



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un nuevo  
Instrumento**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. 56 – 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## **Empresas Lipigas S.A.**

Septiembre 2017

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

<b>Categoría de riesgo</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
Líneas de bonos Tendencia	AA Estable
Otros instrumentos: Líneas de bonos y bonos Tendencia	AA Estable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 En Observación
EEFF Base	30 de junio de 2017

<b>Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción</b>	
Plazo	10 años y 30 años
Monto máximo de colocación	UF 4.000.000 cada línea (sin embargo, conjuntamente no pueden superar las UF 4.000.000)
Moneda de emisión	UF
Representante de los tenedores de bonos	Banco Bice
Uso de fondos	Fines generales del emisor, incluyendo el financiamiento de nuevas inversiones o adquisición de nuevas operaciones (fuera y dentro de Chile) y el refinanciamiento de pasivos
Prepago	El emisor definirá en cada Escritura Complementaria si podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los Bonos de cualquiera de las series
Garantías	No contempla

<b>Covenants financieros de las líneas de bonos en proceso de inscripción</b>		
	<b>Límite</b>	<b>Indicadores al 30/06/17</b>
Patrimonio mínimo	M\$ 110.000.000	M\$ 139.817.164
Endeudamiento financiero	No superior a 1,5 veces	0,82 veces

<b>Estados de resultados consolidados bajo IFRS</b>						
<b>Miles de pesos</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Jun 17</b>
Total ingresos	330.654.760	378.312.715	436.235.830	378.613.062	406.208.455	223.904.944
Costo de ventas	-250.085.042	-283.516.361	-338.278.559	-245.698.853	-266.484.046	-149.638.071
<b>Ganancia bruta</b>	<b>80.569.718</b>	<b>94.796.354</b>	<b>97.957.271</b>	<b>132.914.209</b>	<b>139.724.409</b>	<b>74.266.873</b>
Gastos de administración y distribución	-44.411.526	-51.299.821	-63.908.042	-69.434.499	-79.637.107	-43.263.183
<b>Resultado operacional</b>	<b>36.158.192</b>	<b>43.496.533</b>	<b>34.049.229</b>	<b>63.479.710</b>	<b>60.087.302</b>	<b>31.003.690</b>
Gastos financieros	-2.253.271	-3.696.118	-6.448.371	-10.655.003	-7.896.870	-2.758.480
Resultado del ejercicio	28.145.620	33.770.584	23.856.437	36.120.103	38.738.413	20.063.726
EBITDA	47.341.658	56.014.338	48.567.853	79.045.557	78.118.450	40.891.128

<b>Balance general consolidado bajo IFRS</b>						
<b>Miles de pesos</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Jun 17</b>
Activos corrientes	44.999.047	53.522.655	48.237.238	73.835.570	69.996.728	73.133.610
Activos no corrientes	179.929.677	224.577.112	244.920.324	266.085.573	304.645.904	315.863.043
<b>Total activos</b>	<b>224.928.724</b>	<b>278.099.767</b>	<b>293.157.562</b>	<b>339.921.143</b>	<b>374.642.632</b>	<b>388.996.653</b>
Pasivos corrientes	52.986.689	36.081.477	103.332.536	33.753.506	52.329.057	62.055.629
Pasivos no corrientes	38.967.951	110.239.177	56.847.088	175.314.917	185.105.339	187.123.860
<b>Pasivos totales</b>	<b>91.954.640</b>	<b>146.320.654</b>	<b>160.179.624</b>	<b>209.068.423</b>	<b>237.434.396</b>	<b>249.179.489</b>
Patrimonio	132.974.084	131.866.200	132.977.938	130.852.720	137.208.236	139.817.164
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>224.928.724</b>	<b>278.186.854</b>	<b>293.157.562</b>	<b>339.921.143</b>	<b>374.642.632</b>	<b>388.996.653</b>
Deuda financiera	29.223.514	73.649.382	80.112.671	118.008.972	130.618.139	129.911.581

## 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 a Chile, vía terrestre, desde Argentina y, vía marítima, desde EEUU.

La empresa, además, 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, Chilco Metalmecánica S.A.S., dedicada a la fabricación y reparación de cilindros y estanques de GLP y recientemente la filial Rednova S.A.S. E.S.P con el objeto de desarrollar el negocio de la distribución de gas por redes. También participa en el mercado peruano de distribución de GLP, a través de su filial Lima Gas S.A. y, venta de GNC mediante la sociedad Limagas Natural Perú S.A.. Alrededor del 93% de los ingresos de **Lipigas** son generados por la venta de GLP.

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de dos líneas de bonos a 10 y 30 años, por parte de **Lipigas**, por la suma de hasta UF 4.000.000 cada una, sin embargo, la totalidad de las colocaciones que se efectúen con cargos a dichas líneas no podrán, conjuntamente, exceder la suma de UF 4.000.000.

En la asignación de la categoría de riesgo se ha considerado que la sociedad presenta una relación entre deuda financiera y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>1</sup>) en torno a las 1,9 veces en los últimos años.

La compañía presentó, a junio de 2017, ingresos ordinarios por \$223.905 millones, de acuerdo a lo informado por la empresa, posee una participación de 36,7% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 14,2% en el mercado colombiano, y 8,8% en el mercado peruano. A la misma fecha, Chile, Colombia y Perú originaron el 69,6%, 9,8% y 20,6% de los ingresos ordinarios, respectivamente.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de las líneas de 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, además de su presencia en Colombia y Perú. 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 valoran favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estancos 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 en Chile se haya mantenido relativamente estable y, en el caso de **Lipigas**, consistentemente figure con cifras sobre el 36%.

Otro elemento que incorpora la clasificación son los más de 50 años de experiencia de la compañía, periodo en el cual ha presentado un crecimiento consistente en sus operaciones, sustentado en su amplia red de operaciones, con 14 plantas de almacenamiento y envasado y una red nacional de más de 800 distribuidores.

También se incorpora como elemento positivo la mayor independencia de la empresa en relación con el abastecimiento de materia prima en el mercado internacional, consecuencia de terminal marítimo construido por Oxiquim para la recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado de petróleo de uso exclusivo para la compañía. De esta forma se redujo, desde un 46% en 2014 a un 3% en 2016,

---

<sup>1</sup> 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.

las compras de insumo que se efectuaba a Gasmar, empresa de propiedad de Gasco y Abastible, a la vez que se disminuyó a la mitad 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 y con una oferta menos consolidada que la existente en Chile.

Entre los elementos positivos incluidos en la clasificación de riesgo se ha considerado, además, la amplia trayectoria empresarial del grupo controlador, el cual dispone de operaciones en *retail* y pesca.

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

Otro elemento que afecta el *rating*, pero en menor medida que años anteriores, corresponde a la dependencia a los envíos de gas provenientes de Argentina, debido a la inestabilidad exhibida por este país. Este riesgo se ha mitigado a partir de 2015, con el inicio de las operaciones del terminal marítimo para la importación de gas; a diciembre de 2016 presentaba una exposición igual al 11%, menor a la de diciembre de 2015 donde alcanzaba una exposición de 16%. 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 cierta incertidumbre a los flujos futuros provenientes de estos países. Además, son industrias que presentan un mayor nivel de informalidad en la venta del combustible, donde recientemente se están incorporando mayores regulaciones al mercado.

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por participar en una industria, que pese a elevados niveles de rentabilidad, es competitiva y por los cambios regulatorios que puedan afectar al sector. Si bien la agenda energética del Gobierno ha estado enfocada en los cambios regulatorios para el gas natural por redes, mercado en que la exposición de **Lipigas** es bastante acotada, a futuro podría hacerse extensiva al marco normativo del gas licuado lo que implicaría efectos en los flujos de la compañía.

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.

Para la mantención de la clasificación se espera que la compañía no incremente su nivel de endeudamiento relativo, junto con mantener su posición dentro del mercado.

## 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.
- Experiencia del controlador.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- Oportunidad Perú y Colombia.
- Adecuado perfil de pago de la deuda.

### 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.
- 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 2016

Durante 2016, la compañía obtuvo ingresos por \$406.208 millones, lo que representa un aumento de un 7,3%, respecto del mismo periodo del año anterior. Dicho incremento estuvo generado fundamentalmente por un alza en el volumen de ventas de gas licuado y la incorporación de flujos por la actividad de comercialización de gas natural en Perú a partir de febrero de 2016.

Los costos de venta de la compañía se incrementaron en un 8,5% respecto de 2015. Esto, debido a la los mayores costos asociados a la incorporación de Limagas Natural Perú, los cuales no estaban presentes el año anterior. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$139.724 millones, esto corresponde a un aumento de un 5,1% respecto de diciembre de 2015.

Los gastos de administración y venta crecieron un 14,7% principalmente por un aumento en remuneraciones, fletes, mantenciones y publicidad. Pese a esto, el EBITDA de la compañía disminuyó un 1,2% a \$78.118 millones y el margen EBITDA pasó desde un 20,9%, en 2015, a 19,2% en 2016.

Las operaciones en Chile contribuyeron con el 84,7% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 8,4% y Colombia el 6,8%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$130.618 millones, lo que representa un incremento de 10,7% respecto de diciembre de 2015. Este incremento se produjo fundamentalmente por la incorporación de la deuda de la operación de Limagas Natural Perú S.A., un aumento en el

arrendamiento financiero consolidado y la actualización en pesos de los bonos emitidos en Unidades de Fomento (UF).

### Resultados a junio de 2017

En los primeros 6 meses de 2017, **Lipigas** obtuvo ingresos de explotación por \$ 223.905 millones, lo que implica un crecimiento de 14,4% respecto de igual periodo del año anterior. Dicha alza estuvo generada fundamentalmente por un aumento en el volumen de ventas de gas licuado, un aumento en las ventas de gas natural en sus distintos formatos influenciado por la incorporación de la operación de Limagas Natural Perú S.A., mayores precios de venta asociados al aumento de los precios de compra del gas y a mayor proporción de ventas a clientes finales en Chile.

Los costos de venta, crecieron un 17% en junio de 2017, respecto del mismo periodo de 2016. Mientras que el resultado operacional alcanza los \$ 31.004 millones, cifra 8,9% superior a lo obtenido en junio de 2016, originado por la mayor ganancia bruta, compensado parcialmente por mayores gastos.

Por su parte, el EBITDA de la compañía, fue de \$ 40.891 millones, cifra 9,5% superior a los \$ 37.353 millones del mismo periodo anterior.

La deuda financiera finalizó en \$ 129.912 millones, lo que representa una reducción de 3,4%, respecto de junio de 2016. La empresa exhibe un patrimonio de \$ 139.817 millones, presentando un aumento de \$ 2.609 millones respecto de las cifras al 31 de diciembre de 2016. La principal variación se genera por un mayor saldo de ganancias acumuladas provenientes de resultados generados netos de los dividendos distribuidos.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría AA (títulos de deuda)

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

### Primera Clase Nivel 4 (títulos accionarios)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable 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.

### **Tendencia En Observación**

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl) en la sección Corporaciones – Bonos.*

*"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".*