



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Benjamín Espinosa R.

Carlos García B.

Tel. 56 – 22433 5200

benjamin.espinosa@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Empresas Lipigas S.A.

Mayo 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
Acciones (LIPIGAS)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF Base	31 de marzo de 2021 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 F (BLIPI-F) Serie G (BLIPI-G)	Nº 881 de 29.12.2017 Primera emisión Primera emisión

Estados de resultados consolidados bajo IFRS						
Miles de pesos	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Total ingresos	406.208.455	468.355.277	515.875.856	492.869.463	508.164.262	130.150.543
Costo de ventas	-263.569.655	-312.934.965	-357.033.148	-313.665.183	-320.353.826	-87.900.295
Ganancia bruta	142.638.800	155.420.312	158.842.708	179.204.280	187.810.436	42.250.148
Gastos de administración y distribución	-82.551.500	-89.546.559	-95.486.974	-106.208.150	-125.910.863	-29.003.428
Resultado operacional	60.087.300	65.873.753	63.355.734	72.996.130	61.899.573	13.246.720
Gastos financieros	-7.896.870	-5.585.434	-6.401.890	-8.915.114	-9.369.643	-2.456.540
Resultado del ejercicio	38.738.413	42.658.786	41.642.612	40.473.277	34.997.243	5.420.530
EBITDA	78.118.448	87.499.083	85.747.411	104.872.447	96.271.365	22.092.367

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2021 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.

Balance general consolidado bajo IFRS						
Miles de pesos	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Activos corrientes	69.996.728	67.804.995	84.569.265	83.335.307	132.617.923	141.816.015
Activos no corrientes	304.645.904	322.864.236	360.200.798	425.859.654	426.629.684	422.108.302
Total activos	374.642.632	390.669.231	444.770.063	509.194.961	559.247.607	563.924.317
Pasivos corrientes	52.329.057	53.852.837	86.316.984	64.277.110	70.737.368	78.216.155
Pasivos no corrientes	185.105.339	193.439.136	200.730.532	272.575.432	322.660.222	323.794.005
Pasivos totales	237.434.396	247.291.973	287.047.516	336.852.542	393.397.590	402.010.160
Patrimonio	137.208.236	143.377.258	157.722.547	172.342.419	165.850.017	161.914.157
Patrimonio y pasivos, total	374.642.632	390.669.231	444.770.063	509.194.961	559.247.607	563.924.317
Deuda financiera ²	130.618.139	130.533.121	163.872.191	204.103.596	245.230.460	244.691.248

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 licuado a través de proveedores nacionales e importando a Chile, vía terrestre, desde Argentina y, vía marítima, desde EE. UU.

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 donde comercializa gas licuado de petróleo (GLP), gas natural comprimido (GNC) y gas natural líquido (GNL). Alrededor del 90% de los ingresos de **Lipigas** son generados por la venta de GLP.

La compañía presentó, en 2020, ingresos ordinarios por \$508.164 millones, contando, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 35,5% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 14,5% en el mercado colombiano, y 6,5% en el mercado peruano. A fines del mismo año, Chile, Colombia y Perú originaron el 72,8%, 11,3% y 15,9% de los ingresos ordinarios, respectivamente, por otro lado, la deuda financiera de la compañía ascendía a \$ 245.230 millones en diciembre 2020, incluyendo pasivos por arrendamiento.

² Incluye pasivos por arrendamientos en el año 2019, 2020 y marzo 2021 por un monto de MM\$ 27.900, MM\$ 30.655 y MM\$ 29.064 respectivamente.

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 2,6 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%.

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, 31 centrales de distribución y una red nacional de aproximadamente 635 distribuidores (735 en 2019).

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

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

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

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

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.

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 otro lado, la clasificación de riesgo se ve restringida por participar en una industria que está expuesta a avances tecnológicos del sector energético y a cambios regulatorios que podrían afectar su competitividad. Si bien la agenda energética del Gobierno se enfocó en los últimos años en los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante acotada, a futuro podría hacerse extensiva al marco normativo del gas licuado lo que podría implicar efectos en los flujos de la compañía.

El *rating* asignado a los títulos accionarios de la compañía en "Primera Clase Nivel 3", responde a la liquidez bursátil que poseen las acciones de **Lipigas**, teniendo una presencia promedio mayor a 40% en los últimos meses.

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

Cabe señalar que producto de la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, la compañía ha logrado mantener sus operaciones estables dada su característica de bien esencial que le ha permitido funcionar con normalidad incluso en los períodos más duros de la crisis. Por otro lado, respecto a la Ley N° 21.249, promulgada el 5 de agosto de 2020, con respecto al no corte del suministro por mora en el pago a un grupo de clientes, ha significado un aumento en los deudores de **Lipigas** con respecto a años anteriores, sin embargo, estos aumentos solo representan una reducida proporción de su cartera de cuentas por cobrar. Si el marco regulatorio no se vuelve más restrictivo, se espera una normalización durante el primer semestre de 2022. 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).

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 principales accionistas.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- Oportunidad Perú y Colombia.
- Adecuado perfil de vencimientos.
- Posición en la industria.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2020

Durante 2020, la compañía obtuvo ingresos por \$508.164 millones, lo que representa un aumento de un 3,1%, respecto del mismo periodo del año anterior. Dicho crecimiento estuvo generado por las ventas en Chile y en Colombia. En el caso de Perú se puede observar una disminución de 7,5% en sus ingresos debido a las regulaciones producto de la pandemia y al tipo de clientes que posee en el país, los cuales corresponden principalmente a clientes industriales, comerciales y de gas vehicular, siendo estos los más afectados por la pandemia

Los costos de venta de la compañía sumaron en diciembre 2020 un total de \$320.353 millones, lo que significa un aumento de un 2,1% con respecto al año 2019. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$187.810 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 4,8% respecto al año anterior. Dicho incremento, se da principalmente por el alza de las ganancias en Chile y Colombia.

Los gastos de administración y venta crecieron un 18,3% por mayores gastos en los tres países. Finalmente, el EBITDA de la compañía disminuyó un 8,2%, desde \$104.872 millones a \$ 96.274 millones y el margen EBITDA pasó desde un 21,3%, en 2019, a 18,9% en 2020.

Las operaciones en Chile durante el año 2020 contribuyeron con el 82,8% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 2,5% y Colombia el 14,7%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$245.230⁴ millones, lo que representa un crecimiento de 20,1% respecto del año 2019, producto de la colocación de un bono a largo plazo de UF 2,5 millones que se utilizó en parte para pagar deuda bancaria no corriente e inversiones tanto de la sociedad como de las filiales. El patrimonio alcanza \$165.850 millones disminuyendo en un 3,8% con respecto al año anterior.

Eventos recientes

Se cierra en Chile el primer contrato para el suministro de GNL con camiones de transporte de carga a larga distancia con la empresa Cervecería AB InBev, esto sería la primera estación de servicio y la primera red privada de camiones impulsados por GNL en Chile.

El 24 de noviembre del 2020 la Fiscalía Nacional Económica (FNE) anunció su sexto estudio de mercado, el cual analizará la industria del gas en Chile, motivada principalmente por una posible falta de competencia en la industria, sumado a esto, en abril 2021 se presentó un requerimiento de investigación por posible colusión, debido al alza en los precios de GLP. En ese sentido la FNE se encuentra analizando para poder entender las dinámicas de mercado e identificar imperfecciones dentro de este. No obstante, es un hecho reciente por lo que esta clasificadora continuará monitoreando los resultados de la investigación.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA

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

Primera Clase Nivel 3

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

Tendencia estable

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

⁴ Incluye pasivos por arrendamientos financieros

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 1,24% entre 2010 y 2020. 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.

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 26,8% de las ventas en toneladas de GLP, seguido por la Región de Valparaíso con el 15,41% 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. No presenta clientes que concentren individualmente más del 10% de ingreso de la compañía.

En el mercado de GLP, el mayor número de clientes de **Lipigas** corresponde a hogares particulares, a los cuales la venta se puede realizar por medio de pago al contado en el caso de los distribuidores y venta directa, o a crédito para el caso de los hogares que cuentan con medidores, incluyendo en este caso la red de gas natural de la ciudad de Calama, Osorno y Puerto Montt. En este último caso, la no cancelación es causal de suspensión en el suministro, por ello la mora ha sido muy baja.

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 le afecta a su producción en forma directa, situación que ha llevado a que el emisor presente una mora histórica muy baja. No obstante, debido a la nueva normativa que prohíbe el corte del suministro ha ido aumentando sus niveles de morosidad este último año, sin embargo, esta clasificadora estima que no será por un tiempo prolongado; además, representa una baja proporción de clientes.

Se estima que **Lipigas** atendió, en 2020, a más de 2 millones de clientes con gas envasado en cilindro, adicionalmente abasteció con GLP a más de 230 mil clientes residenciales vía medidos y gas granel.

Si se incorporan los tres países donde está presente la sociedad, durante 2020, abasteció a más de 3,3 millones de clientes tanto a nivel residencial, comercial, industrial y de transporte.

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

Colombia es un país productor de este combustible, en el que aún el uso de leña es preponderante. Según estimaciones del Banco Mundial, a 2019, Colombia tiene un PIB per cápita⁵ de US\$ 16.012,4 y una población equivalente a 50,34 millones de personas, mientras que Chile tiene un PIB per cápita igual a US\$ 27.002,3 y una población cercana a los 18,95 millones de personas⁶. Por otro lado, Perú exhibe un PIB per cápita de US\$ 13.416,4 y una población de 32,5 millones.

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.

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

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros a través de venta directa o con aproximadamente 635 distribuidores a nivel nacional con que cuenta. Además, posee 31 centrales de distribución, 14 plantas de almacenamiento y venta a nivel nacional.

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

Adequado 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 \$ 8.009 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2020 (igual a \$ 96.274 millones), siendo este valor bastante superior a sus deudas hasta este año. Incluso la compañía está a punto de cubrir la deuda, aunque en menor grado que las otras, en el año 2040 y alcanza a cubrir el pago del año 2044, siendo estos desembolsos por \$ 107 mil millones y 76 mil millones, respectivamente de un bono bullet. Además, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

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

⁶ Ver <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.PP.CD> (último dato 2019).

Posición en la industria: La industria en la que se encuentra la empresa en Chile es concentrada y **Lipigas** ha logrado mantener una participación en torno al 36% sin mayor variación (en 2009 era de 37,6% y en 2020 de 35,5%), posicionándose como la segunda empresa con mayor participación.

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%, en 2019, una disminución de 37,9% y en 2020 una disminución de 14,51%. Sin embargo, los márgenes de la compañía se mantienen estables en el tiempo.

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

Riesgo regulatorio: Posibles cambios regulatorios, 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. Un elemento adicional para considerar en este punto es la Ley N° 21.249, promulgada el 5 de agosto de 2020, que contempla medidas excepcionales en favor de los usuarios finales de servicios sanitarios, electricidad y gas de red donde no se puede cortar el suministro por mora en el pago a un grupo de clientes o la ley N°20.999 la cual modificó a la anterior Ley de Servicios de Gas, principalmente para acotar rentabilidad en las redes de 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. 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 según Moody's). Sin embargo, esto se ve atenuado, en parte, por el hecho de haber comprado empresas ya en funcionamiento y por el hecho de contar con una amplia experiencia en Chile a lo largo de su historia. También el riesgo se atenúa por la mayor estabilización económica y política que han mostrado estos países, lo cual, desde otra perspectiva, representa una oportunidad de crecimiento futuro. En 2020, los ingresos provenientes de Perú y Colombia representaron el 15,9% y 11,3% del total, respectivamente.

Antecedentes generales

La compañía

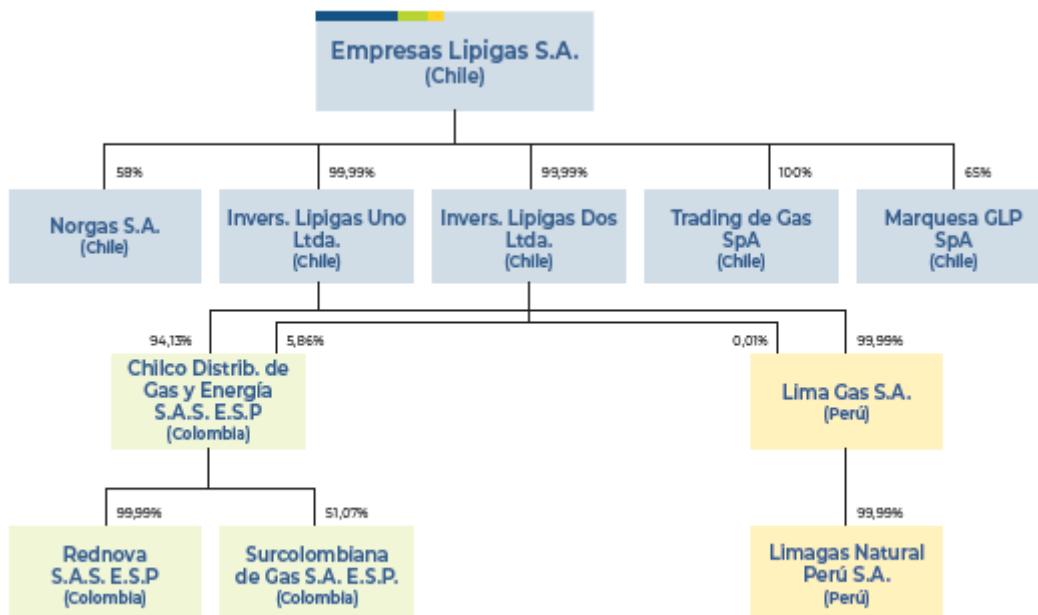
Empresas Lipigas S.A. fundada en 1959, es una empresa dedicada a la comercialización y distribución de gas licuado de petróleo (GLP) a lo largo de todo Chile y en los años 2010 y 2013 entra a los mercados de Colombia y Perú, respectivamente.

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. Sin embargo, en 2020 **Empresas Lipigas** no cuenta con un controlador al cumplir el plazo y el objetivo para el cual fue creado el pacto de accionistas entre estas familias.

A continuación, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Lipigas** a 2020:

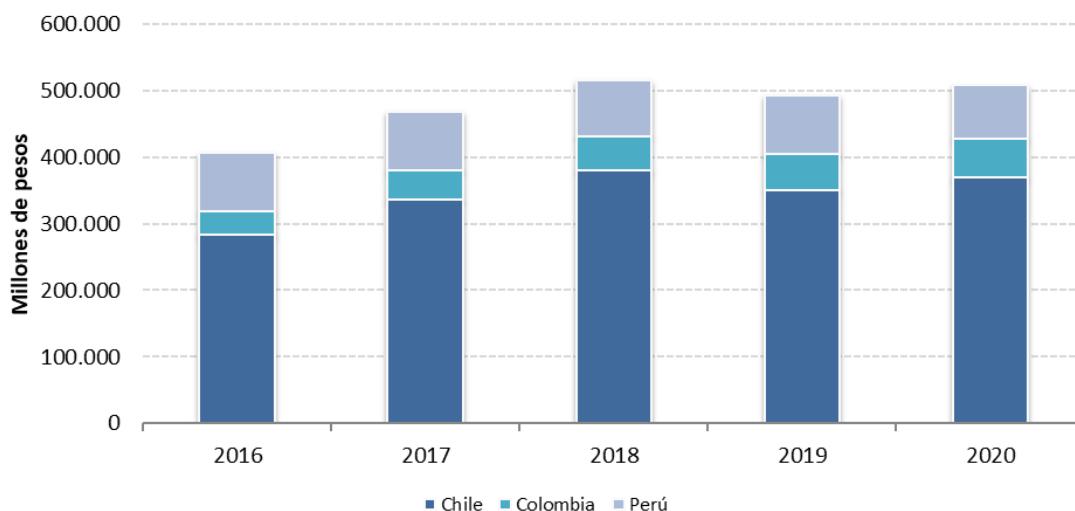
Ilustración 1
Estructura Lipigas
 (2020)



Composición de los flujos

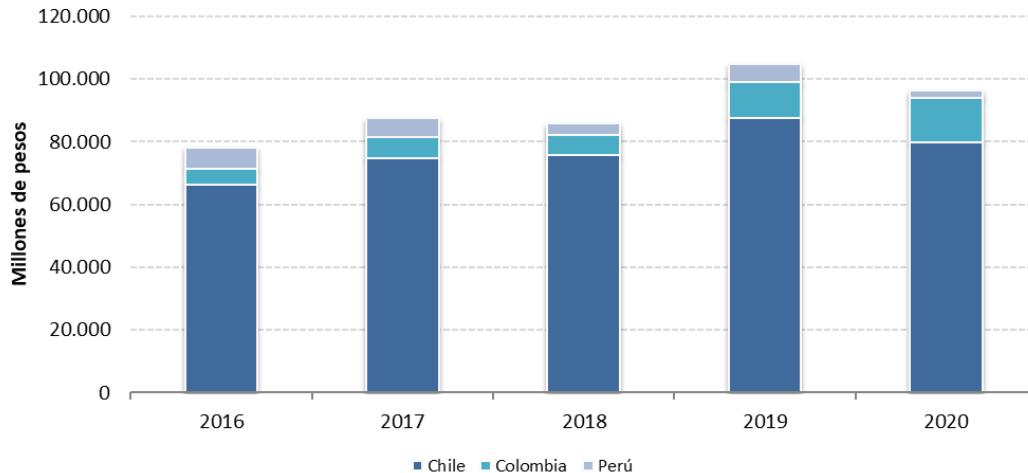
En 2020, los ingresos generados en Chile representaron un 72,8% del total de la compañía, mientras que Colombia el 11,3% y las operaciones en Perú un 15,9%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de los años anteriores cuando las actividades de la empresa en Perú y Colombia recién estaban comenzando.

Ilustración 2
Evolución de los ingresos por país
 (MM\$. 2016-2020)



En 2020, como ya se mencionó, el 82,8% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de las operaciones en Chile seguidas en importancia por Colombia y luego Perú con un 14,6% y 2,5%, 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\$. 2016-2020)



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:

- **Clientes Residenciales:** El suministro gas es para artefactos de uso domésticos como cocinas, calefones, calderas, estufas y sistemas de calefacción, entre otros. Es el mercado más grande en términos de consumo.
- **Clientes Comerciales:** Permite abastecer a establecimientos que requieren del combustible para el funcionamiento en panaderías, restaurantes, hoteles y hospitales, entre otros.
- **Clientes Industriales:** El suministro de gas es utilizado como combustible en procesos productivos como por ejemplo la producción de vapor, tratamientos térmicos, generación aislada o cogeneración eléctrica

- **Automoción:** El consumo de gas es utilizado como un combustible alternativo para el funcionamiento de vehículos livianos de transporte público, como taxis, flotas comerciales, entre otros.

Gas Licuado (GLP)

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

La empresa posee presencia en la industria del GLP, a través de la comercialización en Chile, Colombia y Perú. En 2020, la compañía, en términos consolidados, distribuyó 685 mil toneladas de este gas, lo que representa una disminución del 1,3% respecto de las ventas del periodo anterior, explicado principalmente por la pandemia y la menor venta en 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 subterráneas en la ciudad de Calama (Región de Antofagasta), Puerto Montt y Osorno (Región de los Lagos). Las redes de distribución le permiten suministrar esta energía de manera continua en Calama, esperando aumentar paulatinamente los clientes de Osorno y Puerto Montt. En Perú, mediante la adquisición y toma de control de la sociedad

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

En Calama, la empresa cuenta con contratos para el suministro de este combustible con Engie Energia, 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, el gas líquido ocupa 600 veces menos espacio que en estado gaseoso.

Lipigas abastece de GNL a clientes industriales y, con el fin de responder a los compromisos pactados, la compañía tiene firmados contratos de suministro con diferentes proveedores.

El GNL es gas natural que ha sido enfriado a -160° Celsius, con el objetivo de ser transportado en estado líquido y a presión atmosférica, lo que, como ya se mencionó, permite su transporte a través de grandes distancias ya sea por vía marítima o por carretera. En los lugares de consumo, mediante un proceso de calentamiento, es llevado nuevamente a estado gaseoso para así ser distribuido por ductos o redes.

En 2021 a su funcionalidad se le adicionará en Chile el uso de GNL para los camiones de carga, debido a una alianza con Cerverias AB InBev y transportes San Gabriel.

Gas Natural Comprimido (GNC)

El GNC es gas natural comprimido a altas presiones, habitualmente entre 200 y 250 bar, permitiendo el almacenaje de grandes volúmenes en poco espacio. Es un combustible para uso industrial y vehicular que, por ser ambientalmente limpio, es considerado una alternativa sustentable para la sustitución de

combustibles líquidos tradicionales. Su transporte se realiza vía terrestre ocupando contenedores modulares de esta forma llega a clientes en zonas donde no existan gasoductos convencionales.

Energía eléctrica

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

En 2017, inicia operaciones en la industria de generación eléctrica, en 2018, adquiere el 65% de Marquesa GLP SpA. dedicada al desarrollo, construcción y operación de plantas de generación eléctrica.

Finalmente en 2020, la compañía comercializó 137 GWh, aumentando sus clientes a 37, está aumentando sus inversiones en la filial Marquesa GLP SpA instalando motores por 13 MW, con lo que esperan al cierre de 2021 alcanzar una potencia instalada de 20,6 MW. Además, en 2020 **Lipigas** añadió al suministro eléctrico una oferta en asesoría y proyectos de eficiencia energética.

Distribución geográfica de sus flujos

Chile

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

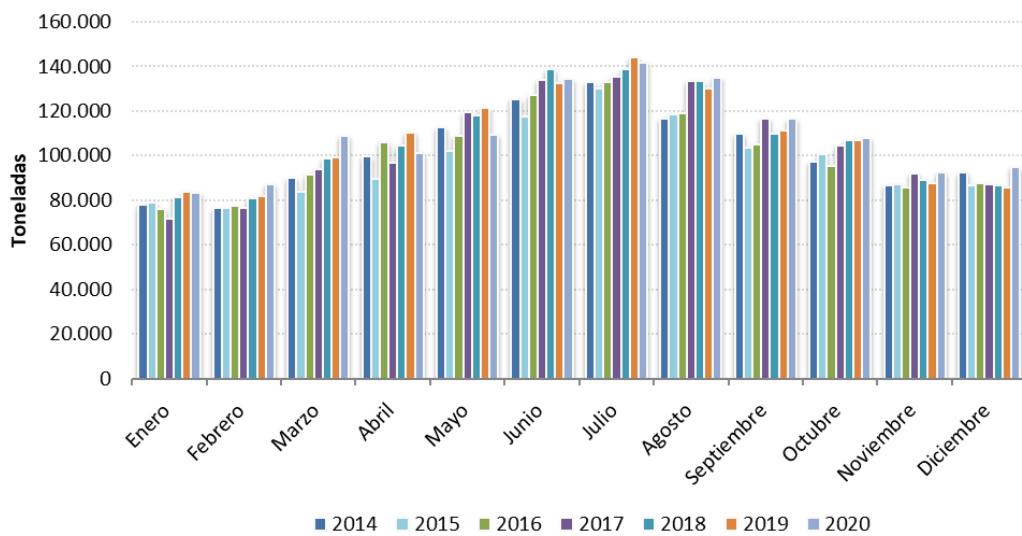
Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP en promedio son de 1,24 millones de toneladas anuales, siendo para 2020 1,31 millones de toneladas (ver Ilustración 4).

Ilustración 4
Evolución de las ventas totales de GLP en Chile
 (2006-2020)



De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, alrededor del 40%⁷ 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 2020 fue julio con 147.717 toneladas lo que representa una diferencia de 70,4% respecto a enero del mismo año, el mes con menores ventas.

Ilustración 5
Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile
 (Toneladas. 2014-2020)

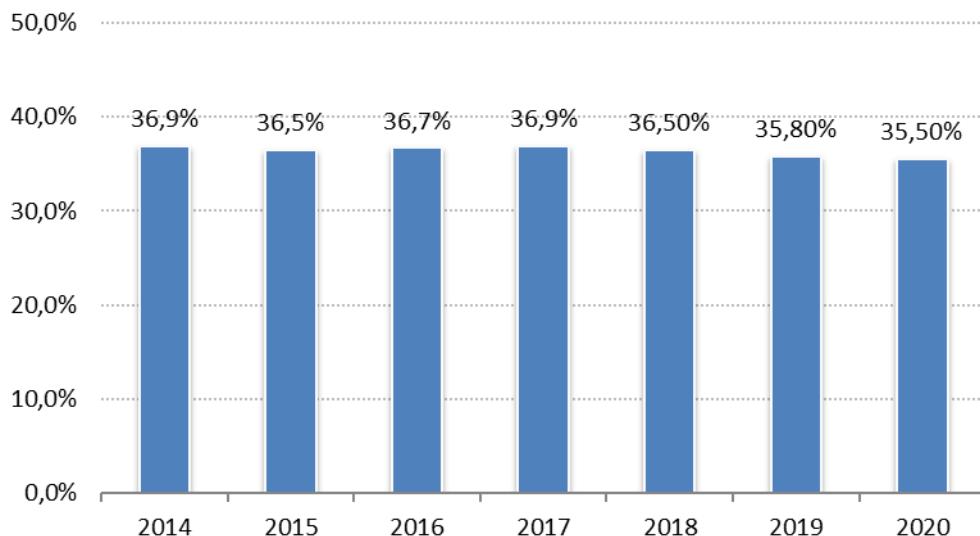


⁷ Dato proporcionado por la empresa en base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación del producto; su abastecimiento corresponde principalmente a importación marítima con un 70,9%, el resto del producto importado vía terrestre representó el 8,8%, dejando a las compras locales con un 20,3%.

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 35,5%⁸ (ver Ilustración 6).

Ilustración 6
Evolución de la participación de mercado de Lipigas
(En porcentaje, escala ajustada a 50%. 2014-2020)



Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 14 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 31 centrales de distribución y ventas a lo largo del país.

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

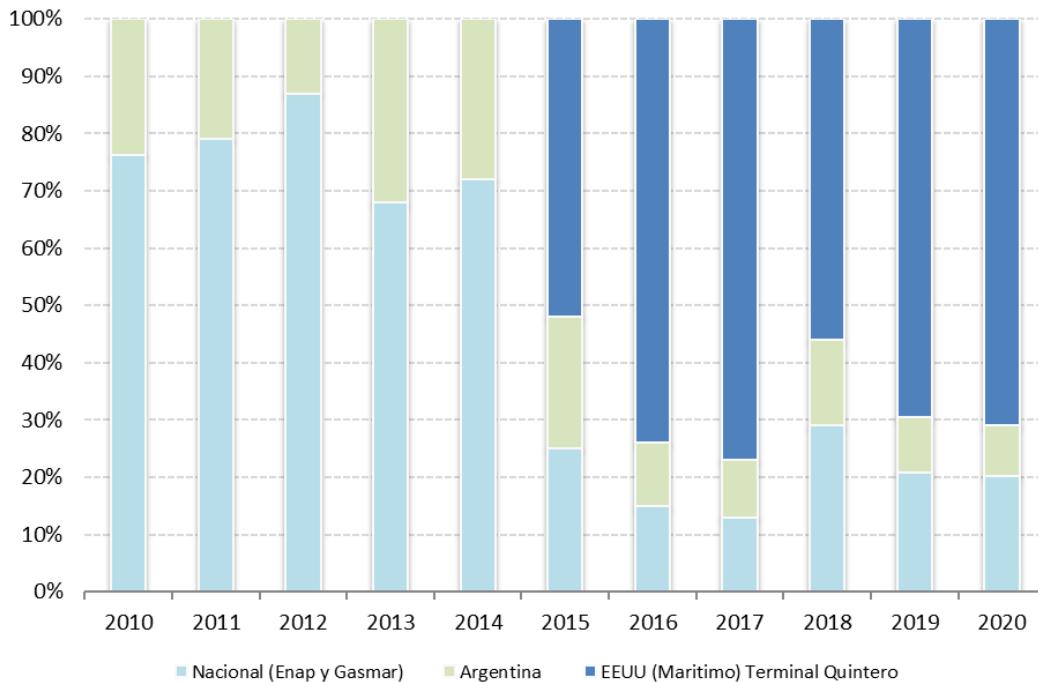
El año 2012, la empresa firmó un acuerdo con Oxiquim para construir instalaciones exclusivas de recepción, almacenamiento y despacho de GLP en el terminal marítimo que esta última empresa posee en la bahía de Quintero, en la Región de Valparaíso. El contrato de arriendo y prestación de servicios con 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.

Así, en 2020, cerca de un 70,9% del gas de **Lipigas** fue importado a través de EE. UU. De esta manera, la compañía se abastece en un 20,3% de Gasmar y Enap y un 8,8% del gas proveniente de Argentina,

⁸ Dato proporcionado por la empresa en base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

este último proveedor ha estado disminuyendo su participación en la empresa como se ve en la ilustración 7.

Ilustración 7
Evolución de la matriz de abastecimiento
(En porcentaje. 2010-2020)

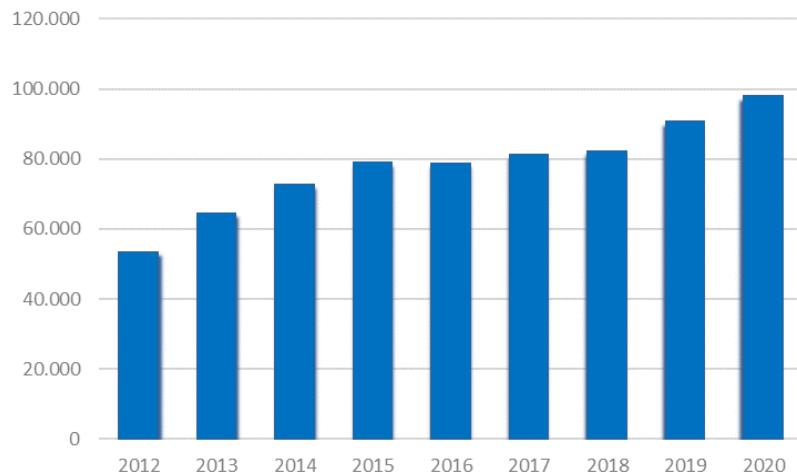


Colombia

En 2010, la empresa ingresó al mercado colombiano a través de la sociedad Chilco Distribuidora de Gas y Energía, comercializadora de GLP, que actualmente posee las marcas Gas País, dedicada a la venta y distribución de GLP envasado, Rednova y Surgas, encargada de la distribución de gas por redes y por último Pipegas, que comercializa gas envasado. Con esta cobertura de Chilco y sus filiales, en 2020 cubrieron el 94% de total de departamentos del país.

Los clientes de GLP de la filial colombiana de Lipigas, Chilco, han aumentado un 10,7% con respecto a 2019, alcanzando los 476 mil clientes residenciales en diciembre 2020. Con respecto a las ventas podemos observar un aumento de un 8,3% con respecto al año anterior llegando en 2020 a un total de 98.244 toneladas de GLP (Ver Ilustración 8).

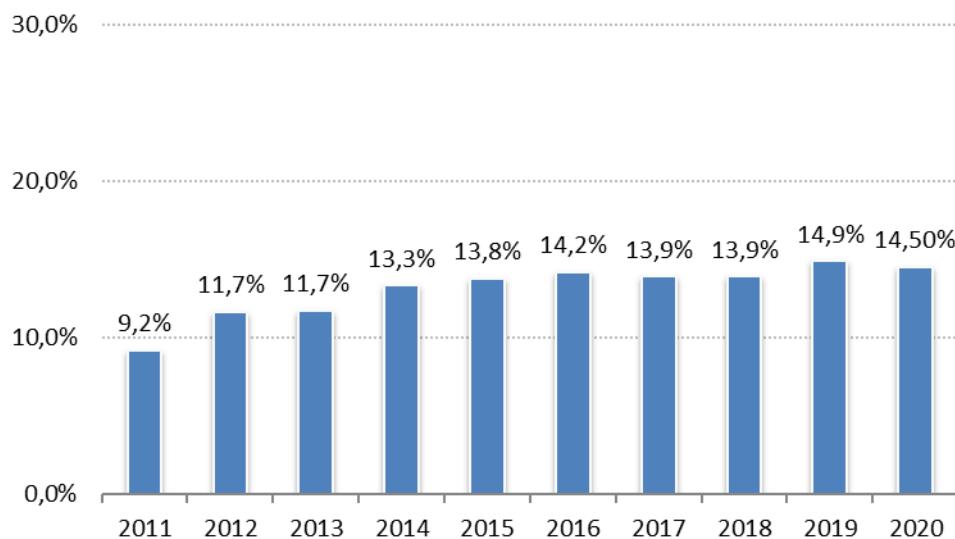
Ilustración 8
Evolución de las ventas de GLP Chilco
(2012-2020)



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 almacenamiento y envasado, junto con 19 depósitos y un terminal de importación situado en Cartagena. La empresa y sus filiales han logrado tener presencia en el 94% de los departamentos del país, alcanzando una participación de mercado igual a 14,5% (ver Ilustración 9).

Ilustración 9
Evolución de la participación de mercado
(En porcentaje ajustado la escala a 30%. 2011-2020)



La estrategia de abastecimiento de GLP, por parte de **Lipigas**, no difiere de la realidad nacional y es realizada, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol que representa individualmente el 85,5% de las compras que hace **Lipigas** en el país. La provisión de materia prima en Colombia corresponde a un 99% de compra local y el 1% restante es suministrado vía marítima al Puerto de Cartagena desde el Golfo de México.

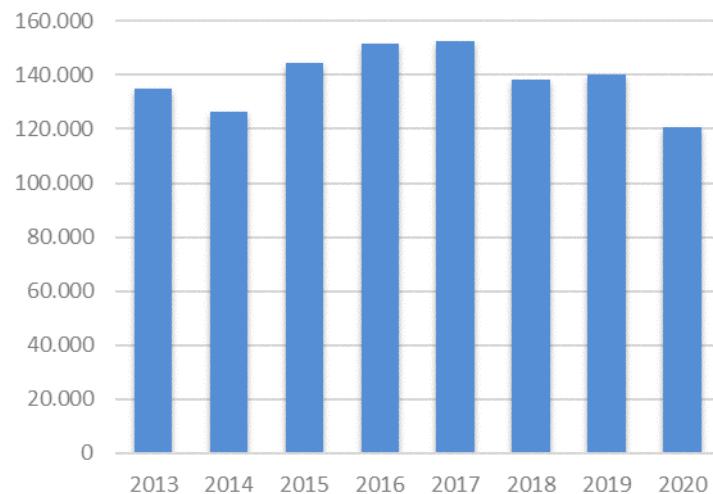
Perú

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

En el mercado peruano se venden cerca de 2,0 millones de toneladas de GLP al año. Las ventas se encontraban en un aumento, impulsadas por el crecimiento del país, el incentivo tributario para el uso del gas en vehículos y programas gubernamentales, sin embargo, con la llegada de la pandemia y las restricciones impuestas por el gobierno, las actividades industriales, principales clientes de **Lipigas**, se vieron afectadas negativamente, las ventas físicas disminuyeron en 13,7% como se puede observar en la ilustración 10, mientras que los ingresos lo hicieron en 7,5%.

La empresa en Perú tiene cobertura en el 84% de los departamentos del país y una red compuesta por 454 distribuidores, en el año 2020 vendió gas en cilindro a 595 mil clientes residenciales (593 mil en 2019) y 464 comercios con el producto envasado (592 en 2019). En el caso del GLP a granel, atendió a 1.382 clientes (sobre 1.600 en 2019), entre comerciales y grandes clientes industriales y montacargas.

Ilustración 10
Evolución de las ventas de GLP de Lima Gas
(2013-2020)



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 6,5%.

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

En Perú la distribución de sus ventas en el año 2020 fue de 121 mil toneladas de las cuales el 62,1% corresponde a producto envasado y un 37,9% a gas granel.

El suministro de GLP para las operaciones en Perú, en general, tiene en consideración la ubicación de las fuentes de abastecimiento de modo que éstas se encuentren cercanas a las plantas de Lima Gas. La zona centro-sur del país está provista con gas cuyo origen es Camisea y es comercializado por Pluspetrol; en la zona norte el productor y comercializador más importante es la estatal Petroperú. También importa GLP de Bolivia. Con respecto a sus ventas de GN, son abastecidas principalmente por Calidda, Contugas, Quavii y Shell.

Análisis financiero⁹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2016 y 2020.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir de 2016, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa real compuesta anual igual a 3,4%, alcanzando los \$ 513.380 millones en 2020.

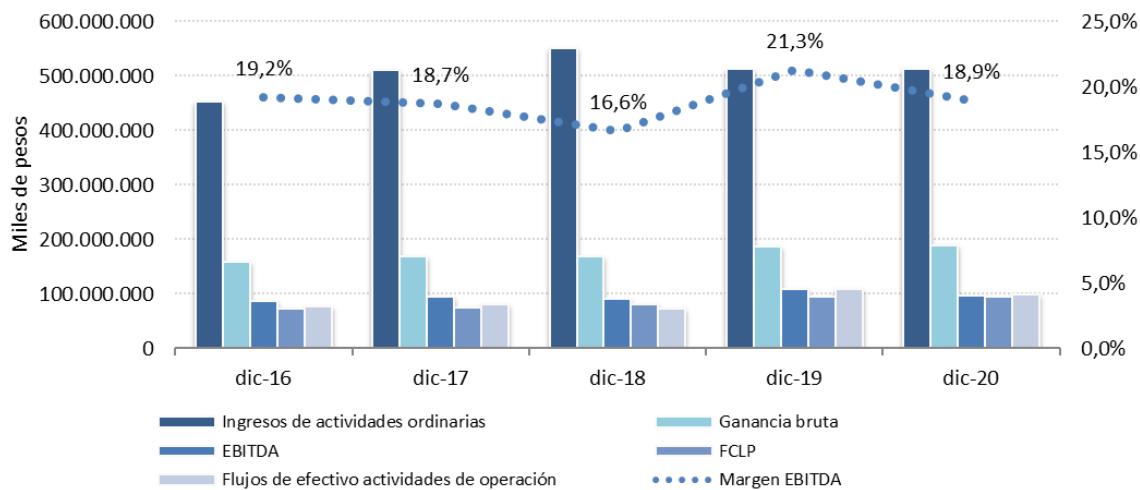
A partir de marzo de 2015, la compañía accedió a mejoras en las condiciones de compra de gas y comenzaron las operaciones del terminal en la bahía de Quintero.

Con todo lo anterior, entre 2016 y 2020, la ganancia bruta creció en promedio a una tasa compuesta anual igual a 4,3%. Mientras que el EBITDA de la compañía ha subido a una tasa compuesta anual promedio igual a 1,8%.

Dicho ello, se observa que los márgenes de EBITDA han fluctuado entre 21,3% y un 16,6%, en el período 2016 a 2020. Para el año 2020 el margen EBITDA fue de 18,9%.

⁹ Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de diciembre de 2020. 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\$ y porcentaje. 2016-2020)



Evolución del endeudamiento

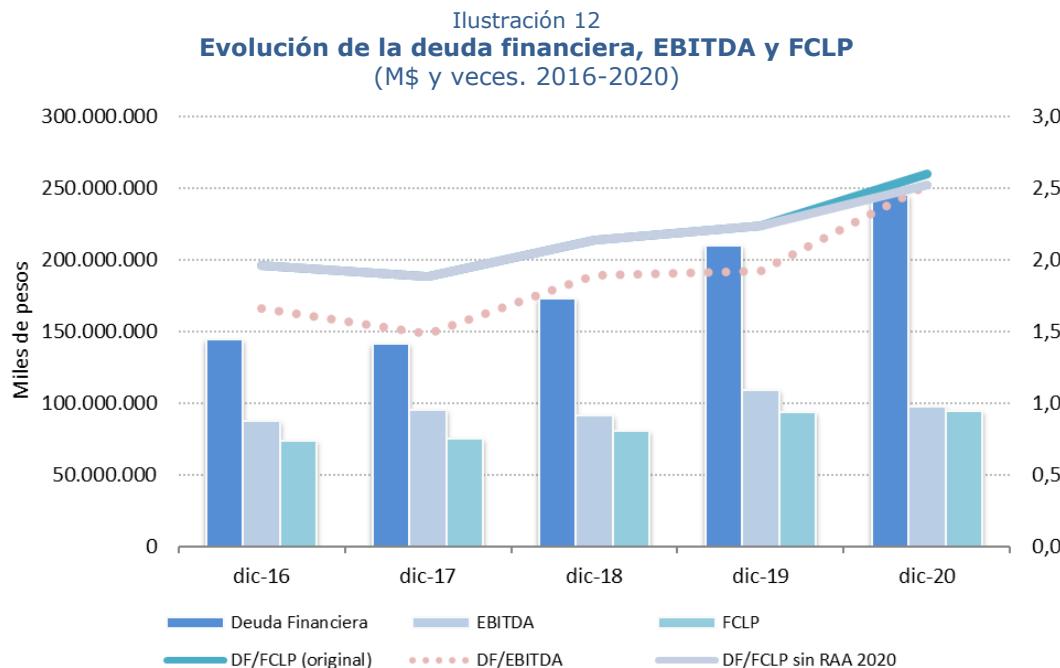
La deuda financiera de la compañía, a 2020, totalizó \$ 245.230 millones¹⁰, lo que representa un aumento de 17% respecto del año 2019.

A pesar de este crecimiento de los pasivos financieros, la empresa presenta un bajo endeudamiento relativo, medido en relación con su generación de flujos, situando el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA en 2,5 veces en 2020. Mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo¹¹ (FCLP) es 2,6 veces en 2020; a este indicador se le realizó un ajuste por liquidez¹² como se ve en la ilustración 12 resultando un valor de 2,5%.

¹⁰Incluye pasivos por arrendamiento financiero

¹¹El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

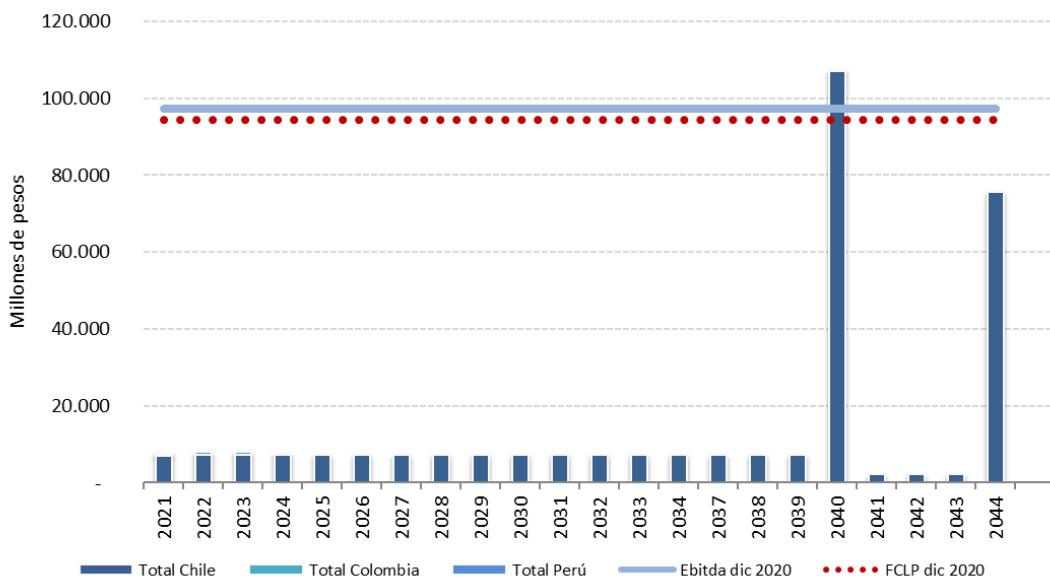
¹² El ajuste se justifica por cuanto se aumentó la liquidez para hacer frente a la pandemia



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

¹³ Lo anterior incluye la emisión del bono de enero de 2020.

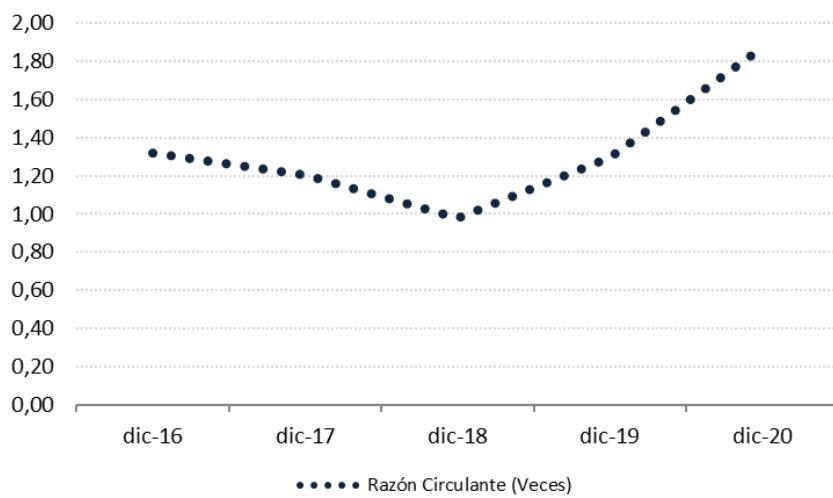
Ilustración 13
Evolución del perfil de vencimientos financieros
 (MM\$. 2021-2044)



Liquidez

La razón circulante exhibe un aumento desde el año 2018, pasando de 0,98 veces en ese ejercicio a 1,87 veces en 2020. El alza entre los años 2018 y 2019 se debe a una disminución de los pasivos corrientes al refinanciar su deuda financiera de corto plazo y traspasarla al largo plazo, mientras que el aumento del indicador entre 2019 y 2020 se debe al reforzamiento de la liquidez por excedentes de colación de bonos, donde la cuenta de efectivo y equivalente de efectivo pasó desde \$17.505 millones a \$62.317 (ver Ilustración 14).

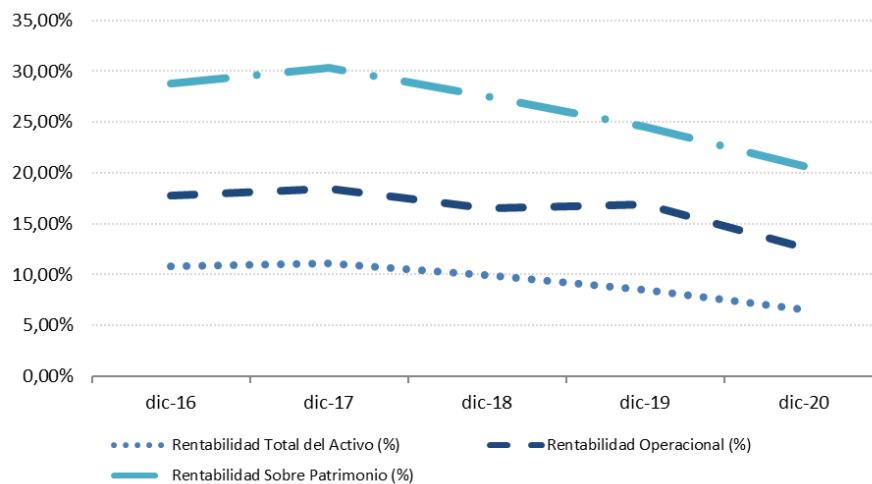
Ilustración 14
Evolución de los indicadores de liquidez
 (Veces. 2016-2020)



Evolución de la rentabilidad¹⁴

Los indicadores de rentabilidad mostraron un sesgo a la baja, alcanzando a 2020 una rentabilidad total del activo de 6,54%; por su parte la rentabilidad operacional fue de 12,68% y la rentabilidad sobre patrimonio de 20,64% (ver Ilustración 15).

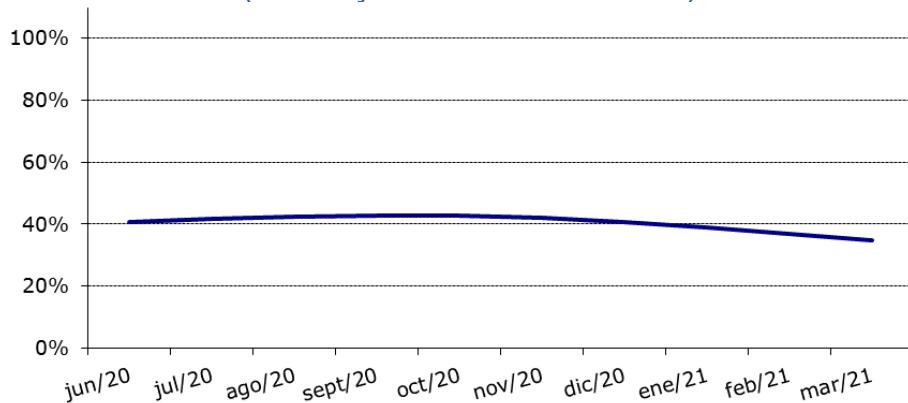
Ilustración 15
Evolución de las rentabilidades
(Porcentaje. 2016-2020)



Acciones

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

Ilustración 16
Presencia Promedio
(Porcentaje. Junio 2020-marzo 2021)



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.

Covenants

Covenants	Límite	dic-19	dic-20
Endeudamiento financiero neto	Menor a 1,5 veces	0,92 veces	0,92 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a \$110.000 millones	\$172.342 millones	\$165.850 millones

Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez (veces)	1,65	1,61	1,54	1,75	1,78
Razón Circulante (Veces)	1,32	1,20	0,98	1,30	1,87
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,32	1,20	0,98	1,30	1,87
Razón Ácida (veces)	1,00	0,81	0,72	0,96	1,55
Rotación de Inventarios (veces)	17,54	16,21	16,06	14,27	14,29
Promedio Días de Inventarios (días)	20,81	22,51	22,73	25,58	25,55
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	13,37	13,49	12,56	12,46	14,02
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	27,30	27,05	29,06	29,29	26,03
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,10	7,41	8,30	7,82	7,02
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	51,41	49,27	43,97	46,69	51,96
Diferencia de Días (días)	24,11	22,23	14,91	17,39	25,93
Ciclo Económico (días)	3,30	-0,29	-7,82	-8,18	0,38
Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (veces)	0,63	0,63	0,65	0,66	0,70
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,73	1,72	1,82	1,95	2,37
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,28	0,30	0,43	0,24	0,22
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,66	1,48	1,89	1,92	2,52
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,60	0,67	0,53	0,52	0,40
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	55,0%	52,8%	57,1%	60,6%	62,3%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,51	10,50	8,97	6,52	5,08
Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto (%)	35,1%	33,2%	30,8%	36,3%	37,0%
Margen Neto (%)	9,5%	9,1%	8,1%	8,2%	6,9%
Rotación del Activo (%)	109,4%	120,6%	117,1%	98,0%	91,8%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	11,3%	11,7%	10,4%	8,9%	6,8%
Rentabilidad Total del Activo (%)	10,8%	11,1%	9,9%	8,5%	6,5%
Inversión de Capital (%)	202,8%	206,2%	200,1%	220,3%	227,8%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	24,47	41,31	-298,07	26,18	8,30
Rentabilidad Operacional (%)	17,7%	18,5%	16,5%	16,9%	12,7%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	28,7%	30,3%	27,5%	24,5%	20,6%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	60,5%	62,2%	64,9%	57,2%	56,3%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	64,9%	66,8%	69,2%	63,7%	63,0%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,6%	5,9%	5,5%	6,8%	8,8%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	44,6%	46,8%	41,9%	44,1%	36,5%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	19,2%	18,7%	16,6%	21,3%	18,9%

"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".