

BONOS EMPRESAS LIPIGAS S.A.

Empresas Lipigas S.A. distribuye y comercializa gas licuado (GLP) a clientes residenciales, comerciales e industriales en Chile, Colombia y Perú. Además, distribuye gas natural (GN) en la región de Antofagasta y participa en el mercado del gas natural licuado (GNL) a clientes industriales. La compañía importaba GLP vía terrestre (desde Argentina y Perú), con la entrada en operación del terminal Quintero, en marzo de 2015, la compañía comenzó a importar gas, vía marítima, en forma directa.

Lipigas se encuentra en proceso de reestructurar deuda, a través de la emisión de bonos, por un monto máximo de hasta UF 3.500.000. En este contexto, **Humphreys** estima relevante proporcionar los criterios utilizados para clasificar a **Lipigas** en "Categoría AA".

Clasificación	: AA/Estable
Valor Emisión	: Máximo UF 3.500.000 entre todas
Tasa	: Serie A (UF): 2,00% anual Serie B (CLP): 5,10% anual Serie C (UF): 2,85% anual Serie D (UF): 3,40% anual Serie E (UF): 3,55% anual
Plazo	: Serie A: 5 años Serie B: 5 años Serie C: 10 años Serie D: 21 años Serie E: 25 años
Opción Prepago	: Si
Garantías	: No contempla
Uso	: Refinanciamiento de pasivos y otros usos corporativos
Amortización	: Bullet

Covenants financieros:

- i) **Leverage:** Endeudamiento financiero neto no superior a 1,50x, calculado como obligaciones financieras netas sobre patrimonio total.
- ii) Patrimonio mínimo: Mantener al cierre de cada trimestre un patrimonio mínimo de \$ 110.000 millones.

LA CORPORACIÓN Y SUS FLUJOS

El 99,2% de los ingresos de **Lipigas** son generados por la venta de GLP. En este mercado, específicamente en Chile, la compañía tiene una participación igual a 36,8%, mientras que en Colombia de 14,0% y en Perú de 8,0%. El resto de los ingresos provienen en un 0,6% de la comercialización de GNL y un 0,2% por la venta de GN.

De esta manera, el EBITDA de la compañía, es igual a \$49.124 millones a diciembre 2014 y se genera en un 85,3% en Chile, un 8,3% en Perú y el resto en Colombia.

ASIGNACIÓN DE LA CATEGORÍA DE RIESGO: "AA"

LAS FORTALEZAS DE LA COMPAÑÍA SE HAN ESTABLECIDO EN TRES EJES CENTRALES

i) Mercado en el que está inserto: La compañía se desenvuelve en el sector del gas licuado, siendo este un bien de primera necesidad y cuya demanda es altamente estable comparada año tras año, además presenta variaciones poco significativas en términos de años móviles. Las estacionalidades que se generan ocurren en la comparación mensual en el consumo de gas, el que está marcado por los meses de invierno, cuando la demanda de GLP puede superar en un 74,4% al mes de menos consumo, que es febrero.

A su vez en Chile, país que genera sobre el 80% del EBITDA de la compañía, presenta una estructura muy estable en cuanto a las empresas que participan en este mercado. **Lipigas** ha podido mantener una alta participación en el país, en torno al 37%.

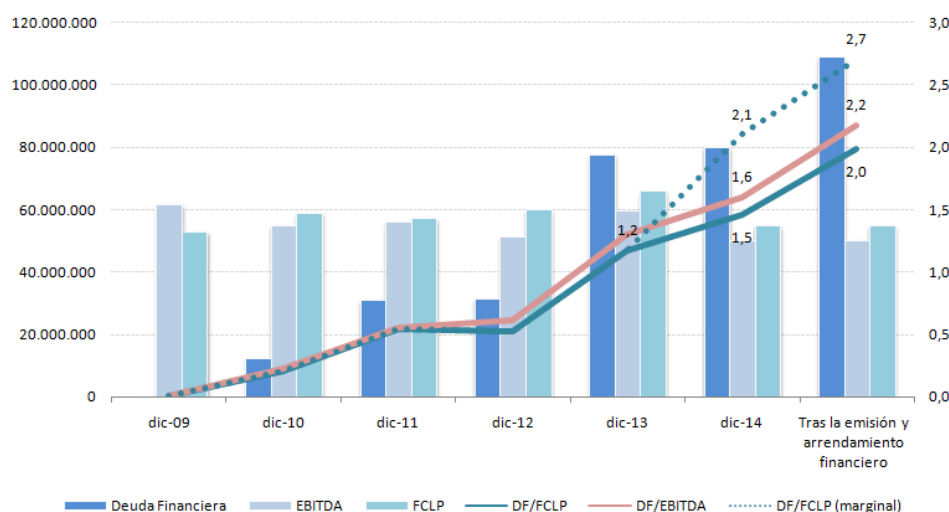
ii) Capacidad comercial y logística de Lipigas: El factor clave en el desarrollo del negocio de la empresa es la capacidad de distribución y logística, el que ha desarrollado en sus más de 60 años de experiencia en el rubro.

Con su fuerza de ventas en Chile es capaz de distribuir a más 1,2 millones de clientes entre Arica y Coyhaique, con ello presenta una alta desconcentración geográfica de las ventas, también una alta atomización en su cartera de clientes y un bajo nivel de cuentas incobrables (el nivel de incobrabilidad representa el 0,1% de la facturación).

A su vez, y gracias a este *know how*, se ha valorado positivamente el ingreso de la compañía a los mercados de Perú y Colombia como una oportunidad de crecimiento.

iii) **Bajo nivel de endeudamiento relativo**¹: El proceso de clasificación de **Lipigas** se ve influido por el bajo nivel de endeudamiento que presenta. A diciembre de 2014, la deuda financiera de la empresa alcanza a \$ 80.113 millones (a la que durante el primer trimestre de 2015 se le agregan \$20.417 millones producto del arrendamiento financiero del terminal Quintero²), con un EBITDA de \$49.124 millones, a diciembre de 2014, y un Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³ de \$57.670 millones. De esta manera, la relación deuda financiera sobre EBITDA es de 1,6 veces (la que llegaría a 2,2 veces, tras la emisión y el arrendamiento financiero) y, de acuerdo con la metodología estándar de **Humphreys**, presenta una relación de deuda financiera sobre FCLP ascendente a 1,5 veces (la que sería de 2,0 veces tras la emisión y el arrendamiento financiero). 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; 19,5% en 2013 y 15,0% en 2014)⁴. 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 2,1 veces (2,7 veces tras la emisión y el arrendamiento financiero, cifra que no considera los flujos generados por el terminal Quintero) lo que confirma el nivel reducido de endeudamiento en términos comparativos tal como se muestra en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Evolución de la deuda financiera EBITDA, FCLP y FCLP marginal
(M\$ 2009-2014)



LOS RIESGOS DE LA COMPAÑÍA TAMBIÉN SE HAN ESTABLECIDO EN TRES EJES CENTRALES

i) **Baja diferenciación del producto:** El GLP que distribuyen las empresas de la industria es básicamente el mismo, representando para el consumidor final una baja diferenciación de productos. De esta manera, una eventual intensificación de la competencia se enfocaría en la variable precio. Con ello se reducirían los márgenes de la industria, lo que repercutiría negativamente en los flujos de las compañías del sector.

A su vez el precio del GLP, como para cualquier commodities, está expuesto fuertemente a las fluctuaciones de precios internacionales, en este caso al índice *Mont Belvieu*. Sin embargo el producto, al ser un bien de primera necesidad, el impacto en el precio de éste no es determinante en el volumen de la demanda.

¹ Se debe tener en cuenta que existen activos que aún no han comenzado a generar EBITDA durante 2014 (como son los anticipos por el terminal marítimo y Lidergas, filial colombiana adquirida en junio de 2014).

² La deuda financiera estimada, al primer trimestre de 2015, y tras la emisión de bonos donde al menos el 90% de los fondos estarían destinados a refinanciar pasivos, llegaría a cerca de \$109.000 millones.

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.

⁴ Cabe señalar que producto de la corrección de las vidas útiles de cierta clase de activos del rubro Propiedades, plantas y equipos provocaron cambios en los EE.FF. de 2011, por ello la rentabilidad anual de los activos correspondiente a los años 2009 y 2010 no es comparable con las de los años 2011 en adelante.

ii) Exposición a mercados más riesgosos: 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 presentan niveles de informalidad en la venta del combustible, recientes regulaciones al mercado, además de exhibir mayor riesgo operacional y de país, en comparación al de Chile, le otorga un cierto grado de riesgo a los flujos futuros provenientes de estos países.

Por otro lado, cerca del 23% de las compras de gas de la empresa durante 2014 provinieron de Argentina, país que exhibe elevados niveles de inestabilidad de sus políticas. Sin embargo, este punto se vería levemente reducido por la entrada en funcionamiento del terminal Quintero, operación que se inició en marzo de 2015, con lo que se espera que las compras al país bajen a un 16%. No obstante, se debe tener en cuenta que estas importaciones se realizan en los meses de verano, fecha en que Argentina es excedentaria en términos de producción de gas.

iii) Cambios regulatorios: Si bien la agenda gubernamental ha estado enfocada a los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante acotada, lo cierto es que la compañía no está ajena a esta realidad y cambios en el marco normativo del gas licuado tendrían efectos con los flujos de **Lipigas**.

Para mayor información sírvase consultar informe de clasificación disponible en www.humphreys.cl