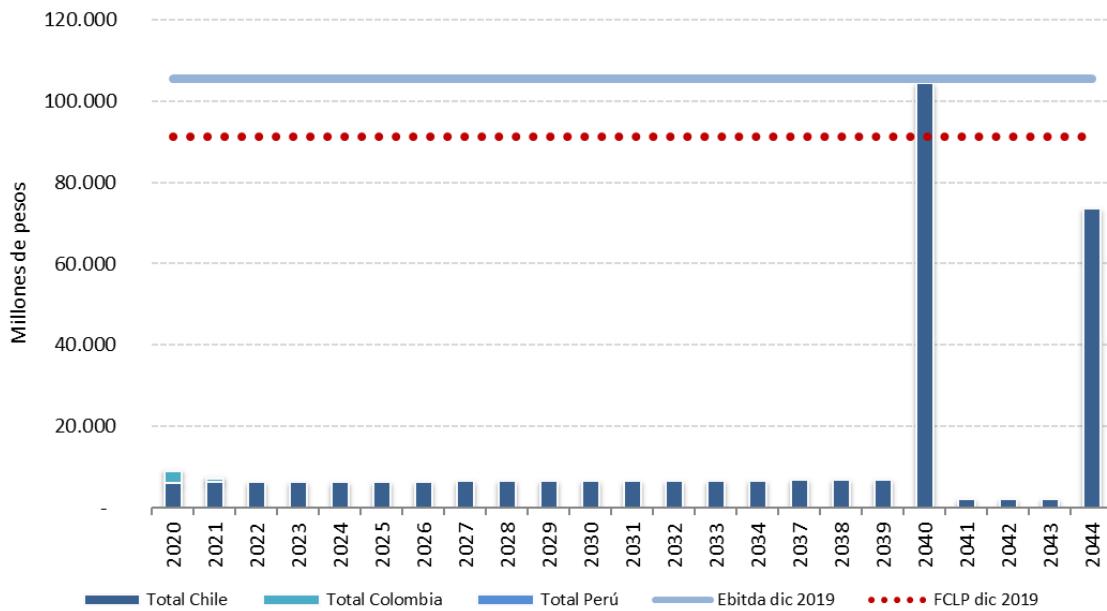
Ilustración 12
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (M\$. 2015 - 2019)



Incluso asumiendo que los flujos del emisor no crecen en el futuro, el perfil de vencimientos de la deuda muestra claras holguras en todos los periodos evaluados, salvo el año 2040 donde se amortiza un bono *bullet* (ver Ilustración 13); en todo caso, la clasificadora no visualiza riesgo elevado para el refinanciamiento de este vencimiento, tanto por el crecimiento natural esperado en los flujos como por la factibilidad de conseguir nuevos financiamientos (ello dado la elevada viabilidad de largo plazo del emisor)¹⁰.

¹⁰ Lo anterior incluye la emisión del bono de enero de 2020.

Ilustración 13
Evolución del perfil de vencimientos financieros
 (MM\$. 2020 - 2044)

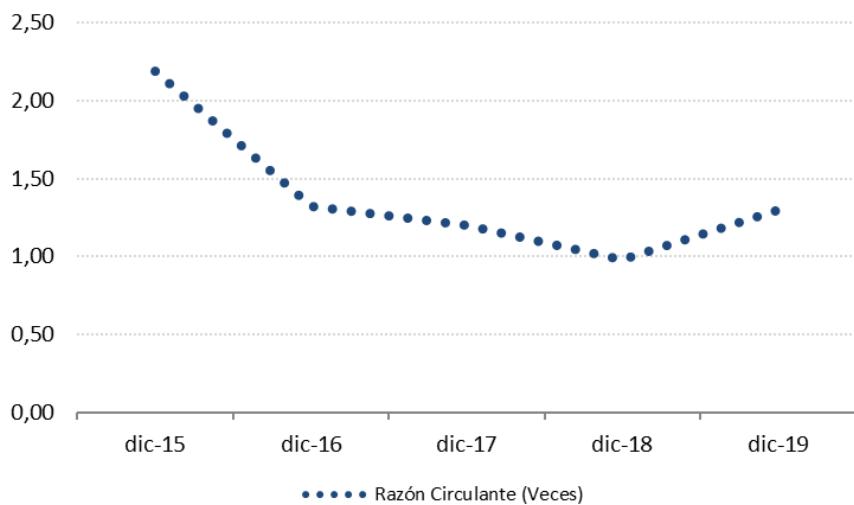


Liquidez

La liquidez de la empresa¹¹ cerró en 1,75 veces a 2019, 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 2019 cerró en 1,30 veces, habiendo oscilado desde las 2,19 y 0,98 veces entre 2015 y 2019. Esto se debe al mayor aumento de los pasivos corrientes frente a los activos de la misma categoría, debido a la deuda financiera que ha tomado la empresa con finalidades de expansión, explicadas con anterioridad (ver Ilustración 14).

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

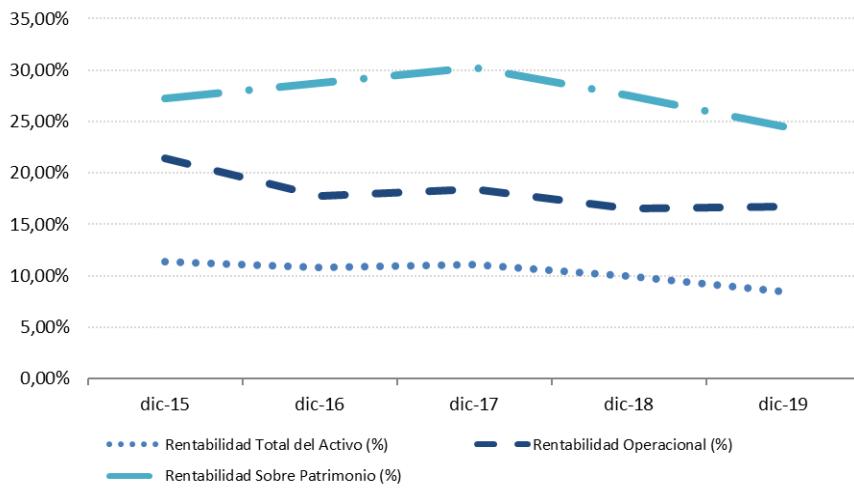
Ilustración 14
Evolución de los indicadores de liquidez
 (Veces. 2015 - 2019)



Evolución de la rentabilidad¹²

Los indicadores de rentabilidad mostraron un sesgo a la baja, alcanzando a 2019 una rentabilidad total del activo de 8,5%; por su parte la rentabilidad operacional fue de 16,8% y la rentabilidad sobre patrimonio de 24,5% (ver Ilustración 15).

Ilustración 15
Evolución de las rentabilidades
 (%. 2015 - 2019)

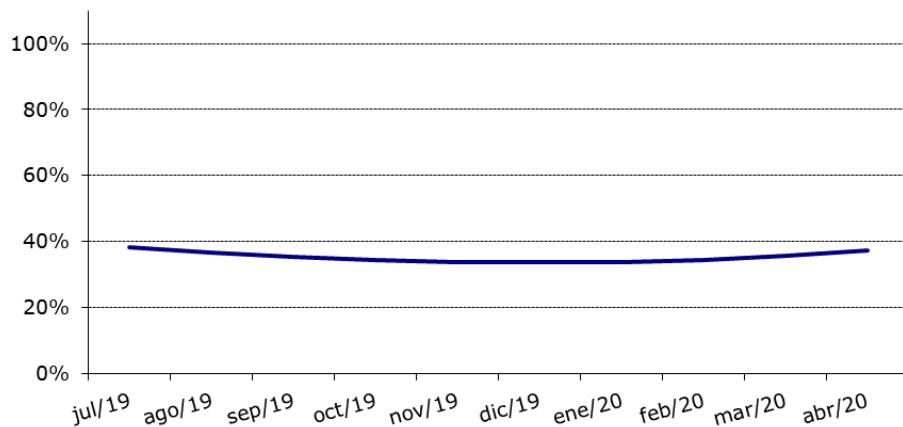


¹² Rentabilidad operacional= Resultado Operacional/Activos Corrientes Promedio +Propiedades Planta y Equipo Promedio; rentabilidad del patrimonio= Ganancia (Pérdida)/Patrimonio Total Promedio; Rentabilidad total del activo= Ganancia (pérdida)/ Activos Totales Promedio.

Acciones

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

Ilustración 16
Presencia Promedio
(%. Julio 2019 - Abril 2020)



Covenants

Covenant	Diciembre 2019	Límite
Endeudamiento financiero neto	0,92 veces	Menor a 1,5 veces
Patrimonio mínimo	\$172.342 millones	Mayor a \$110.000 millones

Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez (veces)	1,64	1,65	1,61	1,54	1,75
Razón Circulante (Veces)	2,19	1,32	1,20	0,98	1,30
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,19	1,32	1,20	0,98	1,30
Razón Ácida (veces)	1,79	1,00	0,81	0,72	0,96
Rotación de Inventarios (veces)	20,67	17,54	16,21	16,06	14,27
Promedio Días de Inventarios (días)	17,66	20,81	22,51	22,73	25,58
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	15,16	13,37	13,49	12,56	12,46
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	24,07	27,30	27,05	29,06	29,29
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	10,62	7,10	7,41	8,30	7,14
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	34,38	51,41	49,27	43,97	51,10
Diferencia de Días (días)	10,31	24,11	22,23	14,91	21,81
Ciclo Económico (días)	-7,36	3,30	-0,29	-7,82	-3,77
Ratios de endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento (veces)	0,62	0,63	0,63	0,65	0,66
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,60	1,73	1,72	1,82	1,95
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,19	0,28	0,30	0,43	0,24
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,47	1,66	1,48	1,89	1,93
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,68	0,60	0,67	0,53	0,52
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,56	0,55	0,53	0,57	0,61
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Veces que se gana el Interés (veces)	4,51	6,51	10,50	8,97	6,52
Ratios de rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019
Margen Bruto (%)	0,35	0,35	0,33	0,31	0,36
Margen Neto (%)	0,10	0,10	0,09	0,08	0,08
Rotación del Activo (%)	1,13	1,09	1,21	1,17	0,98
Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,12	0,11	0,12	0,10	0,09
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,11	0,11	0,11	0,10	0,08
Inversión de Capital (%)	1,93	2,03	2,06	2,00	2,20
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	9,61	24,47	41,31	-298,07	26,18
Rentabilidad Operacional (%)	0,21	0,18	0,18	0,17	0,17
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	0,27	0,29	0,30	0,28	0,24
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	0,61	0,60	0,62	0,65	0,57
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	0,65	0,65	0,67	0,69	0,64
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	0,06	0,07	0,06	0,06	0,07
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,48	0,45	0,47	0,42	0,44
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,21	0,19	0,19	0,17	0,21

"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".