



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus Valores**

A n a l i s t a

Carlos García B.

Elisa Villalobos H.

Tel. 56 – 2 – 2433 52 00

carlos.garcia@humphreys.cl

elisa.villalobos@humphreys.cl

Empresas Lipigas S.A.

Julio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA Estable 30 de abril de 2014
Tendencia	
EEFF base	

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	Línea de repertorio N°: 39.529 a 10 años
	Línea de repertorio N°: 39.530 a 30 años
Monto máximo de colocación	Línea de repertorio N°: 39.529 UF 3.500.000
	Línea de repertorio N°: 39.530 UF 3.500.000
Moneda de emisión	Pesos o UF
Representante de los tenedores de bonos	Banco Bice
Uso de fondos	Financiamiento de inversiones y refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo
Covenants financieros	i) Mantener al cierre de cada trimestre un patrimonio mínimo de \$110.000 millones
	ii) Mantener al cierre de cada trimestre un nivel de endeudamiento financiero (total pasivo financiero neto / total patrimonio) no superior a 1,5 veces
Prepago	Se definirá en cada escritura complementaria
Garantías	No contempla

Estados de resultados consolidados bajo IFRS

Miles de pesos	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-abr 13	Ene-abr 14
Total ingresos	232.460.385	272.597.367	347.482.937	330.654.760	378.088.151	101.683.252	133.309.112
Costo de ventas	-147.586.600	-187.917.546	-250.756.441	-250.085.042	-283.485.494	-77.153.970	-105.565.972
Ganancia bruta	84.873.785	84.679.821	96.726.496	80.569.718	94.602.657	24.529.282	27.743.140
Gastos de administración y distribución ¹	-43.407.619	-46.775.874	-58.116.334	-44.411.526	-51.299.821	-14.326.526	-18.876.417
Resultado operacional	41.466.166	37.903.947	38.610.162	36.158.192	43.302.836	10.202.756	8.866.723
Gastos financieros ²	-58.719	-226.755	-2.023.906	-2.253.271	-3.696.118	-1.049.355	-2.882.068
Resultado del ejercicio	34.478.443	31.489.090	26.501.572	28.145.620	33.576.887	7.647.005	5.906.488
EBITDA	51.636.194	47.912.639	50.872.206	47.341.658	55.820.641	14.254.401	13.680.263

Balance general consolidado bajo IFRS

Miles de pesos	2009	2010	2011 ³	2012	2013	abr-14
Activos corrientes	30.025.349	38.910.818	40.528.029	44.999.047	53.522.655	51.889.628
Activos no corrientes	108.259.629	137.545.120	174.229.035	179.929.677	224.577.112	234.095.661
Total activos	138.284.978	176.455.938	214.757.064	224.928.724	278.099.767	285.985.289
Pasivos corrientes	17.105.237	30.876.959	43.558.055	52.986.689	36.081.477	49.987.579
Pasivos no corrientes	19.238.671	41.585.423	39.601.067	38.967.951	109.999.960	102.374.162
Pasivos totales	36.343.908	72.462.382	83.159.122	91.954.640	146.081.437	152.361.741
Patrimonio	101.941.070	103.993.556	131.597.942	132.974.084	132.018.330	133.623.548
Patrimonio y pasivos, total	138.284.978	176.455.938	214.757.064	224.928.724	278.099.767	285.985.289
Deuda financiera	352.477	10.735.163	28.023.668	29.223.514	73.649.382	76.523.856

¹ Gastos de administración y distribución= Otros ingresos, por función + otros gastos, por función+ costos de distribución + gastos de administración.

² Gastos financieros= Gastos por préstamos bancarios + Otros gastos financieros (actualización del pasivo de garantías).

³ 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.

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.

Así mismo, está inserto en el mercado peruano de distribución de GLP a través de su filial Lima Gas S.A.

La compañía presentó en 2013 ingresos ordinarios por \$378.088 millones, contando en 2013 con una participación, de acuerdo con la empresa, de un 36,7% del mercado de gas licuado a nivel nacional, con un 12,0% en el mercado colombiano, y un 8,8% 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 2013, Chile, Colombia y Perú originaron el 84,5%, 8,2% y 7,2% de los ingresos ordinarios respectivamente. Si se considera por toneladas de producción vendida la distribución resulta en 77,3%, 11,8% y 10,9% respectivamente.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de la línea 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; 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 35%, 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 710 distribuidores.

El incremento en su base de activos productivos en el país continuará durante los próximos años, cuando comiencen las operaciones de las instalaciones de almacenamiento de GLP, actualmente en construcción en el terminal marítimo ubicado en la bahía de Quintero. 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 Ardizzoni), 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)⁴ ascendiente a 1,3 veces. Sin embargo, este indicador incorpora los altos niveles de rentabilidad anual de los activos exhibido en el pasado (estos fueron de 33,7% en 2009; 27,1% en 2010; 22,6% en 2011; 22,3% en 2012; 19,4% en 2013 y 17,2% en abril de 2014)⁵. 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 1,7 veces, nivel reducido en términos comparativos que confirma la fortaleza de la compañía.

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, por una parte, de los envíos de gas provenientes de Argentina, por la inestabilidad exhibida por este país, y, por otra parte, de las compras del insumo que la emisora efectúa a Gasmar, empresa propiedad de Gasco y Abastible, los principales competidores de **Lipigas**. La dependencia respecto de proveedores se verá, sin embargo, reducida durante 2015, cuando comience la operación de las instalaciones de la compañía en el terminal de Quintero.

Finalmente, más allá de ser mercados atractivos, la clasificación considera las operaciones aún no consolidadas de la emisora en los mercados de Colombia y Perú.

⁴El 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.

⁵ 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.

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.
- Alta dependencia a ciertos proveedores (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 2013

Durante el año 2013, la empresa reportó ingresos por \$378.088 millones, un 14,3% superior respecto del año anterior. El 84,5% de las ventas se originaron en Chile, mientras que el 8,2% en Colombia y el resto en Perú, que a fines de 2013 contaba con cinco meses de operación en el país.

Los ingresos en Chile crecieron un 6,2% y, en Colombia 4,7%; en términos monetarios se tuvo ventas en el extranjero por \$27.373 millones en Perú y por \$31.096 millones en Colombia.

Los costos de venta escalaron un 13,4%, llegando a \$283.485 millones producto del comienzo de las operaciones en Perú.

De esta forma, el EBITDA de la compañía totalizó los \$55.821 millones, lo que representa un incremento de 17,9%, respecto del año anterior. El 92,3% de este indicador fue generado en Chile, mientras que el 4,3% en Colombia y el resto, un 3,4%, en Perú. El EBITDA en Chile tuvo un incremento de 20,3%, mientras que el de Colombia retrocedió un 47,1%, esto último debido a que durante 2012 obtuvo ingresos no recurrentes por venta de chatarra y almacenamiento.

La deuda financiera de la empresa fue de \$73.649 millones, alrededor de 2,5 veces el endeudamiento financiero de 2012, producto de la toma de nuevos créditos bancarios para el financiamiento de nuevas inversiones, como es el terminal de almacenamiento Oxiquim y el ingreso al mercado peruano.

Resultados a abril de 2014

Los ingresos de **Lipigas**, durante los cuatro primeros meses de 2014, alcanzaron los \$133.309 millones, un aumento del 31,1% respecto del mismo periodo de 2013. Es posible apreciar que la participación de los ingresos generados en Chile bajó a 74,8% del total – para abril de 2013 eran de 91,0%– producto que en abril de 2013 aún no se adquiría la filial peruana y que para abril de 2014 tiene una importancia de 16,1%. Por su parte, los ingresos de Colombia tuvieron una importancia relativa del 9,2%.

El costo de venta creció un 36,8%, respecto del periodo enero-abril 2013, llegando a \$105.566 millones. Este aumento tiene relación con la entrada en operación de la filial en Perú, que en el periodo de 2013 aún no había iniciado sus actividades. Por otra parte, los costos de venta en Chile, relacionados principalmente con la compra de gas, crecieron un 11,3%.

De esta forma, el EBITDA de la compañía finalizó en \$13.680 millones, experimentando un retroceso de 4,0% respecto de abril de 2013.

La deuda financiera de la empresa se mantuvo estable respecto de diciembre de 2013, finalizando en \$76.524 millones.

Eventos recientes

El 15 de mayo de 2013, las filiales Inversiones Lipigas Uno y Dos adquirieron el 30% de la participación accionaria que mantenía el socio colombiano Fernando Ramírez en las compañías distribuidoras de gas en Colombia Chilco Distribuidora de Gas y Energía S.A.S E.S.P y Chilco Metalmecánica, la adquisición ascendió a US\$ 12,5 millones. Tras esta operación, la empresa pasó a tener el control del 100% de las acciones de las sociedades colombianas antes mencionadas.

Por otra parte, en julio de 2013, las filiales Inversiones Lipigas Uno y Dos adquirieron el 100% de las acciones de Lima Gas a un precio total de US\$ 32,5 millones. Posterior a esto, en agosto se aprobó en Junta de Accionistas un aumento de capital mediante un aporte por la suma de US\$ 13,2 millones realizado por Inversiones Lipigas Uno.

En 2013, comenzaron las obras de construcción, por parte de la empresa Oxiquim, de las instalaciones de recepción, almacenamiento y despacho de GLP, en la bahía de Quintero. Esto le permitirá a Lipigas contar con un terminal de uso exclusivo para la importación de GLP vía marítima.

Además, en ese mismo año, la empresa ingresa al mercado de distribución de gas natural licuado a industrias, con la firma de los primeros contratos de venta a clientes.

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 2,4% entre 2007 y 2013. 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 2013 de 36,7%).

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.

De esta forma, sólo el 5,1% de la deuda vencida se ubica en rangos superiores a los 91 días de morosidad.

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.

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 los 710 distribuidores a nivel nacional con que cuenta, además de contar con 25 centros 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.

Solvencia del controlador: El accionista controlador de la sociedad –familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni– 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 25,1% 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 42% del total. Esta última empresa es propiedad de Gasco y Abastible, los principales competidores de **Lipigas**. La dependencia respecto de proveedores se verá, sin embargo, reducida durante 2015, cuando comience la operación de las instalaciones de la compañía en el terminal de Quintero.

Precio de commodities: Las 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.

Rentabilidad que podría incentivar el ingreso de nuevos operadores: No obstante la tendencia en la rentabilidad de los activos y del patrimonio, en el pasado se observó niveles superiores al 17,0% y 25,0%, respectivamente, lo cual podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas.

Riesgo regulatorio: Posibles cambios regulatorios, como por ejemplo el anuncio de la Agenda Energética impulsada recientemente 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.

Adicionalmente, las ventas en Perú están altamente concentradas en un solo cliente minero el que representa el 18% del EBITDA generado en ese país. Sin embargo, este cliente disminuyó en forma significativa sus consumos en 2014 puesto que comenzó a utilizar gas natural.

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 Ardizzoni 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 colombiana 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 del país, 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 permitirá a Lipigas importar directamente GLP en 2015.

Ese mismo año, 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 Ardizzoni. A continuación se describen los principales accionistas a abril de 2014 :

Nombre	Nº Acciones	% Participación
L.V. Expansión SpA	51.108.517	45,00%
El Cóndor Combustibles S.A.	11.402.532	10,04%
Nogaleda Holding Limitada	11.315.081	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.	1.210.522	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 abril de 2014 se estructura de la siguiente forma:

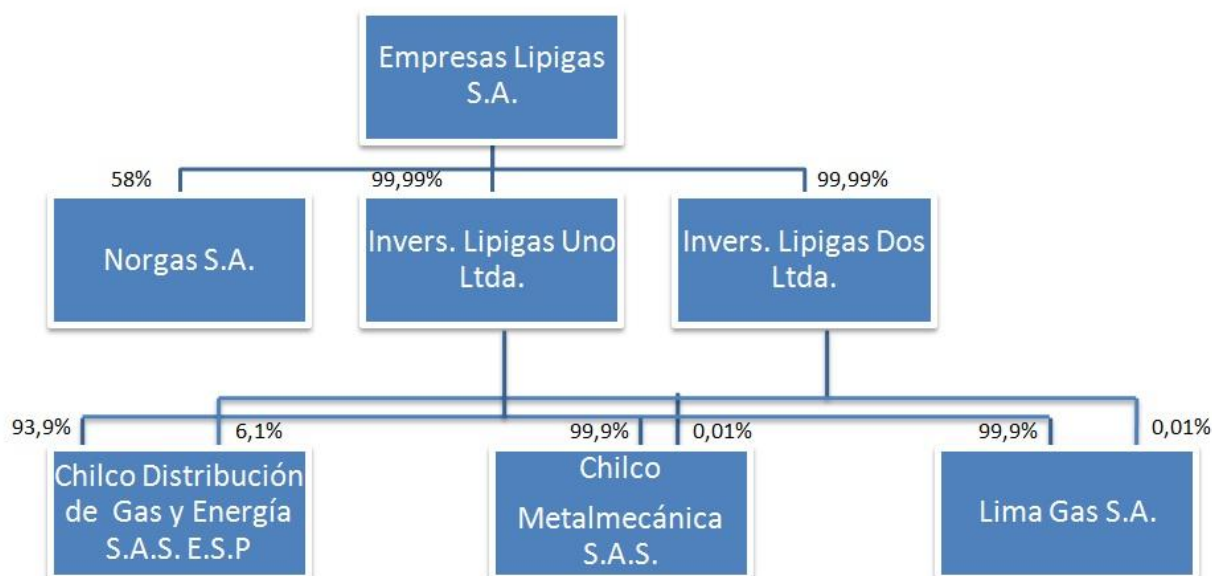
Nombre	Cargo
Juan Manuel Santa Cruz Munizaga	Presidente
Jaime García Rioseco	Director
Jaime Santa Cruz Negri	Director
Ernesto Noguera Gorget	Director
Mario Vinagre Muñoz	Director
Rodrigo Swett Brown	Director
José Miguel Barros van Hovell tot Westerflier	Director

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:

- **Cientes Residenciales:** El suministro gas es para artefactos de uso domésticos como cocinas, calefones, calderas, estufas y sistemas de calefacción, entre otros.
- **Cientes Comerciales:** Permite abastecer a establecimientos que requieren del combustible para el funcionamiento en panaderías, restaurantes, hoteles y hospitales, entre otros.
- **Cientes 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 2013 la compañía, en términos consolidados, distribuyó 546.610 toneladas de este gas, lo que representa un crecimiento del 14% 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, s nuevamente llevado a estado gaseoso mediante el calentamiento, para así ser distribuido por ductos o redes.

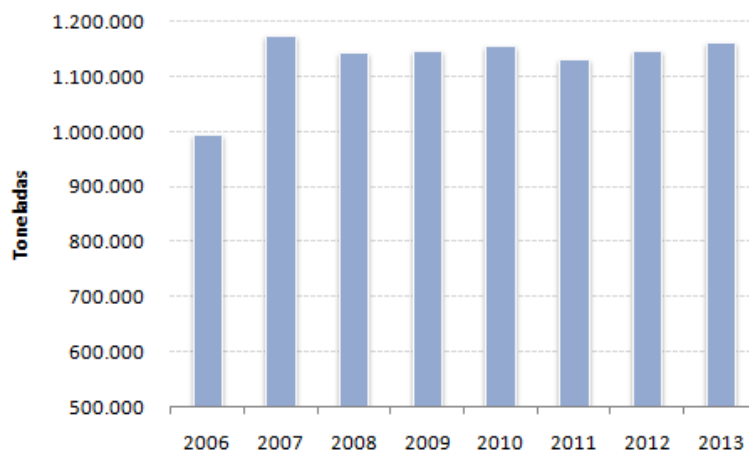
Mercados en los que participa la compañía

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.

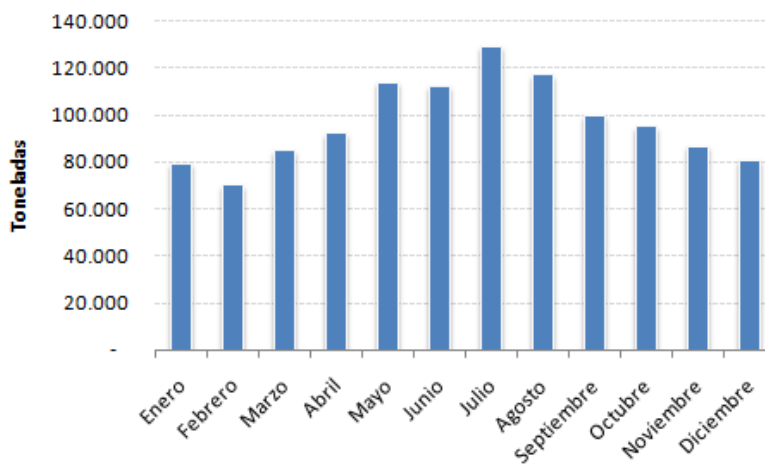
Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP superan los 1,1 millones de toneladas anuales (ver Ilustración 1).

Ilustración 1
Evolución de las ventas totales de GLP en Chile
(Entre 2006-2013)



De acuerdo a cifras entregadas por la industria, del total de las ventas el 75% 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 2013 fue en julio con 129.419 toneladas lo que representa un alza de 84,3% respecto de febrero del mismo año, el mes con menores ventas.

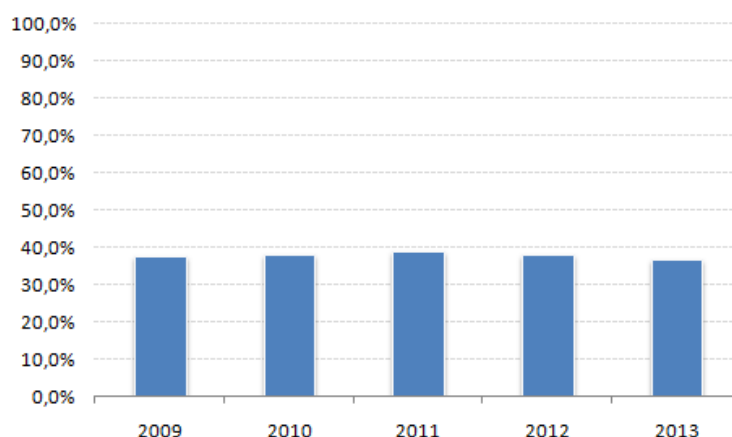
Ilustración 2
Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile
(Durante 2013)



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 88,7% de producto importado y 11,3% 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 37%⁶ (ver Ilustración 3).

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 25 oficinas de distribución y ventas a lo largo del país. A ellas, se les suma la red de distribución tercerizada con más de 2.400 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.

De acuerdo a la información a la que tuvo acceso esta clasificadora, los principales proveedores en Chile corresponden en 2013 en un 42% a Gasmar y en un 19% a Enap; el resto del gas proviene de Argentina y Perú.

Esta matriz de abastecimiento de **Lipigas** debería cambiar a 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. **Lipigas** utilizará estas instalaciones por medio de un contrato de arriendo y prestación de servicios con Oxiquim durante 25 años, el que permitirá

⁶ Dato proporcionado por la empresa a base de la información de la Asociación Chilena de Gas Licuado.

almacenar hasta 25 mil toneladas de GLP. En 2013, comenzaron las obras de construcción de las instalaciones, así la empresa podrá contar con diversas fuentes de abastecimiento vía marítima. La inversión total estimada para este proyecto es de, aproximadamente, US\$ 60 millones, los cuales son financiados en un 50% por Oxiquim y el resto por la compañía. El proyecto, según lo informado por la empresa, a diciembre de 2014 tiene un grado de avance de 95%.

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)

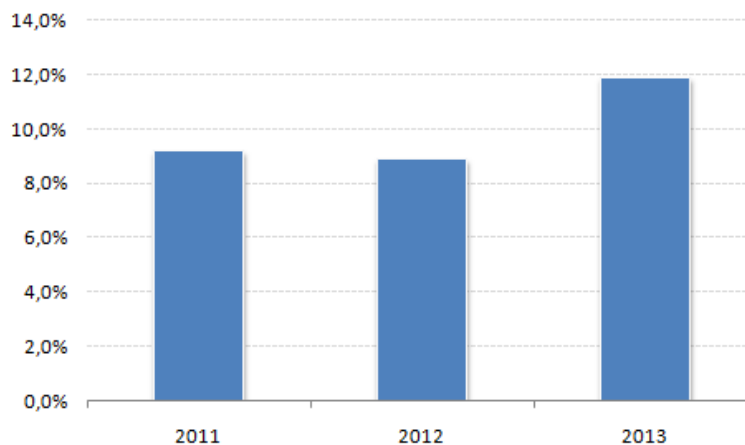


En el país operan 50 comercializadoras de GLP, mientras que el precio de venta de este es libre, aunque tiene un tope máximo establecido por la Comisión Reguladora de Energía y Gas (CREG).

Lipigas para la comercialización de GLP en Colombia cuenta con 15 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 23 de los 32 departamentos del país, alcanzando una participación de mercado igual a 12%⁷ (ver Ilustración 5).

⁷Dato proporcionado por la empresa a base de la información del Sistema Único de Información de la Superintendencia de Servicios Públicos.

Ilustración 5
Evolución de la participación de mercado
(2011-2013)



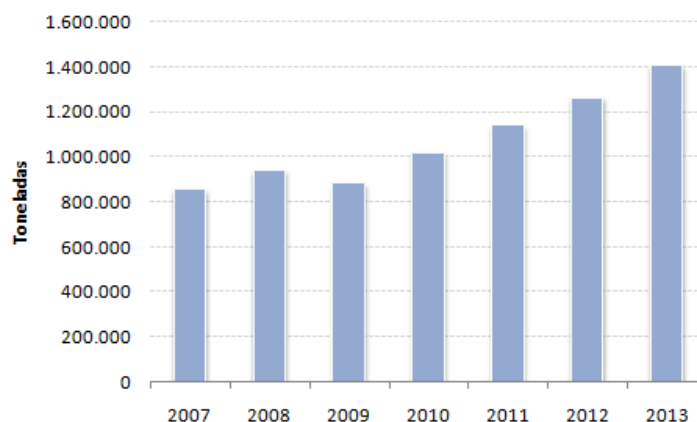
La estrategia de abastecimiento de GLP por parte de **Lipigas** no difiere de la realidad nacional y es realizado, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol que representa individualmente cerca del 90% de las compras de GLP, el resto es comprado a diferentes fuentes con una capacidad 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 fecha, 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.

Según el Organismo Supervisor de la inversión en Energía y Minería de Perú (Osinergmin), las ventas de gas destinadas a la industria y hogares representaron el 75,1% del total de las ventas de gas, mientras que las del sector automotriz (automoción) registraron una participación de 24,9%.

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, con el 10,5% de total de la producción, 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 dos marcas: Lima Gas y Caserito, respectivamente. Con ambas marcas, la empresa tiene una participación mercado que alcanza a 8,8%.

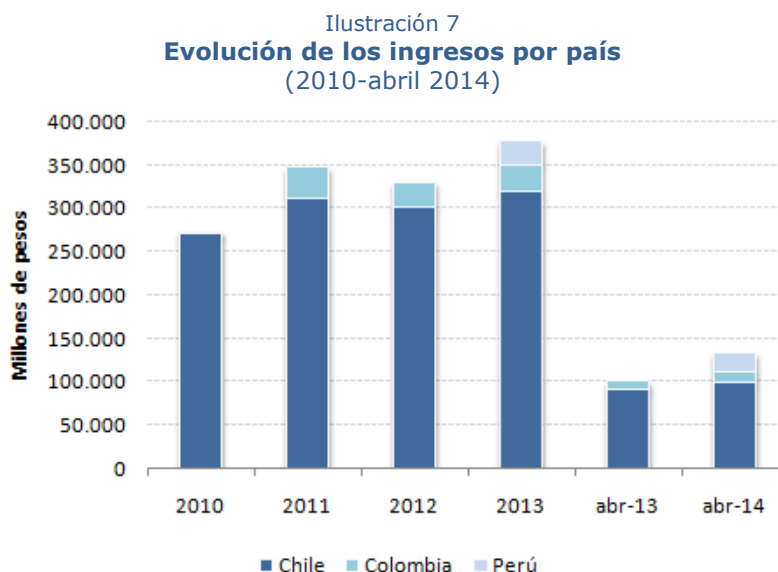
Para comercializar sus productos, Lima Gas posee ocho plantas envasadoras y tres centros de distribución y ventas.

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 mencionar que en este segmento hay un cliente en particular, la compañía minera Miski Mayo, que a diciembre de 2013 representó el 27% de las ventas totales de la empresa en Perú y el 18% de la generación de EBITDA en ese país. Cabe señalar que, como se dijo anteriormente, durante 2014, este cliente ha reducido el consumo de GLP al sustituirlo por gas natural.

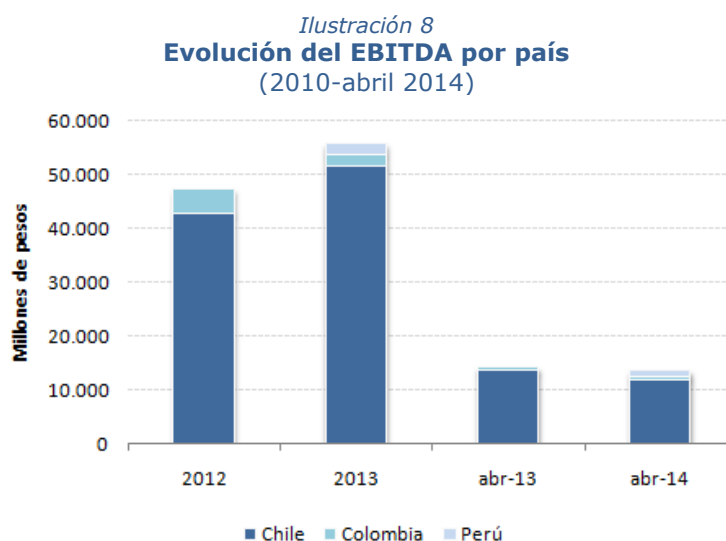
El suministro de GLP para las operaciones en Perú, en general, tiene en consideración la ubicación de las fuentes de abastecimiento de modo que éstas se encuentren cercanas a las plantas de Lima Gas. Así para el año 2013, la zona centro-sur del país está provista con gas cuyo origen es Camisea y es comercializado por Pluspetrol; en la zona norte del país el productor y comercializador más importante es la estatal Petroperú, compañía que en 2013 proveyó el 52% del gas requerido por la emisora para sus operaciones en Perú.

Estructura de ingresos

En los primeros cuatro meses de 2014 los ingresos generados en Chile representaron un 75% del total de los ingresos de la compañía, mientras que Colombia el 9,2% y las operaciones en Perú un 16,1%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de abril de 2013 cuando aún no comenzaban las actividades de la empresa en Perú, en ese entonces en los ingresos en Chile representaban el 91% del total (ver Ilustración 7)



Casi el 90% 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), pese a que Lima Gas inició sus operaciones a mediados de 2013, ya superó los resultados obtenidos en Colombia. Dentro de Chile la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.



Análisis financiero⁸

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y abril de 2014⁹.

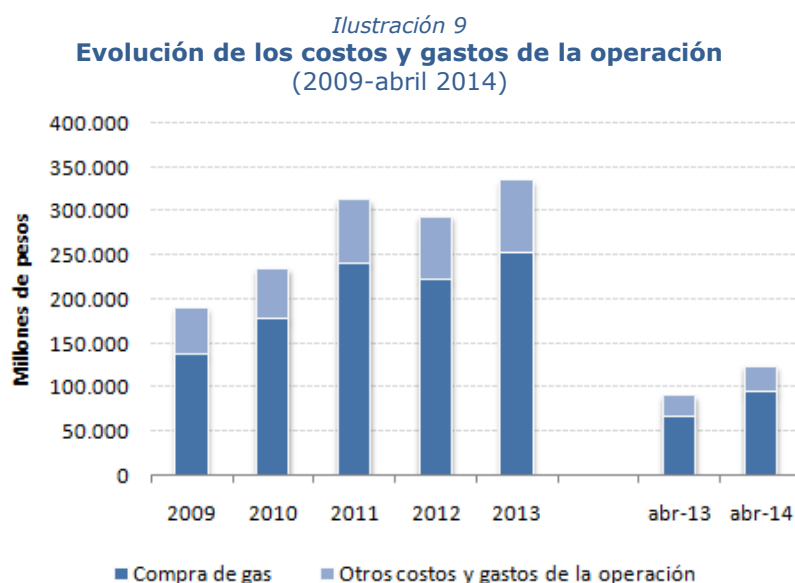
Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir de 2009, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa de 13,6% anual, alcanzando los \$378.088 millones (US\$ 721 millones¹⁰) en 2013; a abril de 2014 estos presentan un crecimiento de 31,2%, respecto del mismo periodo del año anterior.

El resultado operacional, entre 2009 y 2013, ha aumentado un 1,2% promedio anual, donde el costo de adquisición del gas ha promediado un alza anual igual a 17,8%(ver Ilustración 9).

Por otro lado, la compañía podría acceder a mejoras en las condiciones de compra de gas una vez que se encuentre operando el terminal marítimo destinado para la recepción, almacenamiento y despacho de GLP, que está construyendo la empresa 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.



⁸ Las cifras, tanto históricas como las correspondientes a abril de 2014, presentadas en esta sección del informe están en pesos de abril de 2014.

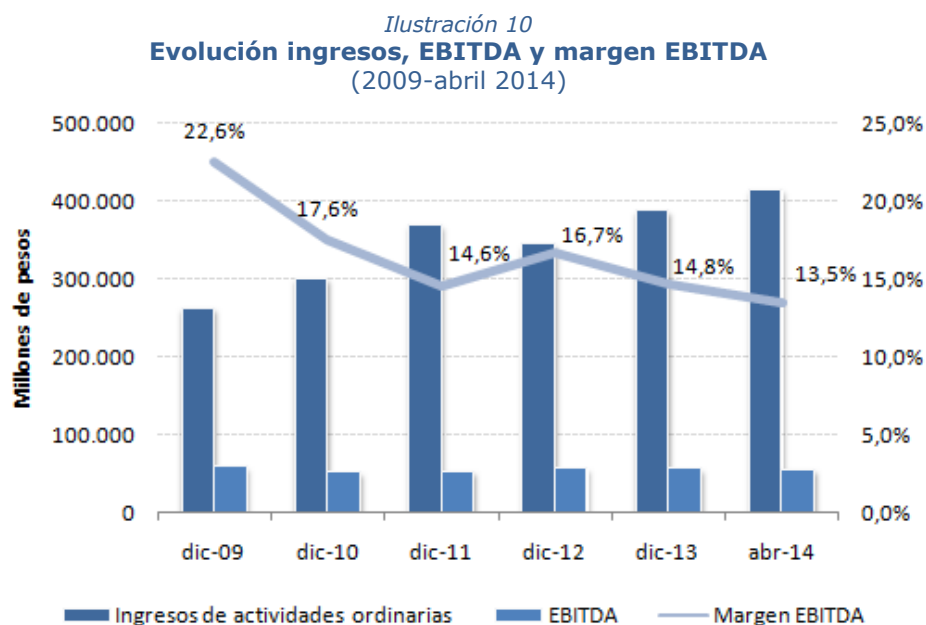
⁹ Los datos a abril de 2014 se consideran como año móvil, desde mayo de 2013 a abril de 2014.

¹⁰ Tipo de cambio utilizado igual \$524,61/US\$ al 31/12/2013.

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 los ingresos de la compañía, como también los resultados 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% del total de estos.

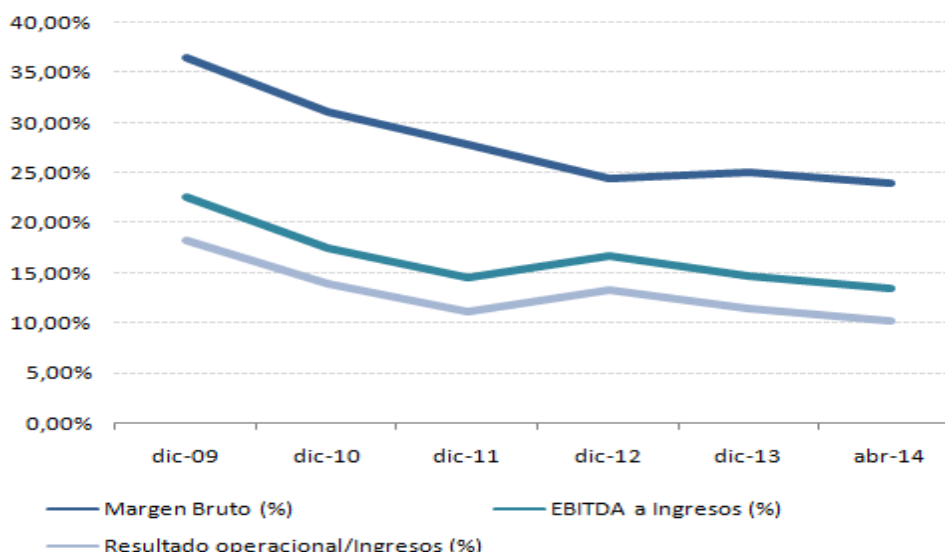
La compañía ha logrado incrementar sus ingresos gracias a la diversificación de mercados que ha llevado a cabo en los últimos años, así el EBITDA de la compañía ha crecido en promedio, entre 2009 y 2013, 2,1% anual.

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 13,5%, entre 2010 y abril de 2014. 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).



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 eficiencia¹¹
(2009-abril 2014)



Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de la compañía, a abril de 2014, totalizó \$76.524 millones, lo que representa un incremento de 3,9% respecto de 2013. El 75,3% de estas obligaciones son de largo plazo, mientras que el resto corresponde a obligaciones de corto plazo. Actualmente, el 98% 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 \$76.524 millones a abril de 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 57% del patrimonio. En el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA se sitúa en 1,4 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

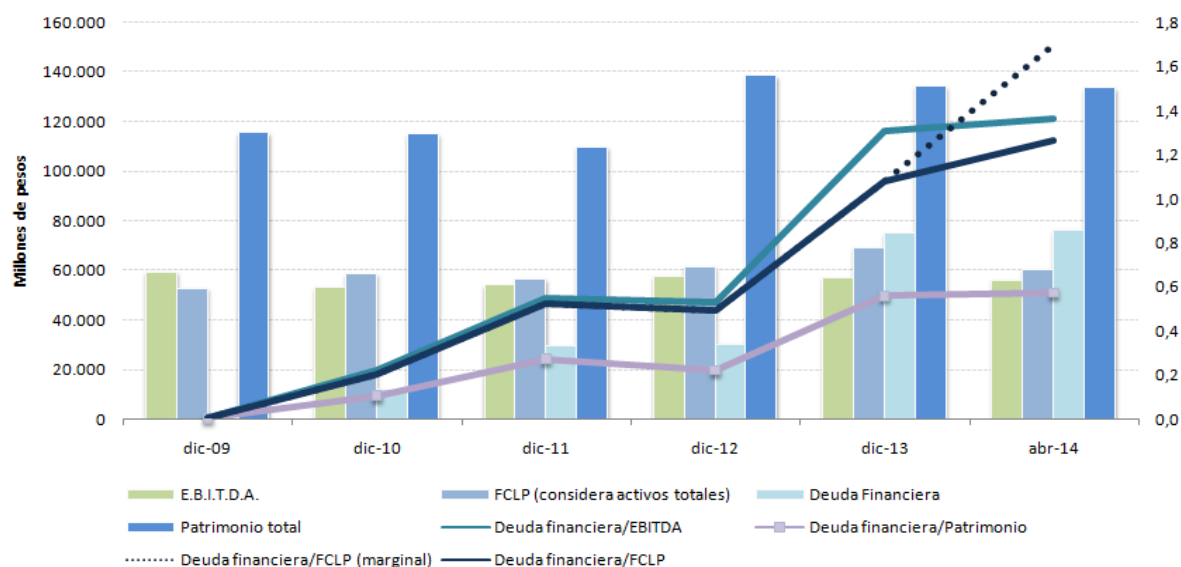
¹¹ Cabe mencionar que el indicador de margen bruto presentó cambios desde 2012, puesto que el costo de venta incluye el costo de la materia prima, depreciación, amortización, sumado a los gastos de fabricación, mientras que hasta 2011 sólo incluía el costo de la materia prima, depreciaciones y amortizaciones.

financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo¹² (FCLP) ha pasado desde las 0,2 veces en 2010 a 1,3 veces en abril de 2014.

No obstante, en atención a lo observado en los resultados, se ha considerado que los pasados niveles de rentabilidad de activos exhibidos por la empresa no serían fáciles de replicar en el largo plazo (estos fueron de 33,7% en 2009; 27,1% en 2010; 23,9% en 2011; 23,5% en 2012; 19,4% en 2013 y 17,2% en abril de 2014).

De esta forma, 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 1,7 veces (ver Ilustración 12).

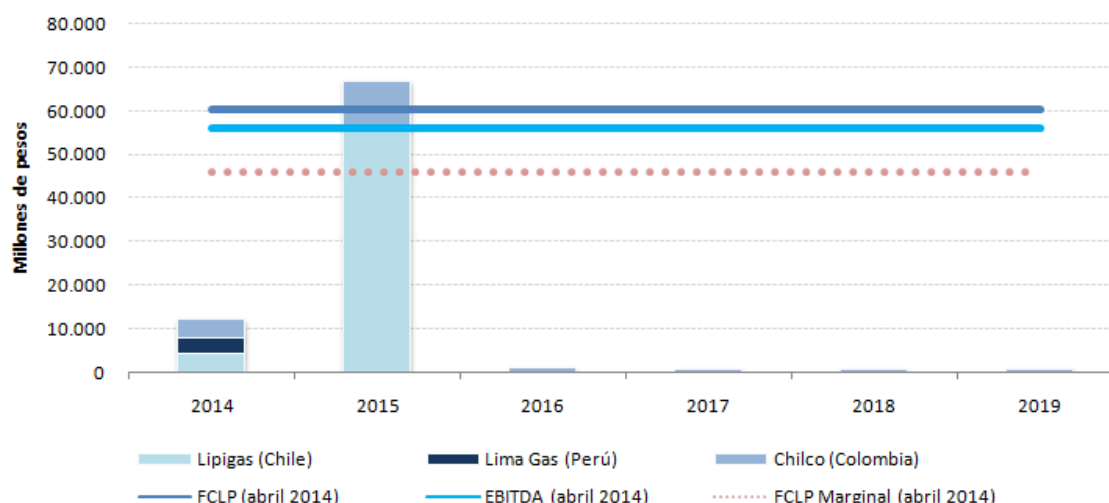
Ilustración 12
Evolución de la deuda financiera, patrimonio, EBITDA y FCLP
(2009-abril 2014)



El perfil de vencimientos de la deuda muestra claras holguras en todos los periodos evaluados, salvo durante 2015, puesto que la empresa debe amortizar créditos bancarios tomados en Chile, por alrededor de \$56.227 millones, además de tener que enfrentar pagos en Colombia por \$10.683 millones. Tras la reestructuración de la deuda que está llevando 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).

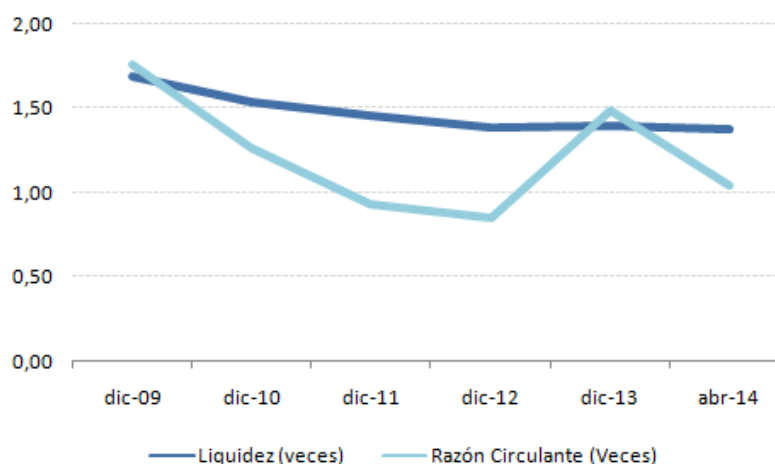
¹²El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 13
Evolución del perfil de vencimientos financieros.
(2009-abril 2014)



La liquidez de la empresa¹³ cerró en 1,4 veces a abril 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 abril de 2014 finalizó en 1,0 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 0,8. 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).

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

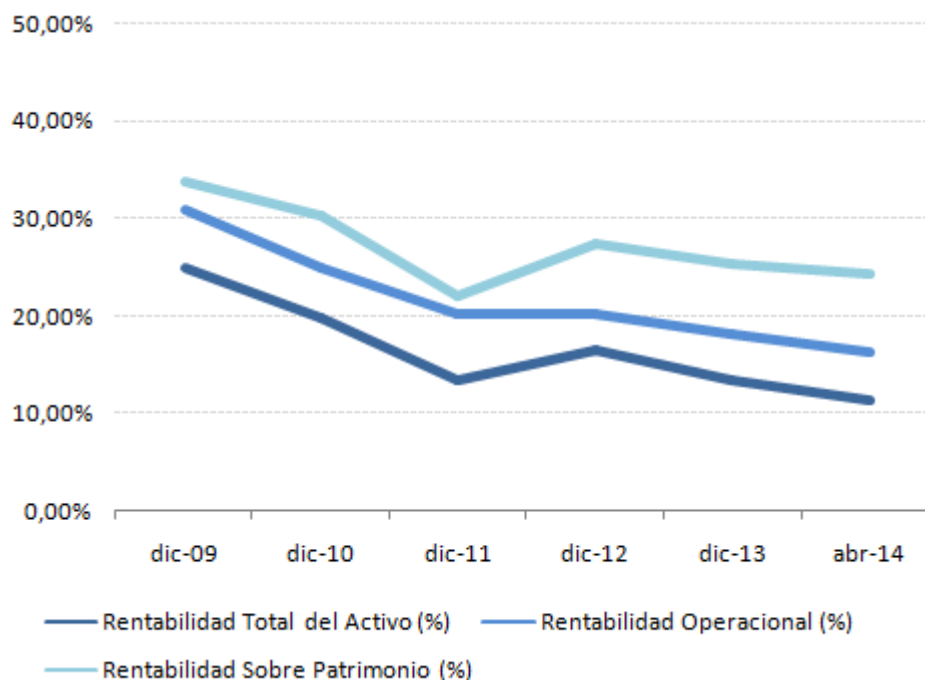


¹³Liquidez: Ingresos/ (Costo de venta-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.

Evolución de la rentabilidad¹⁴

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 11,3% en abril de 2014, mientras que la rentabilidad operacional pasó del 30,9% en el mismo año a 16,3% y la rentabilidad sobre patrimonio pasó del 33,8% a 24,2%, en el mismo periodo (ver Ilustración 15).

Ilustración 15
Evolución de las rentabilidades¹⁵
(2009-abril 2014)



"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".

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.

¹⁵Cabe 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.