

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

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

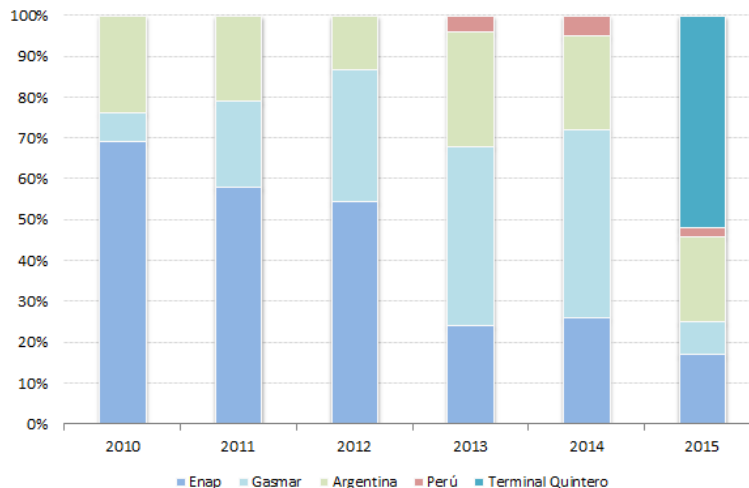
Santiago, 8 de junio de 2016. **Humphreys** acordó mantener la clasificación de las líneas de bonos de **Empresas Lipigas S.A. (Lipigas)** en "Categoría AA", en tanto que la tendencia asignada es "Estable". Asimismo, mantuvo la clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 4", mientras que mantuvo la tendencia de estos instrumentos "En Observación".

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de las líneas de bonos y títulos de deuda de **Lipigas** en ("Categoría AA"), se ha considerado la estabilidad de las ventas que exhibe el mercado en el que opera y la alta desconcentración geográfica de los ingresos del emisor, operando en 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 estancques, propiedad de **Lipigas**, donde el ingreso de nuevos competidores requeriría altos montos de inversión por parte de estos últimos, 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 la industria se ha mantenido relativamente estable y, en el caso de **Lipigas**, consistentemente por sobre el 36%, lo cual la convierte en una de las mayores empresas 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, sustentado en su amplia red de operaciones, con 14 plantas de almacenamiento y envasado, y una red nacional de 880 distribuidores.

Ilustración 1
Evolución de la matriz de abastecimiento
(En porcentaje)



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

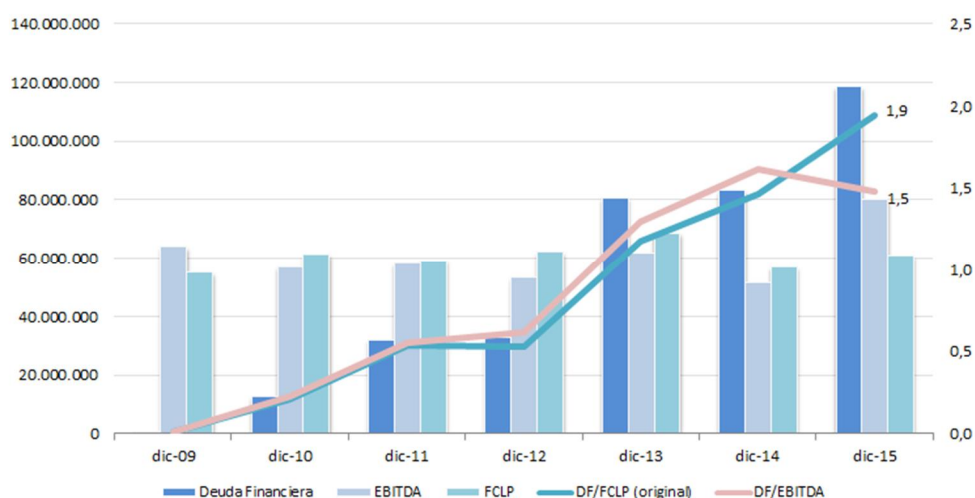
exclusivo para la compañía le permitió adquirir directamente materia prima en el mercado internacional. Esta inversión favorece la reducción de las compras de insumo que la sociedad emisora efectuaba a Gasmar, empresa propiedad de Gasco y Abastible, los principales competidores de **Lipigas**, como también reducir, levemente, la exposición al mercado argentino. De esta manera, la compañía pudo mejorar márgenes.

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 experiencia empresarial 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)¹ ascendiente a 1,9 veces.

Ilustración 2
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(M\$ 2009-2015)



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. Sin embargo, este riesgo se ha mitigado, a partir de 2015, con el inicio de las operaciones del terminal marítimo para la importación de gas. 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.

¹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

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, a futuro podría hacerse extensiva al marco normativo del gas licuado lo que implicaría efectos en los flujos de la compañía.

La compañía presentó, en 2015, ingresos ordinarios por \$378.613 millones, contando en 2015, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 36,5% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 14,2% en el mercado colombiano, y 8,8% en el mercado peruano. A diciembre de 2015, Chile, Colombia y Perú originaron el 73,8%, 8,5% y 16,7% de los ingresos ordinarios, respectivamente.

A la misma fecha, el EBITDA de la compañía creció un 62,8% a \$79.046 millones, de esta manera el margen EBITDA pasó desde un 11,1%, en 2014, a 29,9% en 2015. Las operaciones en Chile contribuyeron con el 82,7% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 9,4% y Colombia el 7,9%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$118.632 millones, lo que representa un incremento de 48,1% respecto de diciembre de 2015. Este incremento se produce fundamentalmente por la incorporación del pasivo por arrendamiento financiero relacionado con la inversión en el terminal marítimo de Quintero y, en menor medida, por la emisión de los bonos realizada en abril 2015. El 2,8% de estas obligaciones son de corto plazo, mientras que el resto corresponde a obligaciones de largo plazo. Actualmente, el 4,3% de los pasivos financieros provienen de préstamos bancarios, mientras que un 17,2% resto son arrendamientos financieros y un 78,5% por obligaciones con el público.

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

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		AA
Bonos	BLIPI-A	AA
Bonos	BLIPI-B	AA
Bonos	BLIPI-C	AA
Bonos	BLIPI-D	AA
Bonos	BLIPI-E	AA
Acciones		Primera Clase Nivel 4

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys
Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile
Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201
E-mail: ratings@humphreys.cl
<http://www.humphreys.cl>

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