

	Abr. 2015	Ago. 2015
Solvencia	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

Nuevos Instrumentos	
Acciones*	1ª Clase Nivel 4

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

	Indicadores Relevantes (*)		
	2013	2014	Mar.2015
Margen operacional	11,5%	7,9%	12,5%
Margen Ebitda	14,8%	11,2%	17,1%
Endeudamiento total	1,1	1,2	1,4
Endeudamiento financiero	0,6	0,6	0,8
Ebitda / Gastos financieros	15,2	6,8	6,0
Ebitda / Gastos financieros netos	17,1	9,2	6,2
Deuda financiera / Ebitda	1,3	1,6	1,9
Deuda financiera neta / Ebitda	1,1	1,4	1,7
FCNO anual / Deuda Financiera	67,0%	49,7%	28,9%
Liquidez corriente	1,5	0,5	0,5

* Indicadores anualizados donde corresponda

Perfil de Negocios: Fuerte					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Diversificación internacional					
Diversificación de fuentes de abastecimiento					
Industria altamente competitiva e intensiva en inversión					

Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Estabilidad en sus márgenes					
Satisfactoria posición de liquidez					

Analista: Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.cl
(562) 2757-0463

Fundamentos

La clasificación "1ª Clase Nivel 4" asignada a las acciones en proceso de inscripción de Empresas Lipigas S.A. (Lipigas) responde, principalmente, a la clasificación de solvencia "AA-" que posee la compañía, pero restringida por ser un instrumento nuevo sin estadísticas de mercado bursátil.

Por su parte, las clasificaciones de la solvencia y los bonos reflejan la posición de liderazgo de la empresa en el mercado chileno de gas licuado, una mayor diversificación de sus ingresos –gracias a su expansión internacional– y el mayor control de sus fuentes de abastecimiento, producto del nuevo Terminal de GLP en Quintero. Asimismo, incorporan la mantención de un moderado nivel de endeudamiento, con márgenes estables y una "Satisfactoria" posición de liquidez.

En contrapartida, la clasificación de la solvencia se ve restringida por el incremento en la exposición a mercados con un mayor riesgo relativo y la participación en una industria competitiva e intensiva en inversiones.

Empresas Lipigas S.A. es el mayor distribuidor de gas licuado de petróleo (GLP) en Chile, con un 36,8% de participación del mercado, con una amplia cobertura geográfica.

Si bien en 2011 la compañía inició su proceso de expansión internacional en Colombia y luego, en el año 2013, ingresó a Perú, los ingresos y Ebitda de la compañía se mantienen concentrados fuertemente en Chile, país que representaba un 72,4% y un 76,9% de estos, respectivamente, a marzo de 2015.

La compañía muestra ingresos crecientes, con una estabilidad en sus márgenes en los últimos tres años. Sin embargo, al cierre de 2014, la fuerte caída de los precios internacionales de los hidrocarburos en los últimos meses del año afectó el margen

Ebitda, que alcanzó un 11,2%.

Al 31 de marzo de 2015, el margen Ebitda presentaba una fuerte recuperación, alcanzando un 17,1%, influido por mejores condiciones y precios para el abastecimiento de materias primas, lo que se ve fortalecido por la entrada en operaciones del nuevo terminal de Quintero.

Históricamente, la compañía ha mantenido un muy bajo endeudamiento. Sin embargo, el proyecto de construcción en el terminal de Quintero y la expansión internacional han implicado un incremento en la deuda financiera en rangos acotados. En este sentido, al 31 de marzo de 2015, el endeudamiento financiero era de 0,8 veces, y la cobertura de deuda financiera sobre Ebitda, de 1,9 veces.

La compañía presentaba importantes vencimientos de deuda financiera para el año 2015, ante lo cual, en abril del presente año, emitió bonos por UF 3,5 millones en el mercado local. Estos poseen una estructura tipo *bullet* a 25 años, y fueron destinados principalmente al pago de estos pasivos financieros de corto plazo.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Las perspectivas de la clasificación "Estables" consideran que la compañía mantendrá un moderado endeudamiento, con indicadores de deuda financiera sobre Ebitda inferiores a 2,0 veces.

ESCENARIO DE ALZA: El alza en las clasificaciones podría ocurrir en caso de que, manteniendo sus niveles de endeudamiento, la compañía incorporara políticas de liquidez o de dividendos menos exigentes.

ESCENARIO DE BAJA: Feller Rate estima que una baja de clasificación es poco probable en los escenarios actuales.

PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE

Factores Clave

- ▶ Posición de liderazgo en el mercado chileno de GLP.
- ▶ Expansión internacional de sus operaciones implica mayor diversificación.
- ▶ Incremento en la exposición a economías con mayor riesgo relativo a Chile, pero con un importante potencial de crecimiento.
- ▶ Proyecto de diversificación y control de sus fuentes de abastecimiento.
- ▶ Industria altamente competitiva e intensiva en inversión.

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Factores Clave

- ▶ Mantención de indicadores moderados de endeudamiento.
- ▶ Estabilidad en sus márgenes durante los últimos años.
- ▶ Mantención de una satisfactoria posición de liquidez.

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

EMISIÓN ACCIONES

CLASIFICADAS EN "1ª CLASE NIVEL 4"

- La clasificación "1ª Clase Nivel 4" asignada a las acciones en proceso de inscripción de Empresas Lipigas S.A responde principalmente a la clasificación de solvencia "AA-" que posee la compañía, pero restringida por ser un instrumento nuevo sin estadísticas de mercado bursátil.
- La emisión de acciones en el mercado local se realizará mediante la emisión de 12.619.391 nuevas acciones de pago que corresponden a un 10% de las acciones que quedarán en circulación tras su primera colocación.
- La empresa es controlada por las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera y Vinagre, quienes en conjunto poseen un 55% de las acciones y mantienen un pacto de actuación conjunta. El restante 45% es de propiedad de un conjunto de inversionistas liderados por Larraín Vial, mediante la sociedad LV Expansión SpA.
- El Directorio de la compañía está conformado actualmente por 7 miembros.
- La compañía posee un Comité de Directores constituido de manera voluntaria con fecha 16 de julio de 2013 y sesionó regularmente una vez al mes durante 2014, con el fin de examinar las materias de su competencia, de acuerdo a la legislación vigente.
- Respecto de la disponibilidad de información, la compañía publica en su página Web una adecuada cantidad de información para sus inversionistas, destacando noticias, memoria, estados financieros trimestrales, entre otros.

Solvencia	15 Julio 2014	30 abril 2015	18 agosto 2015
Perspectivas	AA-	AA-	AA-
Línea de Bonos	Estables	Estables	Estables
Acciones	AA-	AA-	AA-
	-	-	1ª Clase Nivel 4

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Marzo 2015
Ingresos por Ventas	233.347	273.186	348.626	330.915	378.814	437.090	79.777
Ebitda ⁽¹⁾	52.451	47.913	50.872	47.342	56.014	49.124	13.614
Resultado Operacional (2)	42.281	37.904	38.610	36.158	43.497	34.605	9.966
Ingresos Financieros	0	0	203	1.565	428	1.898	59
Gastos Financieros	-59	-227	-2.024	-2.253	-3.696	-7.240	-2.250
Utilidad (pérdida) del ejercicio	34.478	31.489	26.502	28.757	33.771	23.856	5.526
Flujo Caja Neto Operacional	60.653	50.478	35.508	47.690	49.358	39.804	4.522
Inversión en Activos. Fijos	-10.290	-27.191	-30.850	-19.526	-50.428	-33.179	-5.891
Flujo Caja Operación Neto Inversiones	50.363	23.287	4.657	28.165	-1.070	6.625	-1.370
Dividendos pagados	-39.544	-29.101	-33.650	-27.000	-53.443	-50.753	0
Variación Deuda Financiera	-6.775	10.711	16.068	1.200	47.159	14.542	-266
Flujo Caja Neto del Ejercicio	4.044	4.897	-6.360	2.356	3.461	-1.482	-1.946
Caja Inicial	2.755	6.799	11.696	5.336	7.693	11.154	9.672
Caja Final	6.799	11.696	5.336	7.693	11.154	9.672	7.726
Caja y equivalentes	6.799	11.696	5.388	7.693	11.233	10.852	8.398
Cuentas por Cobrar Clientes	16.156	16.966	20.672	23.863	26.205	22.912	24.244
Inventario	6.610	7.756	11.677	10.348	11.728	10.381	17.222
Deuda Financiera	352	10.735	28.024	29.224	73.649	80.113	100.159
Activos Totales	138.285	165.718	214.757	224.929	278.187	293.158	321.665
Pasivos Totales	36.344	61.725	83.159	91.955	146.321	160.180	189.059
Patrimonio + Interés minoritario	101.941	103.994	131.598	132.974	131.866	132.978	132.606

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

(2) En 2013, Lipigas modificó las vidas útiles de ciertas clases del activo fijo, disminuyendo las depreciaciones. Además, reclasificó gastos imputándolos al costo de ventas. Estos cambios afectan los estados financieros de 2012, 2013 y 2014.

Principales Indicadores Financieros

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Marzo 2015
Margen Bruto (2)	36,8%	31,2%	28,1%	24,4%	25,2%	22,4%	31,9%
Margen Operacional (2)	18,1%	13,9%	11,1%	10,9%	11,5%	7,9%	12,5%
Margen Ebitda	22,5%	17,5%	14,6%	14,3%	14,8%	11,2%	17,1%
Rentabilidad patrimonial	33,8%	30,3%	20,1%	21,6%	25,6%	17,9%	18,9%
Costos / Ventas. (2)	63,2%	68,8%	71,9%	75,6%	74,8%	77,6%	68,1%
GAV / Ventas.	18,6%	17,3%	17,0%	13,5%	13,7%	14,5%	19,5%
Días de Cobro	21,2	19,0	18,2	22,1	21,2	16,1	17,7
Días de Inventario	13,7	12,7	14,3	12,7	12,7	9,4	16,7
Días de Pago	11,7	11,3	13,4	26,3	25,9	19,4	23,2
Endeudamiento Total (vc)	0,4	0,6	0,6	0,7	1,1	1,2	1,4
Endeudamiento Financiero (vc)	0,0	0,1	0,2	0,2	0,6	0,6	0,8
Endeudamiento Financiero Neto (vc)	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,5	0,5	0,7
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	0,0	0,2	0,6	0,6	1,3	1,6	1,9
Deuda Financiera. Neta / Ebitda (vc)	-0,1	0,0	0,4	0,5	1,1	1,4	1,7
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	893,3	211,3	25,1	21,0	15,2	6,8	6,0
Ebitda / Gastos Financieros Netos (vc)	893,3	211,3	27,9	68,8	17,1	9,2	6,2
FCNO / Deuda Financiera (%)	17207,6%	470,2%	126,7%	163,2%	67,0%	49,7%	28,9%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	-940,9%	-5251,2%	156,9%	221,5%	79,1%	57,5%	31,5%
Liquidez corriente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,5	0,5	0,5

(2) En 2013, Lipigas modificó las vidas útiles de ciertas clases del activo fijo, disminuyendo las depreciaciones. Además, reclasificó gastos imputándolos al costo de ventas. Estos cambios afectan los estados financieros de 2012, 2013 y 2014.

LINEAS DE BONOS

	800	801
Fecha de inscripción	15-04-2015	15-04-2015
Monto de la línea	UF 3,5 millones	UF 3,5 millones
Plazo de la línea	10 años	30 años
Serías inscritas al amparo de la línea	A, B y C	D y E
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

	Serie E
Al amparo de Línea de Bonos	801
Monto de la Emisión	UF 3,5 millones
Plazo de amortización	25 años <i>Bullet</i>
Pago de Intereses	Semestrales
Tasa de Interés	3,4%
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No tiene

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del 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.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del 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.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

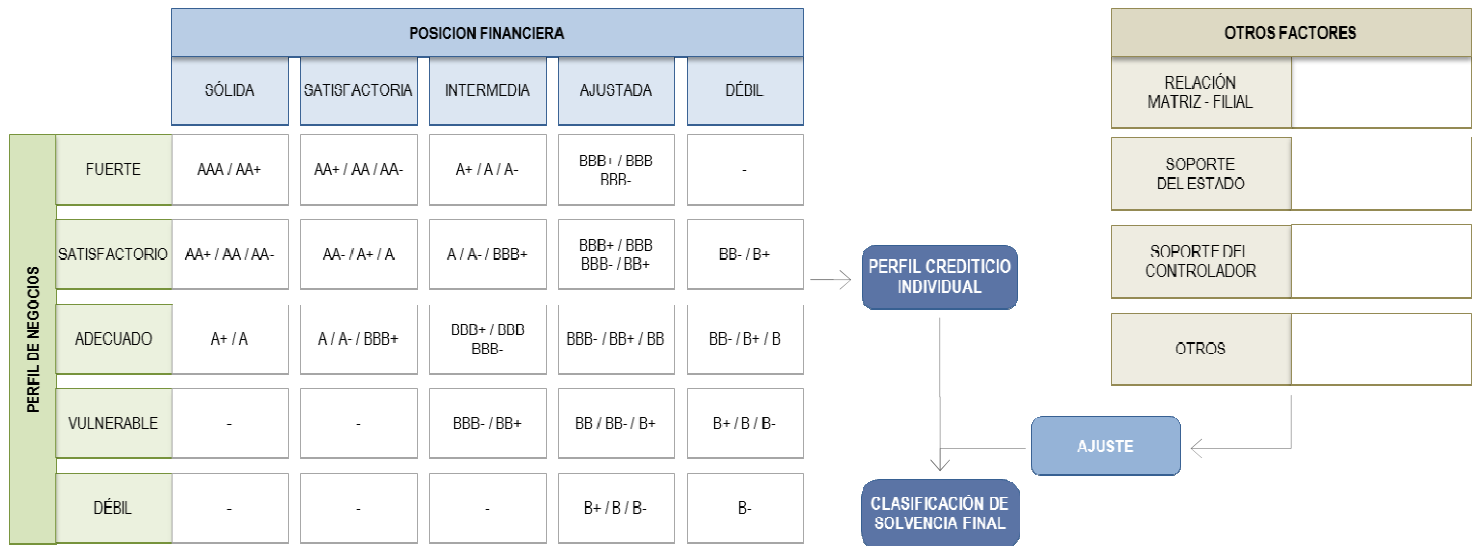
Descriptorios de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.

- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.