

Distribuidor y comercializador de gas licuado de petróleo en Chile, Colombia y Perú

Humphreys mantiene en "Categoría AA" los bonos de Empresas Lipigas S.A.

Santiago, 25 de junio de 2015. **Humphreys** mantuvo la clasificación de los bonos de **Empresas Lipigas S.A. (Lipigas)** en "Categoría AA", en tanto que la tendencia asignada es "Estable".

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos 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 casi la totalidad de las regiones del país; asimismo como elementos positivos se ha incorporado la atomización de su base de clientes y la baja tasa de incobrabilidad que presenta la compañía, motivado tanto por las características del producto (bien esencial) y la modalidad de las ventas (elevado porcentaje al contado).

También se valora favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estanques, propiedad de **Lipigas**, donde el ingreso de nuevos competidores requeriría altos montos de inversión por parte de estos últimos, lo que hace menos probable el ingreso a este mercado. De esta manera, la participación de mercado se ha mantenido consistentemente por sobre el 36%, lo cual la convierte en la mayor empresa distribuidora de GLP del país (en 2009 era de 37,6% y en 2014 de 36,8%, reflejando la estabilidad de la industria).

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

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

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

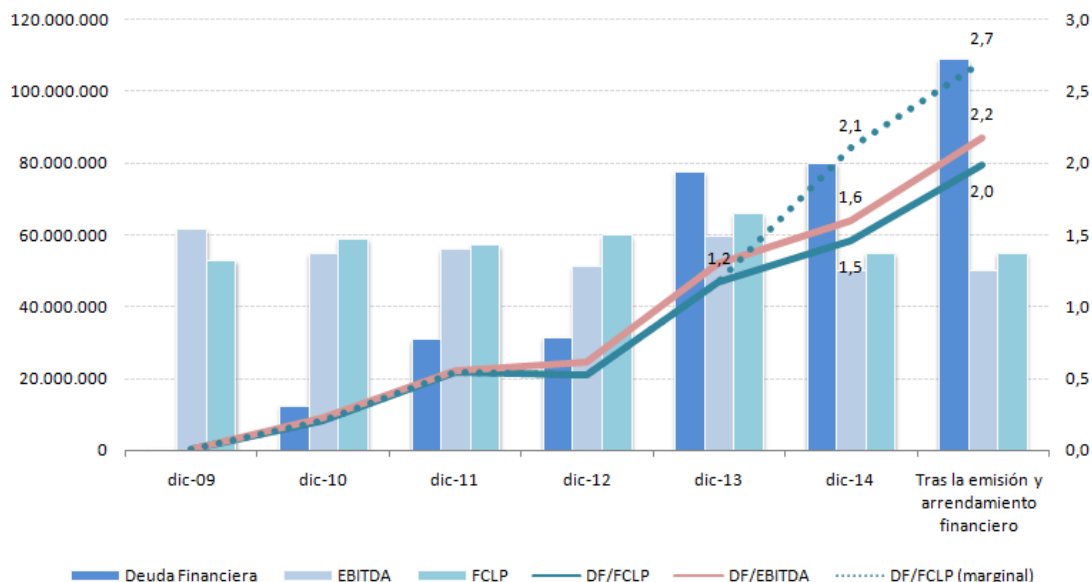
Asimismo, la clasificación se ve influida por los bajos niveles de endeudamiento relativo que presenta **Lipigas**, toda vez que, de acuerdo con la metodología estándar de **Humphreys**, presenta una relación de deuda financiera sobre flujos de largo plazo (FCLP)¹ ascendiente a 1,5 veces. Sin embargo, este indicador incorpora los niveles de rentabilidad anual de los activos exhibido en el pasado (estos fueron de 33,7% en 2009; 27,1% en 2010; 23,9% en 2011; 19,7% en 2012; 19,6% en 2013 y 15,0% en 2014).² En caso que se considere los rendimientos anuales más recientes como representativa de su rentabilidad de largo plazo, este indicador se incrementa a valores cercanos a 2,1 veces, nivel reducido en términos comparativos. Lo anterior confirma la fortaleza de la compañía.

¹ 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.

² Cabe señalar que producto de la corrección retroactiva del valor del rubro Propiedades, plantas y equipo – explicada en nota al pie número 3– la rentabilidad anual de los activos correspondiente a los años 2009 y 2010 no es comparable con las de los años 2011 en adelante.

Considerando el supuesto de rentabilidad indicado, y teniendo en cuenta el aumento de la deuda financiera³ en el primer trimestre de 2015, la relación deuda financiera sobre FCLP llegaría a 2,7 veces⁴, tal como se muestra en la Ilustración 1.

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



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

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

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por los cambios regulatorios que puedan afectar a la industria. Si bien la agenda energética del Gobierno ha estado enfocada a los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante acotada, lo cierto es que la compañía no está ajena y cambios en el marco normativo del gas licuado tendrían efectos en los flujos de la compañía.

Lipigas distribuye y comercializa gas licuado, a clientes residenciales, comerciales e industriales, desde la XV Región de Arica y Parinacota a la XI Región de Aysén. También distribuye gas natural en la II Región, específicamente a nivel residencial en Calama. Por otro lado, importa gas licuado, vía terrestre, a Chile desde Argentina y Perú (en la Región de Antofagasta a través de su filial Norgas). Adicionalmente, está presente en el mercado colombiano de distribución de

³ La deuda financiera estimada al primer trimestre de 2015 considera el aumento producto del arrendamiento financiero del terminal Quintero, por \$20.417 millones, y la emisión de bonos donde al menos el 90% de los fondos estarían destinados a refinanciar pasivos, llegaría a cerca de \$109.000 millones.

⁴ Se debe tener en cuenta que existen activos que aún no han comenzado a generar EBITDA durante 2014 (como son los anticipos del terminal marítimo y Lidergas, filial colombiana adquirida en junio de 2014).

GLP, controlando Chilco Distribuidora de Gas y Energía S.A.S. E.S.P. dedicada a la distribución de GLP, y mediante Chilco Metalmecánica S.A.S., dedicada a la fabricación y reparación de cilindros y estanque de GLP. Además, está inserto en el mercado peruano de distribución de GLP a través de su filial Lima Gas S.A. De esta manera, el 99,2% de los ingresos de **Lipigas** son generados por la venta de GLP.

La compañía presentó, en 2014, ingresos ordinarios por \$436.236 millones, contando en 2014 con una participación, de acuerdo con la empresa, de un 36,8% del mercado de gas licuado a nivel nacional, con un 14,0% en el mercado colombiano, y un 8,0% en el mercado peruano. A fines del 2014, Chile, Colombia y Perú originaron el 76,1%, 8,9% y 15,0% de los ingresos ordinarios respectivamente. Por su parte, el EBITDA de **Lipigas** totalizó los \$49.124 millones, lo que representa una disminución de 12,3%, respecto del año anterior producto de mayores costos de gas y transporte.

La deuda financiera de la empresa fue de \$80.113 millones, un 8,8% superior a la de 2013, producto de la toma de nuevos créditos bancarios.

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contactos en **Humphreys**:

Carlos García B. / Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl / elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".