



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Carlos García B.

Elisa Villalobos H.

Tel. 56 – 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

elisa.villalobos@humphreys.cl

Empresas Lipigas S.A.

Mayo 2015

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Tendencia	Estable
EE.FF. base	31 de marzo de 2015 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 800 de 04.02.2015
Serie A	Primera emisión
Serie B	Primera emisión
Serie C	Primera emisión
Línea de bonos	Nº 801 de 04.02.2015
Serie D	Primera emisión
Serie E	Primera emisión

Estados de resultados consolidados bajo IFRS								
Miles de pesos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	mar-14	mar-15
Total ingresos	232.460.385	272.597.367	347.482.937	330.654.760	378.312.715	436.235.830	97.043.299	79.522.169
Costo de ventas	-147.586.600	-187.917.546	-250.756.441	-250.085.042	-283.516.361	-339.198.393	-77.650.399	-54.292.138
Ganancia bruta	84.873.785	84.679.821	96.726.496	80.569.718	94.796.354	97.037.437	19.392.900	25.230.031
Gastos de adm. y distribución ²	-43.407.619	-46.775.874	-58.116.334	-44.411.526	-51.299.821	-62.432.233	-13.637.899	-15.263.805
Resultado operacional	41.466.166	37.903.947	38.610.162	36.158.192	43.496.533	34.605.204	5.755.001	9.966.226
Gastos financieros ³	-58.719	-226.755	-2.023.906	-2.253.271	-3.696.118	-7.240.357	-1.946.678	-2.250.474
Resultado del ejercicio	34.478.443	31.489.090	26.501.572	28.145.620	33.770.584	23.856.437	4.314.275	5.526.246
EBITDA	51.636.194	47.912.639	50.872.206	47.341.658	56.014.338	49.123.828	9.357.758	13.613.515

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2014. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2015 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 Gastos de administración y distribución= Otros ingresos, por función + otros gastos, por función+ costos de distribución + gastos de administración.

³ Gastos financieros= Gastos por préstamos bancarios + Otros gastos financieros (actualización del pasivo de garantías).

Balance general consolidado bajo IFRS							
Miles de pesos	2009	2010	2011 ⁴	2012	2013	2014	mar-15
Activos corrientes	30.025.349	38.910.818	40.528.029	44.999.047	53.522.655	48.237.238	54.931.230
Activos no corrientes	108.259.629	137.545.120	174.229.035	179.929.677	224.577.112	244.920.324	266.733.473
Total activos	138.284.978	176.455.938	214.757.064	224.928.724	278.099.767	293.157.562	321.664.703
Pasivos corrientes	17.105.237	30.876.959	43.558.055	52.986.689	36.081.477	103.332.536	112.143.882
Pasivos no corrientes	19.238.671	41.585.423	39.601.067	38.967.951	110.239.177	56.847.088	76.914.658
Pasivos totales	36.343.908	72.462.382	83.159.122	91.954.640	146.320.654	160.179.624	189.058.541
Patrimonio	101.941.070	103.993.556	131.597.942	132.974.084	131.866.200	132.977.938	132.606.162
Patrimonio y pasivos, total	138.284.978	176.455.938	214.757.064	224.928.724	278.186.854	293.157.562	321.664.703
Deuda financiera	352.477	10.735.163	28.023.668	29.223.514	73.649.382	80.112.671	100.158.915

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

La compañía presentó, en 2014, ingresos ordinarios por \$436.236 millones, contando en 2014, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 36,8% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 14,0% en el mercado colombiano, y 8,0% en el mercado peruano. El segmento de gas licuado del petróleo abastece a más de 1,2 millones de clientes en el país, más de 64 mil clientes en Colombia, y a 24 mil clientes aproximados en Perú. A fines del 2014, Chile, Colombia y Perú originaron el 76,1%, 8,9% y 15,0% de los ingresos ordinarios respectivamente.

⁴ Al 31/12/2013, la sociedad efectuó una revisión de las vidas útiles de cierta clase de activos del rubro Propiedades, plantas y equipo; además revisó el cálculo del pasivo por garantías de la filial Chilco Distribuidora de Gas y Energía S.A.S. E.S.P. Estas correcciones retroactivas provocaron cambios en los EE.FF. de 2011, que según lo señalado por la administración, los valores definitivos correspondientes al año 2011 son a aquellos reexpresados en los EE.FF. de diciembre de 2013, bajo la columna de fecha 01/01/2012. De esta manera, los saldos de los años 2009 y 2010 no han sido ajustados, influyendo en el cálculo de la rentabilidad.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de la línea 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 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.

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.

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

Asimismo, la clasificación se ve influida por los bajos niveles de endeudamiento relativo que presenta **Lipigas**, toda vez que, de acuerdo con la metodología estándar de **Humphreys**, presenta una relación de deuda financiera sobre flujos de largo plazo (FCLP)⁵ ascendente 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

⁵ 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.

2014).⁶ 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.

Considerando el supuesto de rentabilidad indicado, y teniendo en cuenta el aumento de la deuda financiera⁷ en el primer trimestre de 2015, la relación deuda financiera sobre FCLP llegaría a 2,7 veces⁸.

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

Otro elemento que afecta el *rating* corresponde a la dependencia a los envíos de gas provenientes de Argentina, debido a la inestabilidad exhibida por este país. Además, y sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, el ingreso reciente a nuevos mercados, como es el caso de Colombia (en 2010) y Perú (en 2013), países que exhiben un mayor riesgo operacional y de país, en comparación al de Chile, le otorga 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 recientes regulaciones al mercado.

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

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

⁶ 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.

⁷ 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.

⁸ Se debe tener en cuenta que existen activos que aun no han comenzado a generar EBITDA durante 2014 (como son los anticipos del terminal marítimo y Lidergas, filial colombiana adquirida en junio de 2014).

Resumen de fundamentos de la clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2014

Durante el año 2014, la empresa reportó ingresos por \$436.236 millones, un 15,3% superior respecto del año anterior. El 76,1% de las ventas se originaron en Chile, mientras que el 8,9% en Colombia y el 15,0% en Perú. Cabe señalar que la compañía inició sus operaciones en Perú en julio de 2013 y el ejercicio de 2014 corresponde al primer año de operación completa.

En el ejercicio anual de 2014 los ingresos en Chile crecieron un 3,7% y en Colombia 28,0%; en términos monetarios se tuvo ventas en el extranjero por \$65.709 millones en Perú y por \$38.713 millones en Colombia.

Los costos de venta escalaron un 19,6%, llegando a \$339.198 millones, impulsados por la incorporación del ejercicio completo de la filial en Perú, a su vez, por menores oportunidades de compra gas, lo que influyó en los márgenes. De esta forma, la ganancia bruta de la compañía creció un 2,4%, respecto de 2014.

Los gastos de administración y venta crecieron un 21,7% que, tal como se señaló anteriormente, se debe a la incorporación completa de Perú (que en comparación con 2013, esta unidad tenía solo cinco meses de funcionamiento). Por su parte, la operación en Chile enfrentó dos situaciones; por un lado, un mayor gasto en fletes y en personal, por mayores ventas al cliente final; por otro lado, un impacto sobre los gastos por efectos inflacionarios. Así, el resultado operacional de la compañía disminuyó en un 20,4%.

De esta forma, el EBITDA de **Lipigas** totalizó los \$49.124 millones, lo que representa una disminución de 12,3%, respecto del año anterior. El 85,3% de este indicador fue generado en Chile, mientras que el 6,3% en Colombia y el resto, un 8,3%, en Perú. El EBITDA en Chile tuvo una contracción de 18,9%, mientras que el de Colombia creció un 29,1%. El EBITDA de Perú totalizó \$4.092 millones. En términos de margen EBITDA, Chile finalizó el año con una relación de 12,6%, frente al 16,2% de 2013; Colombia, presentó un margen de 8,0%, igual que en 2013, y Perú de 6,2%, menor al que alcanzó en 2013 igual a 6,7%.

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. Cabe señalar que el 95,9% de la deuda financiera corresponde a vencimientos corrientes.

Eventos recientes

El 6 de marzo de 2015, **Lipigas** dio inicio a las operaciones de recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado de petróleo (GLP) importado vía marítima en las instalaciones ubicadas en el terminal marítimo de Quintero. La operación impactará el estado de situación financiera de **Lipigas** en el primer trimestre de 2015, de la siguiente forma:

- Se aumentará en \$37.317 millones el valor del activo no corriente bajo el rubro Propiedades, planta y equipo.
- Disminuirá el valor del activo corriente, bajo el rubro Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar por \$676 millones.
- Disminuirá el valor del activo no corriente bajo el rubro Otros activos financieros por \$16.224 millones.
- Aumento del valor del pasivo corriente bajo el rubro Otros pasivos financieros por \$816 millones.
- Aumento del valor del pasivo no corriente bajo el rubro Otros pasivos financieros por \$19.601 millones.

El 23 de abril la compañía colocó, en el mercado local, la serie E con cargo a la línea de bonos a 30 años plazo, por un monto igual a UF 3.500.000. La tasa de colocación fue de 3,40% anual, con un spread de 177 puntos básicos sobre la tasa de referencia. Los bonos se colocaron a 25 años plazo.

Definición de categoría 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.

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Estabilidad de sus mercados: Principalmente, la empresa se desenvuelve en el sector de gas licuado, bien asimilable a los de primera necesidad. Este mercado en Chile presenta una estructura muy estable en cuanto a las compañías que compiten en él, las que han tendido a mantener su participación en las ventas a lo largo del tiempo. Las ventas de GLP en Chile, han experimentado un alza promedio anual igual a 2,7% entre 2007 y 2014. Así, es importante destacar que el consumo de GLP, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta variaciones poco significativas en términos de años móviles. Por muchos años el sector ha operado con tres operadores relevantes, manteniendo **Lipigas** un participación en torno al 37% (en 2009 era de 37,6% y en 2014 de 36,8%).

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

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

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

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

Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁹ a 2014 Colombia tiene un PIB per cápita¹⁰ de US\$ 13.430 y una población equivalente a 48 millones de personas, mientras que Perú

⁹ Estimaciones correspondientes a las realizadas por el organismo en abril de 2015.

exhibe un PIB per cápita de US\$ 11.817 y una población de 31 millones. Por otra parte, con la finalidad de comparar, Chile tiene un PIB per cápita igual a US\$ 22.971 y una población cercana a los 17 millones de personas.

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

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros tanto a través de venta directa o con 880 distribuidores a nivel nacional con que cuenta, además de contar con 16 centrales de distribución a nivel nacional. A consecuencia de todo lo anterior, la empresa exhibe un buen servicio de distribución, que se transforma en un factor clave en el desarrollo y estabilidad del negocio. La empresa tiene plantas de almacenamiento y envasado desde Arica hasta Coyhaique.

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

Factores de riesgo

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

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

¹⁰ Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA).

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

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

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

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

Nuevos negocios en Colombia y Perú: La empresa ingresó en 2010 a Colombia y en 2013 a Perú, ambos mercados nuevos en la cartera de la empresa. Estos países cuentan con una reciente regulación, con una informalidad y riesgo mayor al de la operación en Chile, tanto en términos del mercado mismo como del riesgo país. Sin embargo, esto se ve atenuado en parte por el hecho de haber comprado empresas ya en funcionamiento y por además contar con la experiencia acumulada en Chile a lo largo de su historia. También el riesgo se atenúa por la mayor estabilización económica y política que han mostrado estos países, lo cual, desde otra perspectiva, representan una oportunidad de crecimiento futuro.

Antecedentes generales

Historia

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

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

En el año 2000 el grupo propietario vendió a la empresa petrolera internacional Repsol YPF el 45% de las acciones de Agrogas, Codigas, Enagas, Lipigas y empresas filiales de transporte y reinspección de cilindros. En ese momento se inició el proceso de unificación de las cuatro marcas regionales y filiales

agrupándolas bajo Empresas Lipigas, este proceso de fusión de la compañía culminó en 2004, con una sola empresa gestionada centralizadamente con presencia a lo largo del país.

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

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

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

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

Propiedad y administración

Lipigas es el resultado de la consolidación de un grupo de compañías dedicadas a la comercialización de gas licuado (GLP), controlada por las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzone. A continuación se describen los principales accionistas a diciembre 2014:

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

El directorio está compuesto por siete integrantes; a diciembre de 2014 se estructura de la siguiente forma:

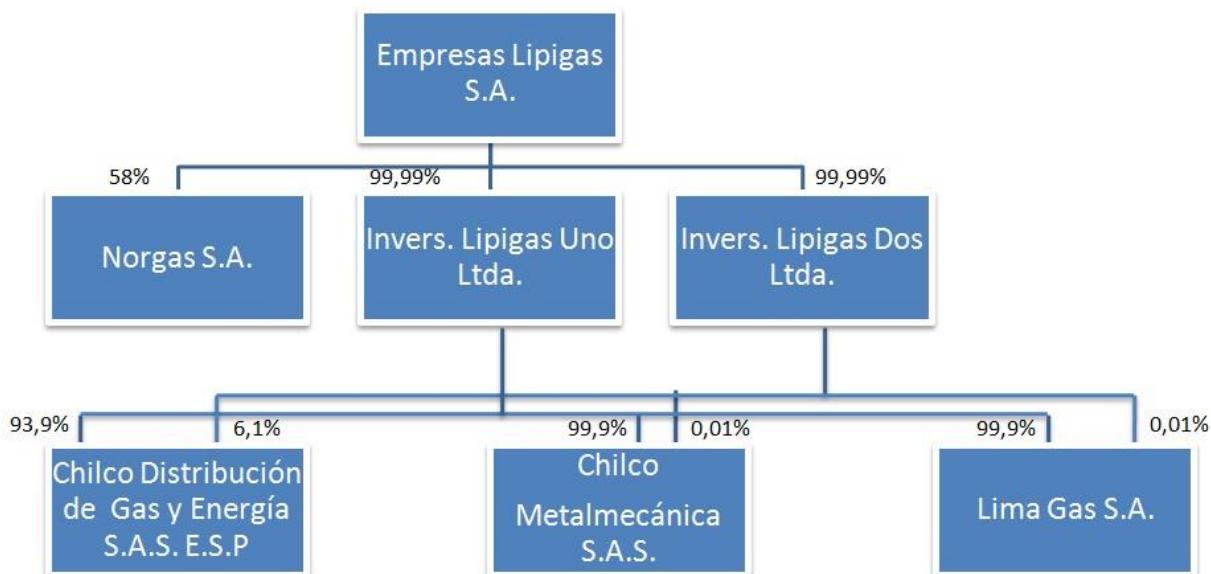
Nombre	Cargo
Juan Manuel Santa Cruz Munizaga	Presidente
Jaime García Rioseco	Director
Jaime Santa Cruz Negri	Director
Ernesto Noguera Gorget	Director
Mario Vinagre Muñoz	Director
Rodrigo Swett Brown	Director
José Miguel Barros van Hovell tot Westerflier	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

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

Subsidiarias

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



Descripción del negocio

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

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

Los clientes de la empresa se subdividen en:

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

Gas Licuado

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

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

La empresa comercializa en Chile el gas licuado de tres formas distintas:

- **Gas envasado:** En Chile, el gas se comercializa en cilindros de 5, 11, 15 y 45 kilogramos, los cilindros son propiedad de la compañía, mientras que la procedencia del cilindro no es inconveniente para comprar gas a cualquier otra distribuidora. Para su comercialización, cuenta básicamente con tres canales: el de venta directa, los distribuidores exclusivos y los distribuidores multimarca.
- **Gas granel:** Suministro mediante recargas de gas en estanques que tienen capacidad desde 190 a 5.000 litros. El estanque es propiedad de la compañía distribuidora de gas y es reabastecido sólo por esta misma, de manera programada de acuerdo a la demanda del cliente. En el mercado de gas licuado a granel la compañía se encuentra integrada verticalmente para atender al consumidor final, contando así con un canal de distribución propio.
- **Gas de medidor:** Está diseñado para abastecer a múltiples puntos de consumo independientes desde un estanque común. El medidor registra el caudal de gas que entra a la red de cada cliente y se efectúa una lectura mensual del consumo para su facturación.

Gas Natural

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

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

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

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

Gas Natural Licuado

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

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

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

Mercados en los que participa la compañía

Chile

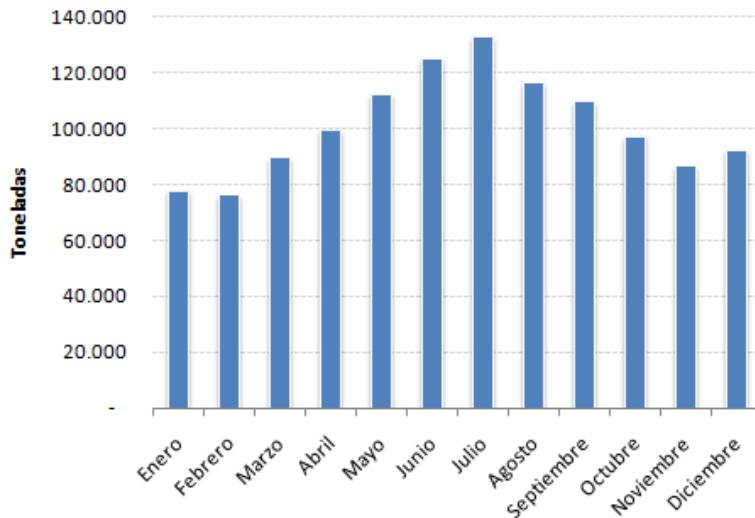
En el país la empresa participa comercializando y distribuyendo gas licuado (GLP), gas natural (GN) y gas natural licuado (GNL) a través de la marca Lipigas.

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



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

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

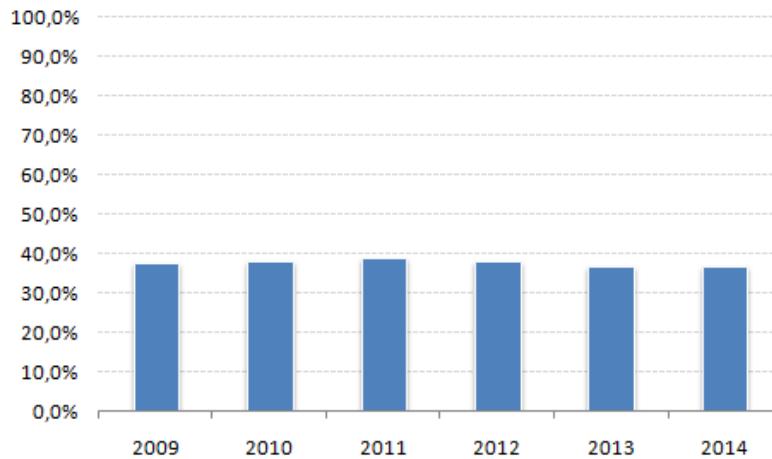


En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación de Gasmar y Empresa Nacional de Petróleo (Enap). Mientras que el abastecimiento en el país corresponde a un 89,0% de producto importado y 11,0% de producción nacional, generado por Enap. Por otra parte, dentro del mercado chileno el país cuenta con tres grandes comercializadores de GLP.

Lipigas cuenta con más de 50 años de presencia en la industria de GLP chileno. Su participación de mercado se ha mantenido estable en los últimos cinco años. Actualmente posee una participación de igual a 36,8%¹¹ (ver Ilustración 3).

¹¹ Dato proporcionado por la empresa a base de la información de la Asociación Chilena de Gas Licuado.

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



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

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

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

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

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

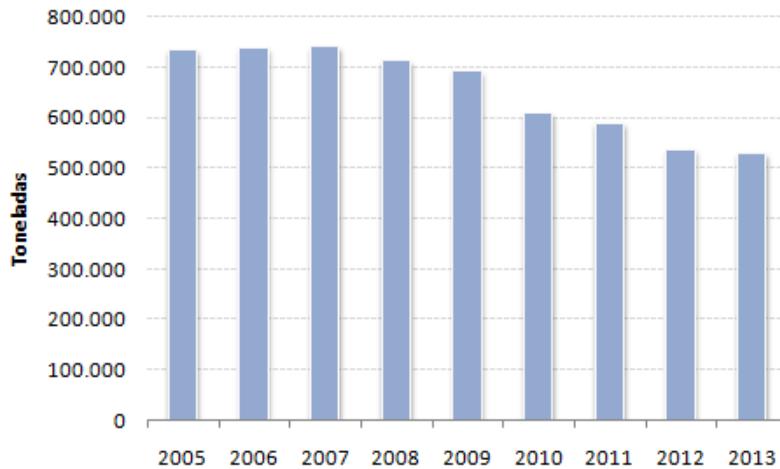
Colombia

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

En el último tiempo, el crecimiento de la demanda de GLP se ha visto afectado por la entrada del gas natural como combustibles en los hogares. A modo de ejemplo, el consumo en el mercado colombiano

fue de aproximadamente 538 mil toneladas anuales en 2013, mientras que en 2007 alcanzó las 741 mil toneladas, lo que implica una disminución de 28% durante ese lapso (ver Ilustración 4).

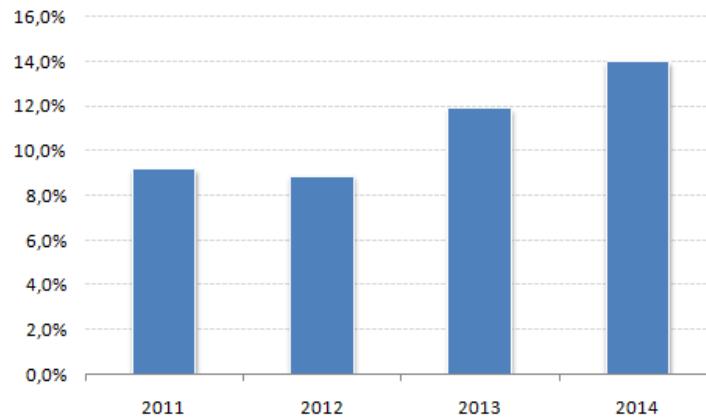
Ilustración 4
Evolución de las ventas totales de GLP en Colombia
(2005-2013)



En el país operan 50 comercializadoras de GLP, mientras que el precio de venta de este es libre, aunque tiene un tope máximo establecido por la Comisión Reguladora de Energía y Gas (CREG).

Lipigas para la comercialización de GLP en Colombia cuenta con 16 plantas de envasados y una red de distribución propia con 21 centrales de distribución y venta. Con ello, la empresa ha logrado tener presencia en 24 de los 32 departamentos del país, alcanzando una participación de mercado igual a 14,0% (ver Ilustración 5).

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



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

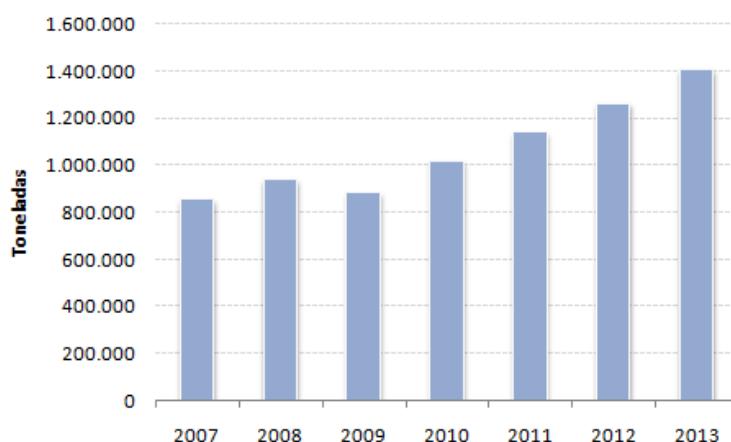
individualmente cerca del 90% de las compras de GLP, el resto es comprado a diferentes fuentes con una capacidad de oferta menor.

Perú

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

En el mercado peruano se venden cerca de 1,4 millones de toneladas de GLP al año. Este ha crecido a tasas anuales superiores al 10,0% desde 2010 a la 2013, impulsado por el crecimiento del país, el incentivo tributario para el uso del gas en vehículos, además de programas gubernamentales que distribuyen cupones a modo de subsidio a los hogares de menores ingresos (ver Ilustración 6).

Ilustración 6
Evolución de las ventas totales de GLP
(2007-2013)



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

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

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

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

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

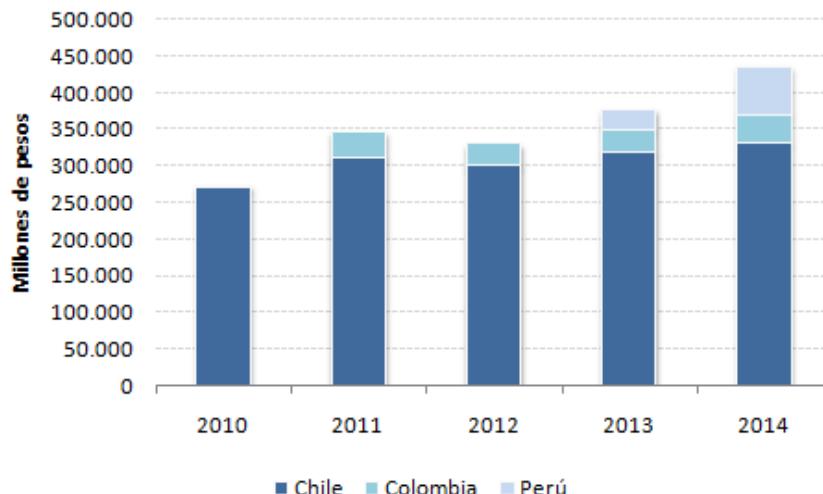
La red de distribución de gas envasado está conformada por más de 480 distribuidores que abastecen de GLP a los usuarios finales, el que representan el 51% de las ventas totales de gas de la empresa en Perú. En el caso de granel, que representa el 49% de las ventas de la empresa en el país, la distribución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

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

Estructura de ingresos

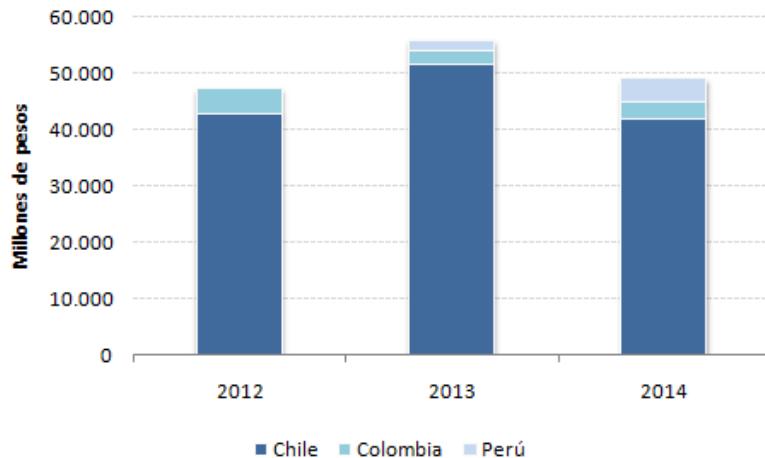
En 2014, los ingresos generados en Chile representaron un 76,1% del total de los ingresos de la compañía, mientras que Colombia el 8,9% y las operaciones en Perú un 15,0%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de 2013 cuando aún las actividades de la empresa en Perú recién estaban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

Ilustración 7
Evolución de los ingresos por país
(2010-2014)



El 85,3% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de las operaciones en Chile seguidas en importancia por Perú y luego por Colombia (ver Ilustración 8). Dentro de Chile la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.

Ilustración 8
Evolución del EBITDA por país
(2012-2014)



Análisis financiero¹²

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2014.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir de 2009, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa de 10,8% anual, alcanzando los \$446.095 millones (US\$ 735 millones¹³) en 2014.

El resultado operacional en 2014 cayó un 23,4%; mientras que en los años comprendidos entre 2009 y 2014, ha disminuido un 5,6% promedio anual, donde el costo de adquisición del gas ha promediado un alza anual igual a 18,3% en ese mismo periodo (ver Ilustración 9).

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

Además, la compañía verá mejorados sus márgenes cuando las nacientes operaciones en Colombia y Perú alcancen su nivel de madurez y estabilidad en el tiempo, generando mayores flujos para la compañía.

¹² Las cifras, tanto históricas como las correspondientes a diciembre de 2014, presentadas en esta sección del informe están en pesos de diciembre de 2014.

¹³ Tipo de cambio utilizado igual \$606,75/US\$ al 31/12/2014.

Ilustración 9
Evolución de los costos y gastos de la operación
(2009-2014)

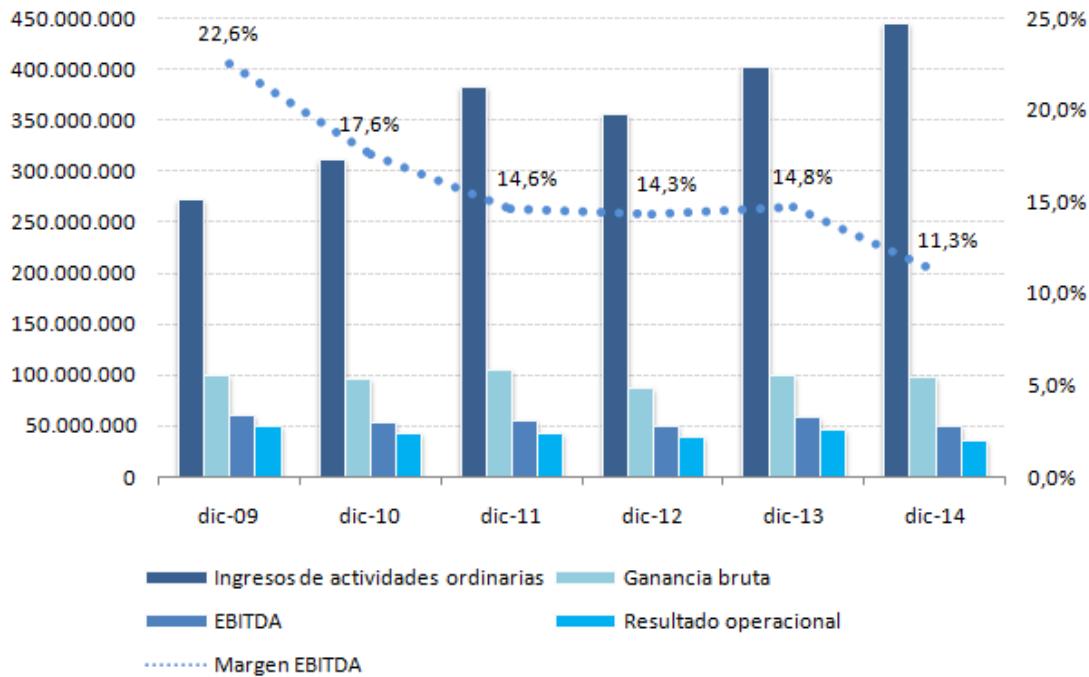


De esta manera, debe considerarse que el GLP, por ser un derivado del petróleo, su precio está muy asociado al de este combustible y sujeto a sus variaciones, debido a esto los precios de referencia de los combustibles impactan en los flujos de **Lipigas**. Lo anterior, cobra relevancia puesto que en la estructura de costos y gastos relacionadas con la operación, las compras de este combustible pesan un 75,8% del total de estos.

Tal como se mencionó anteriormente, las oportunidades de compras de materia prima en mejores condiciones y las recientes operaciones en dos nuevos mercados ha llevado que los márgenes de EBITDA fluctúen entre 17,6% y un 14,8%, entre 2010 y 2013. Sin embargo en 2014 el margen EBITDA cae a 11,3% producto de mayores costos del gas y mayores costos de distribución, entre otros.

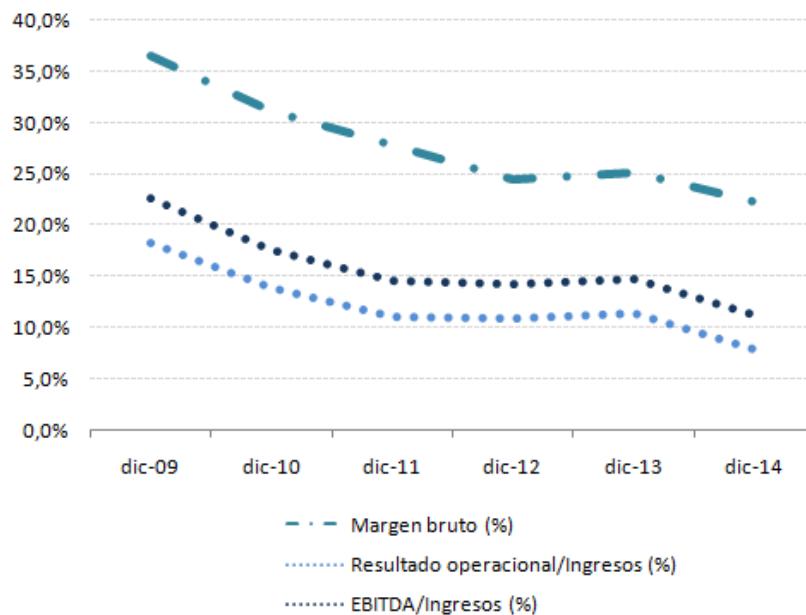
Particularmente, el año 2009 es considerado atípico en términos de margen EBITDA, debido a que la empresa pudo acceder a mejores precios de compra de GLP, puesto que existió un importante excedente de este insumo en Argentina (ver Ilustración 10).

Ilustración 10
Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA
(M\$; 2009-2014)



Sumado al Margen EBITDA, presentado en el gráfico anterior, a continuación se muestra la evolución de los márgenes de explotación, operacional y de EBITDA de **Lipigas**, como porcentaje de su ingreso (ver Ilustración 11).

Ilustración 11
Indicadores de eficiencia¹⁴
 (%. 2009-2014)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de la compañía, a 2014, totalizó \$80.112 millones, lo que representa un incremento de 8,8 % respecto de 2013. El 95,9% de estas obligaciones son de corto plazo, mientras que el resto corresponde a obligaciones de largo plazo. Actualmente, el 98,1% de los pasivos financieros corresponden a préstamos bancarios, mientras que el resto son arrendamientos financieros.

El endeudamiento financiero de la empresa se ha elevado desde los \$10.735 millones en 2010 a \$80.113 millones a 2014, debido al inicio de las operaciones en Colombia y Perú y al financiamiento parcial de construcción de las instalaciones del terminal de Oxiquim.

No obstante el crecimiento de los pasivos financieros, la empresa presenta un bajo endeudamiento relativo, medido en relación a su generación de flujos. Pese a la caída en los márgenes antes señalados y con un nivel creciente de la deuda financiera, los ratios de endeudamiento son bastante bajos. Así, la deuda financiera representa el 60,2% del patrimonio. En el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA se sitúa en 1,6 veces; el que en 2010, por el escaso endeudamiento financiero de la empresa a esa fecha, era de 0,2 veces. Mientras que la deuda

¹⁴ Cabe mencionar que el indicador de margen bruto presentó cambios desde 2012, puesto que el costo de venta incluye el costo de la materia prima, depreciación, amortización, sumado a los gastos de fabricación, mientras que hasta 2011 sólo incluía el costo de la materia prima, depreciaciones y amortizaciones.

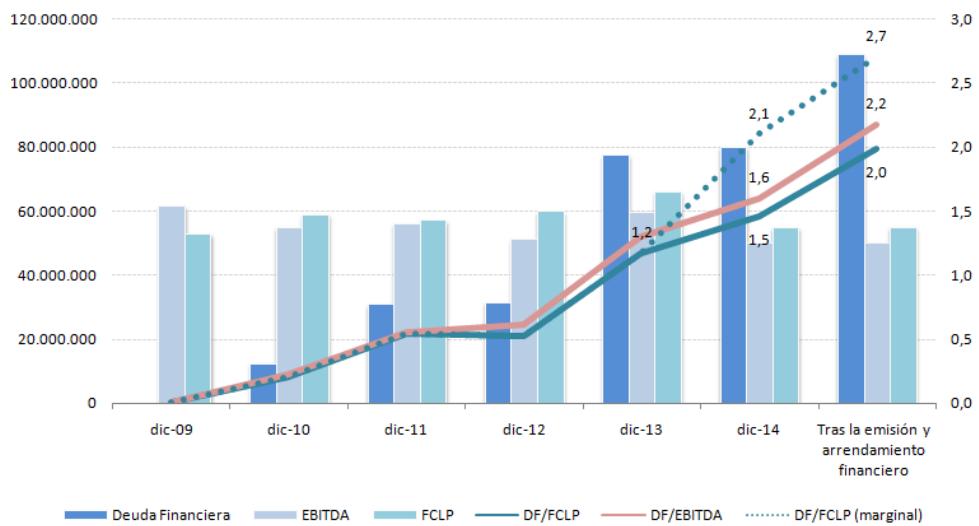
financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo¹⁵ (FCLP) ha pasado desde las 0,2 veces en 2010 a 1,5 veces en 2014.

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

Dado lo anterior, se estima que los niveles de rentabilidad deberían converger a aquellos exhibidos por otras empresas de distribución que operan en otros rubros (como por el ejemplo el sanitario). Así, se ha calculado el FCLP asumiendo que la última observación (marginal) de la rentabilidad anual de los activos sería su nivel de largo plazo, con lo cual la relación deuda financiera sobre FCLP se eleva a 2,1 veces.

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. Así, las obligaciones financieras llegarían a cerca de \$109.000 millones. De esta manera, considerando la última rentabilidad como la de largo plazo, la relación de la deuda financiera sobre FCLP llegaría a 2,7 veces, tal como se muestra en la Ilustración 12.

Ilustración 12
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (M\$ 2009-2014)

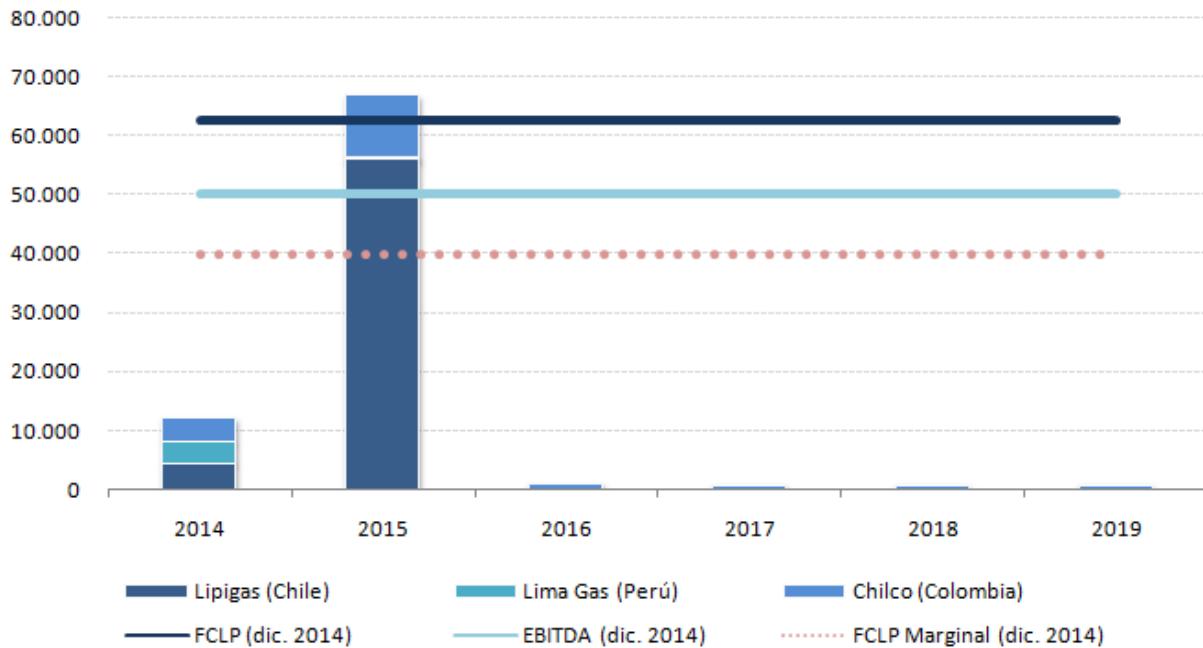


El perfil de vencimientos de la deuda muestra claras holguras en todos los períodos evaluados, salvo durante 2015, puesto que la empresa debe amortizar créditos bancarios tomados en Chile, por

¹⁵El 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.

alrededor de \$56.227 millones, además de tener que enfrentar pagos en Colombia por \$10.683 millones. Tras la reestructuración de la deuda que llevó a cabo la empresa, a través de la emisión de bonos, este perfil debería mostrar holguras para el mencionado año y mantener holguras para el resto de los años, respecto a la generación de FCLP (ver Ilustración 13).

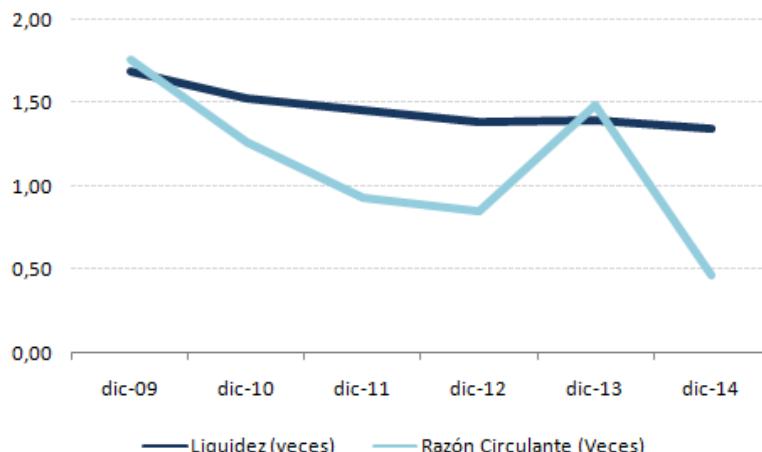
Ilustración 13
Evolución del perfil de vencimientos financieros.
(2014-2019)



La liquidez de la empresa¹⁶ cerró en 1,3 veces a 2014, 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 2014 finalizó en 0,5 veces, habiendo oscilado desde las 1,8 veces en 2009, hasta caer a niveles inferiores a la unidad en 2012, cuando finalizó el año en un nivel de 0,9. Esto se debe al mayor aumento de los pasivos corrientes frente a los activos de la misma categoría, debido a la mayor deuda financiera que ha tomado la empresa con finalidades de expansión, explicadas con anterioridad (ver Ilustración 14). La colocación de los bonos corrige esta situación.

¹⁶Liquidez: Ingresos/ (Costo de venta-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.

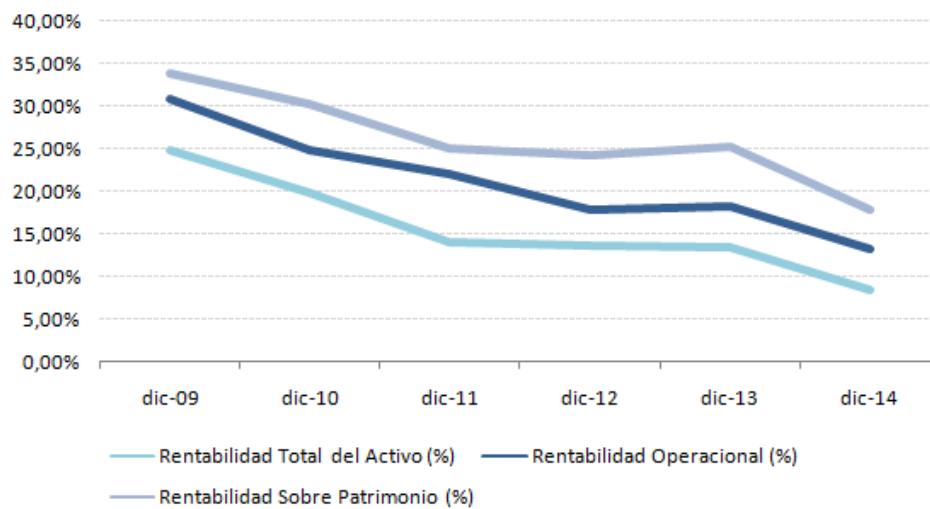
Ilustración 14
Evolución de los indicadores de liquidez
(2009- 2014)



Evolución de la rentabilidad¹⁷

Los indicadores de rentabilidad han mostrado un sesgo a la baja en cada uno de ellos. La rentabilidad total del activo bajó del 24,9% en 2009 a 8,3% en 2014, mientras que la rentabilidad operacional pasó del 30,9% en el mismo año a 13,3% y la rentabilidad sobre patrimonio pasó del 33,8% a 17,9%, en el mismo periodo (ver Ilustración 15).

Ilustración 15
Evolución de las rentabilidades¹⁸
(2009-2014)



¹⁷ 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.

¹⁸Cabe señalar que producto de la corrección retroactiva del valor del rubro Propiedades, plantas y equipo - explicada en nota al pie número 3- la rentabilidad correspondiente a los años 2009 y 2010 no es comparable con las del año 2011 en adelante.

Covenants

Covenant	dic-14	Límite
Endeudamiento financiero neto	0,5 vez	Menor a 1,5 veces
Patrimonio mínimo	\$132.978 millones	Mayor a \$110.000 millones

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