



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

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

Mayo 2017

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	AA
Tendencia	Estable
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	En Observación
EEFF Base	31 de diciembre de 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 800 de 04.02.2015
Serie A (BLIPI-A)	Primera emisión
Serie B (BLIPI-B)	Primera emisión
Serie C (BLIPI-C)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 801 de 04.02.2015
Serie D (BLIPI-D)	Primera emisión
Serie E (BLIPI-E)	Primera emisión

Estados de resultados consolidados bajo IFRS						
Miles de pesos	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total ingresos	347.482.937	330.654.760	378.312.715	436.235.830	378.613.062	406.208.455
Costo de ventas	-250.756.441	-250.085.042	-283.516.361	-338.278.559	-245.698.853	-266.484.046
Ganancia bruta	96.726.496	80.569.718	94.796.354	97.957.271	132.914.209	139.724.409
Gastos de administración y distribución	-58.116.334	-44.411.526	-51.299.821	-63.908.042	-69.434.499	-79.637.107
<b>Resultado operacional</b>	<b>38.610.162</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>
Gastos financieros	-2.023.906	-2.253.271	-3.696.118	-6.448.371	-10.655.003	-7.896.870
Resultado del ejercicio	26.501.572	28.145.620	33.770.584	23.856.437	36.120.103	38.738.413
EBITDA	50.872.206	47.341.658	56.014.338	48.567.853	79.045.557	78.118.450

Balance general consolidado bajo IFRS						
Miles de pesos	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes	40.528.029	44.999.047	53.522.655	48.237.238	73.835.570	69.996.728
Activos no corrientes	174.229.035	179.929.677	224.577.112	244.920.324	266.085.573	304.645.904
<b>Total activos</b>	<b>214.757.064</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>
Pasivos corrientes	43.558.055	52.986.689	36.081.477	103.332.536	33.753.506	52.329.057
Pasivos no corrientes	39.601.067	38.967.951	110.239.177	56.847.088	175.314.917	185.105.339
<b>Pasivos totales</b>	<b>83.159.122</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>
Patrimonio	131.597.942	132.974.084	131.866.200	132.977.938	130.852.720	137.208.236
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>214.757.064</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>
Deuda financiera	28.023.668	29.223.514	73.649.382	80.112.671	118.008.972	130.618.139

## 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 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 compañía presentó, en 2016, ingresos ordinarios por \$406.208 millones, contando en 2016, de acuerdo con lo informado por la empresa, con 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 diciembre de 2016, Chile, Colombia y Perú originaron el 69,6%, 8,8% y 21,6% de los ingresos ordinarios, respectivamente.

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 valoran favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estanques 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 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.

El comienzo de la operación del terminal marítimo construido por Oxiquim para la recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado de petróleo de uso exclusivo para la compañía permitió adquirir directamente materia prima en el mercado internacional. Esta inversión ha permitido reducir las compras de insumo que la sociedad emisora efectuaba a Gasmar, empresa propiedad de Gasco y Abastible, de un 46% en 2014, a un 3% en 2016, como también reducir, 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.

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.

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)<sup>1</sup> ascendiente a 2,0 veces.

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

---

<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.

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).

### Eventos recientes

Durante 2016, en Colombia, se creó la nueva filial, Rednova S.A.S. E.S.P., con el objeto de desarrollar el negocio de la distribución de gas por redes en diferentes municipios.

En febrero de 2016, **Lipigas** adquirió y tomó control de Limagas Natural Perú S.A., incorporando flujos por las ventas de GNC en ese país.

A la fecha, la compañía participa de un proceso de investigación por posible colusión de precios en Perú, la última acción realizada por parte de INDECOPI fue un requerimiento de información y documentación el cual fue enviado con fecha 27 de marzo de 2017.

## 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.

## 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 2,0% entre 2007 y 2016. 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** una participación en torno al 37% (en 2009 era de 37,6% y en 2016 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 al contado 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.

Se estima que **Lipigas** atendió, en 2016, a más de un millón de clientes residenciales en Chile. Si se incorporan los tres países donde está presente la sociedad, durante 2016, abasteció a más de 1 millón 900 mil clientes tanto a nivel residencial, comercial e industrial.

**Desconcentración geográfica de las ventas:** La compañía extiende su cobertura en Chile desde la Región de Arica y Parinacota a la ciudad de Coyhaique. La Región Metropolitana representa el 27,6% de las ventas en toneladas de GLP, seguido por la Región de Valparaíso con el 15,6% de las ventas en toneladas.

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

Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>2</sup> a 2015 Colombia tiene un PIB per cápita<sup>3</sup> de US\$ 13.829 y una población equivalente a 48 millones de personas, mientras que Perú exhibe un

<sup>2</sup> Estimaciones correspondientes a las realizadas por el organismo en abril de 2016.

<sup>3</sup> Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA).

PIB per cápita de US\$ 12.529 y una población de 32 millones. Por otra parte, con la finalidad de comparar, Chile tiene un PIB per cápita igual a US\$ 23.366 y una población cercana a los 17 millones de personas.<sup>4</sup>

**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 ellos, 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 a través de venta directa o con más de 800 distribuidores a nivel nacional con que cuenta. Además, posee 18 centrales de distribución a nivel nacional.

La empresa exhibe un buen servicio de distribución, que se transforma en un factor clave en el desarrollo y estabilidad del negocio. Su plantas de almacenamiento y envasado están ubicadas desde Arica hasta Coyhaique.

**Experiencia 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.

**Precio de *commodities*:** La 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. En 2016, el precio subió un 5,9% luego de una baja de 56% en 2015. Sin embargo, los márgenes de la compañía se mantienen estables en el tiempo.

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

<sup>4</sup> Ver <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.PP.CD>



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

**Riesgo tecnológico:** El avance tecnológico puede alterar la competitividad de los distintos segmentos energéticos, al dejarlos obsoletos o menos competitivos en comparación a otros combustibles. Por ejemplo, la llegada del GN desde Argentina a mediados de la década de 1990 significó un importante cambio en el mercado de combustibles en Chile. No obstante, la compañía está constantemente evaluando ampliar la oferta de productos que comercializa, y, en caso de existir un mercado al cual satisfacer, evaluará la estrategia para poder competir. Por esto, en 2016, incorporó la venta de GNC en Perú.

**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, además hay una cierta informalidad y riesgo mayor al de la operación en Chile, tanto en términos del mercado mismo como por el riesgo país. Sin embargo, esto se ve atenuado, en parte, por el hecho de haber comprado empresas ya en funcionamiento y por el hecho de contar con una amplia experiencia 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, representa una oportunidad de crecimiento futuro. En 2016, los ingresos provenientes de Perú y Colombia representaron el 21,6% y 8,8% del total, respectivamente.

## 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; posteriormente se inicia un proceso de adquisición de pequeñas empresas regionales de distribución de GLP. De esta forma, bajo la propiedad de las familias Santa Cruz, Yaconi, Noguera, Vinagre y Ardizzoni se constituye el grupo de empresas distribuidoras de GLP: Agrogas, Codigas, Enagas y Gas Licuado Lipigas S.A.

En el año 2000, el grupo propietario vendió a Repsol YPF el 45% de las acciones de Agrogas, Codigas, Enagas, Lipigas y empresas filiales de transporte y re inspección de cilindros. En ese momento, se inició el proceso de unificación de las cuatro marcas regionales y filiales agrupándolas bajo Empresas Lipigas, proceso que culminó en 2004.

Durante 2010, la empresa ingresa al mercado colombiano constituyendo la sociedad Chilco Distribuidora de Gas y Energía, la cual adquiere los activos de la marca Gas País, quien en ese momento tenía presencia en 13 de los 32 departamentos de Colombia. También 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).

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 por la empresa Oxiquim S.A., le permite a **Lipigas** importar directamente GLP desde marzo de 2015.

Durante 2013, la empresa adquirió la empresa de gas licuado Lima Gas en Perú; mientras que al mismo tiempo, a nivel nacional, ingresó al mercado de la distribución de gas natural licuado a industrias. En febrero de 2016, se hace efectiva la adquisición de la Sociedad Limagas Natural Perú S.A, principalmente para la comercialización de gas natural.

## 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 diciembre de 2016:

Nombre	Nº Acciones	% Participación
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	15.563.609	13,70%
El Condor Combustible S.A.	14.075.801	12,39%
LV Expansión SPA	12.427.374	10,94%
Nogaleda Holding Ltda.	11.315.082	9,96%
Inversiones y Rentas Bermeo S.A.	10.835.085	9,54%
Inversiones Hevita S.A.	8.917.707	7,85%
San Javier Combustibles S.A	6.099.162	5,37%
Inversiones Seis LTDA.	5.019.854	4,42%
Nexogas S.A.	4.457.195	3,92%
Inversiones El Escudo LTDA.	3.716.728	3,27%
Inversiones Vinta LTDA.	3.207.217	2,82%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	1.968.762	1,73%

El directorio está compuesto por siete integrantes; el cual se estructura de la siguiente forma:

Nombre	Cargo
Juan Manuel Santa Cruz Munizaga	Presidente
Jaime García Rioseco	Director
Juan Ignacio Noguera Briceño	Director
Mario Vinagre Muñoz	Director
Jaime Fernando Santa Cruz Negri	Director

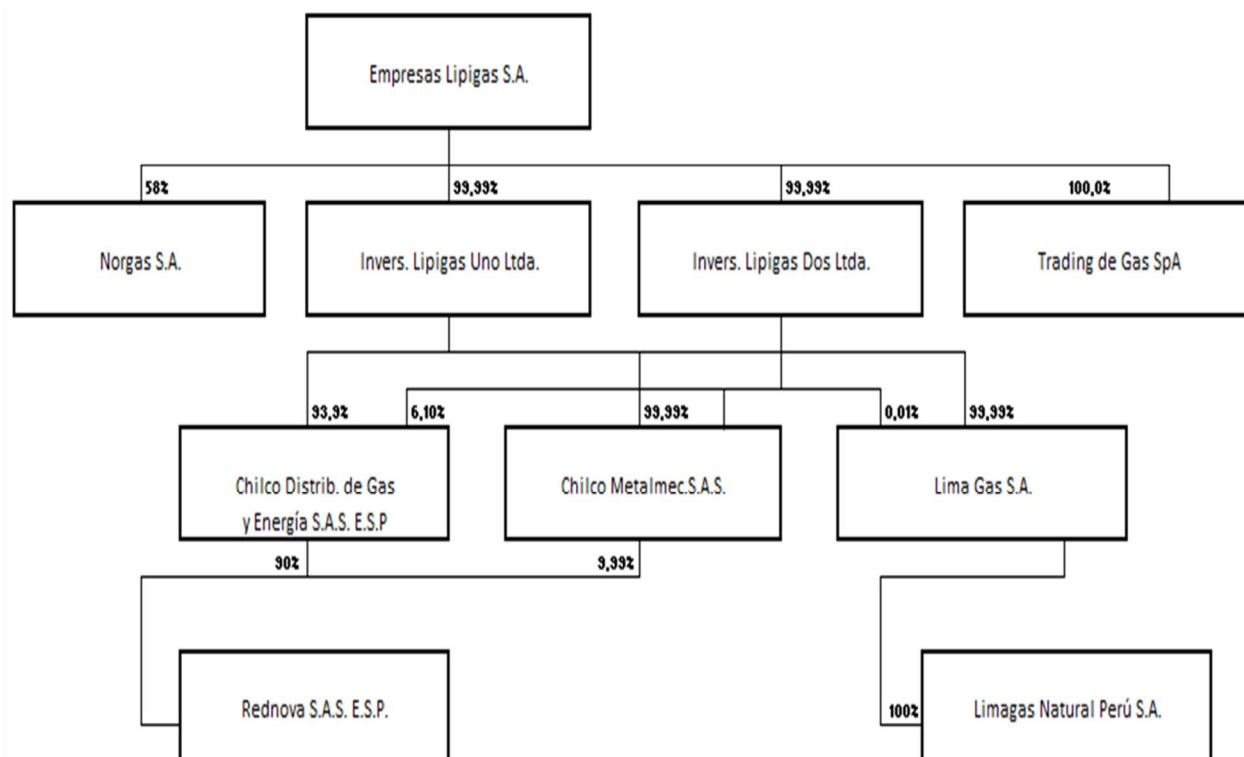
José Miguel Barros Van Hovell Tot Westerfler	Director
Gabriel Ruiz Tagle Correa	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Ángel Mafucci Solimano	Gerente General
Oswaldo Rosa Ageitos	Gerente de Administración y Finanzas
Luis Orlandi Arrate	Gerente Comercial
Esteban Rodríguez Bravo	Gerente de Ventas Grandes Clientes
Luis Felipe Silva Labbé	Gerente General Trading de Gas
Morris Pessó Olcese	Gerente de Logística y Operaciones
Mylene Iribarne Friedmann	Gerente de Personas
María Josefa Ayarza León	Gerente de Tecnología
José Miguel Bambach Salvatore	Fiscal
Luis Alberto Leey Casella	Gerente General Lima Gas (Perú)
Jorge Avilán Aristizábal	Gerente General Chilco (Colombia)
Juan Carlos Zimmermann	Gerente Genral Limagas Natural
Alejandro Le Fort Cordero	Gerente de Desarrollo y Nuevos Negocios

## 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. En 2016, inició la comercialización de GNC en Perú.

Los clientes de la empresa se subdividen en:

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

## Gas Licuado

El gas licuado de petróleo (GLP) es un combustible de uso doméstico e industrial derivado del petróleo. Su principal característica es que entrega la posibilidad de almacenarse y transportarse en fase líquida a temperatura ambiente y presión moderada, lo que permite envasar gran cantidad de energía en poco espacio. Así, el GLP permanece en estado líquido almacenado en cilindros y/o estancques 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 2016, la compañía, en términos consolidados, distribuyó 676 mil toneladas de este gas, lo que representa un crecimiento del 3,7% 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, que son propiedad de la compañía. Cabe señalar, que la procedencia del cilindro no es inconveniente para comprar gas a cualquier otra distribuidora. Para su comercialización, cuenta básicamente con tres canales: venta directa, los distribuidores exclusivos y los distribuidores multimarca.
- **Gas granel:** Suministro mediante recargas de gas en estancques que tienen capacidad desde 500 a 113.000 litros. El estancque es propiedad de la compañía distribuidora de gas y es reabastecido sólo por esta misma, de manera programada de acuerdo con 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 estancque 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 y recientemente en Perú en el mercado de gas natural (GN). En Chile, se distribuye a través de redes en la ciudad de Calama (Región de Antofagasta), a nivel residencial. Las redes de distribución le permiten suministrar esta energía a más de 3.500 hogares de manera continua. En Perú, mediante de la adquisición y toma de control de la sociedad Limagas Natural Perú, el negocio de gas natural comprimido en Perú se basa en abarcar negocios que están fuera del ducto, lo que los ha llevado a obtener buenos resultados.

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 o licuado. Tiene diversas aplicaciones que van desde el uso residencial hasta la generación eléctrica.

### Gas Natural Licuado

En 2014 la empresa comenzó la comercialización de gas natural licuado (GNL) en Chile, llevándolo a 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, la compañía tiene firmado un contrato de suministro de este gas con Enap Refinerías.

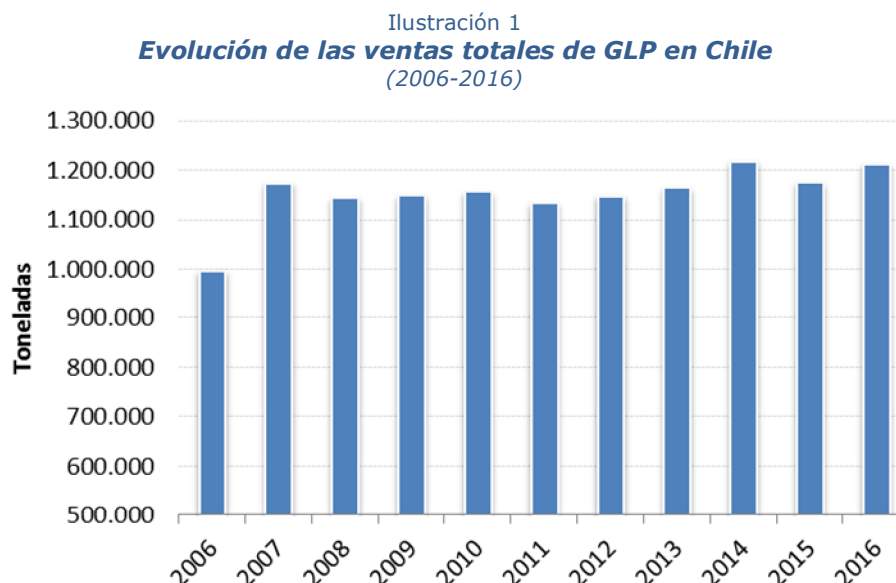
El GNL es gas natural que ha sido enfriado a  $-160^{\circ}$  Celsius, con el objetivo de ser transportado en estado líquido y a presión atmosférica, lo que permite su transporte a través de grandes distancias ya sea por vía marítima o por carretera. En los lugares de consumo, mediante un proceso de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

## Mercados en los que participa la compañía

### Chile

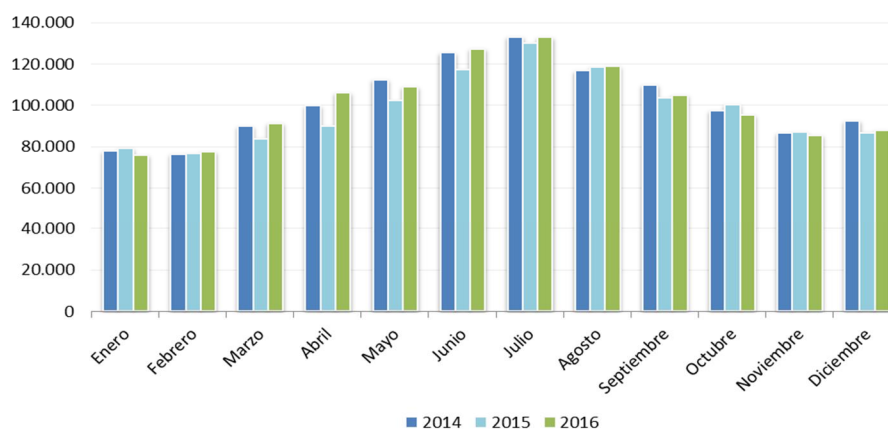
En el país, la empresa participa comercializando y distribuyendo gas licuado (GLP), gas natural (GN) y gas natural licuado (GNL) a través de la marca Lipigas.

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



De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, el 54% 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. El mes con mayor consumo durante el año 2016 fue julio con 132.841 toneladas lo que representa un alza de 75,2% respecto de enero del mismo año, el mes con menores ventas.

*Ilustración 2*  
**Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile**  
(Toneladas)

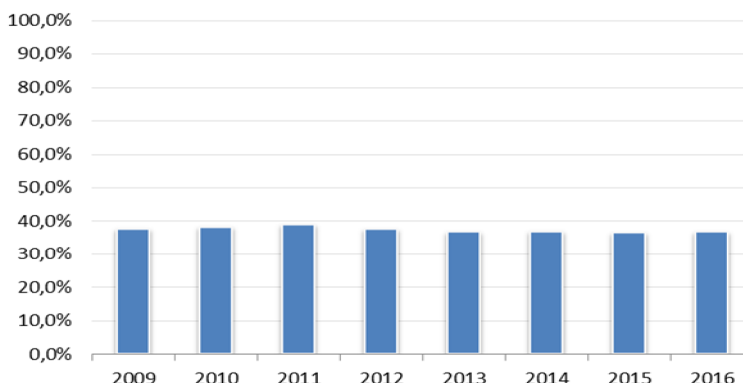


En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación del producto. Mientras que el abastecimiento en el país corresponde a un 85% de producto importado y 12% de producción nacional, generado por Enap. Por otra parte, dentro del mercado chileno el país cuenta con tres grandes comercializadores de GLP.

**Lipigas** cuenta con más de 50 años de presencia en la industria de GLP chileno. Su participación de mercado se ha mantenido estable en los últimos cinco años. Actualmente, posee una participación de igual a 36,7%<sup>5</sup> (ver Ilustración 3).

<sup>5</sup> Dato proporcionado por la empresa a base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

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



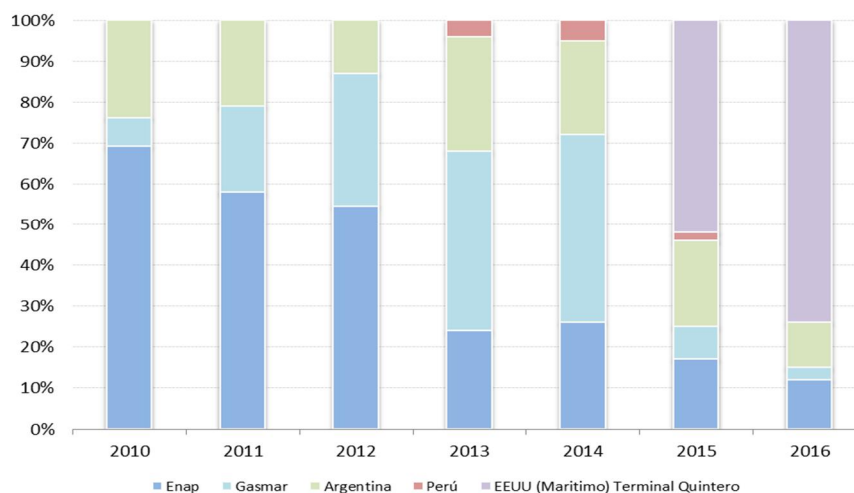
Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 14 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 18 centrales de distribución y ventas a lo largo del país. A ellas, se les suma la red de distribución tercerizada con más de 2.900 puntos móviles de venta.

La estrategia de abastecimiento de gas, por parte de la empresa, se realiza conforme con la demanda proyectada en el presupuesto anual. Para ello, se dispone de un terminal en Quintero y una combinación de proveedores que permitan aprovechar las oportunidades de importación de los excedentes de producción de los países vecinos.

El año 2012, la empresa firmó un acuerdo con Oxiquim para construir instalaciones exclusivas de recepción, almacenamiento y despacho de GLP en el terminal marítimo que esta última empresa posee en la bahía de Quintero, en la Región de Valparaíso. Así, en 2016, cerca de un 74,0% del gas de **Lipigas** fue importado a través de estas dependencias. De esta manera, la compañía se abastece en un 3,0% de Gasmar y un 11% del gas proveniente de Argentina.



*Ilustración 4*  
**Evolución de la matriz de abastecimiento**  
(En porcentaje)



El contrato de arriendo y prestación de servicios con Oxiquim dura 25 años, lo que permitirá almacenar hasta 29 mil toneladas de GLP en las instalaciones del terminal marítimo de Quintero.

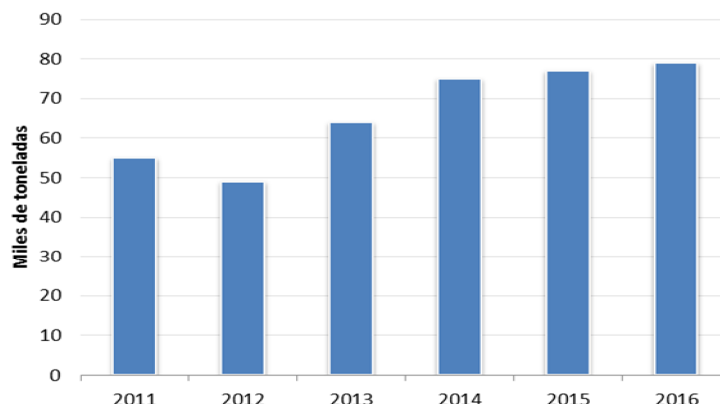
### Colombia

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 combustible en los hogares. A modo de ejemplo, el consumo en el mercado colombiano fue de aproximadamente 557 mil toneladas anuales en 2016, mientras que en 2007 alcanzó las 741 mil toneladas, lo que implica una disminución de 33,0% durante ese lapso.

Sin embargo, las ventas de GLP de la filial colombiana de Lipigas, Chilco, disminuyendo un 0,2% con respecto a 2015, alcanzando las 78.935 toneladas en 2016. (Ver Ilustración 5).

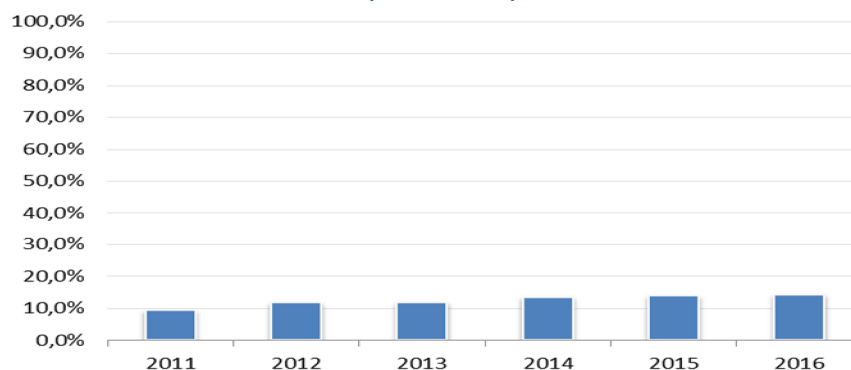
*Ilustración 5*  
**Evolución de las ventas de GLP Chilco**  
(Miles de toneladas. 2011-2016)



En el país operan 45 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 envasado y una red de distribución propia con 21 centrales de distribución y venta. La empresa ha logrado tener presencia en 26 de los 32 departamentos del país, alcanzando una participación de mercado igual a 14,2% (ver Ilustración 6).

*Ilustración 6*  
**Evolución de la participación de mercado**  
(2011-2016)



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 el 75% de las compras que hace **Lipigas** en el país, el resto es comprado a diferentes fuentes con una capacidad de oferta menor.

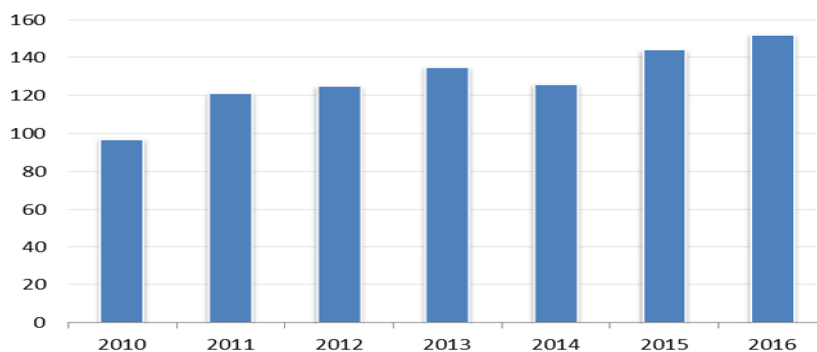
## Perú

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 1,7 millones de toneladas de GLP al año. Las ventas han subido a tasas anuales superiores al 10,0% entre 2010 y 2016, impulsadas por el crecimiento del país, el incentivo tributario para el uso del gas en vehículos y programas gubernamentales que distribuyen cupones a modo de subsidio a los hogares de menores ingresos

A través de su filial Lima Gas, Lipigas vendió 152 mil toneladas de GLP, lo que significa un alza de 5,1% respecto a 2015 (ver Ilustración 7).

Ilustración 7  
**Evolución de las ventas de GLP de Lima Gas**  
(2010-2016)



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

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

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

**Lipigas**, a través de Lima Gas, participa en el negocio de GLP de envasado 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 dos centros de distribución y ventas.

La red de distribución de gas envasado está conformada por más de 434 distribuidores que abastecen de GLP a los usuarios finales, el que representa el 50% de las ventas totales de gas de la empresa en

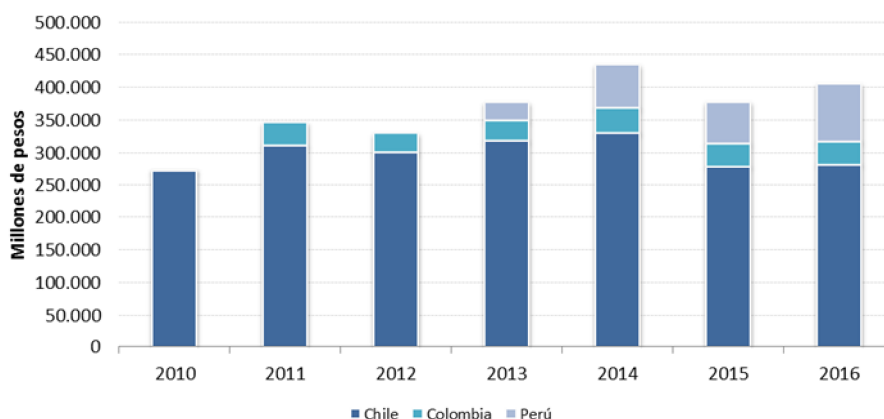
Perú. En el caso de granel, que representa el 50% de las ventas de la empresa en el país, la distribución directa llega a más de 1.100 clientes. En 2016, el mercado creció un 5,6% alcanzando las 1.726.506 toneladas.

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

## Estructura de ingresos

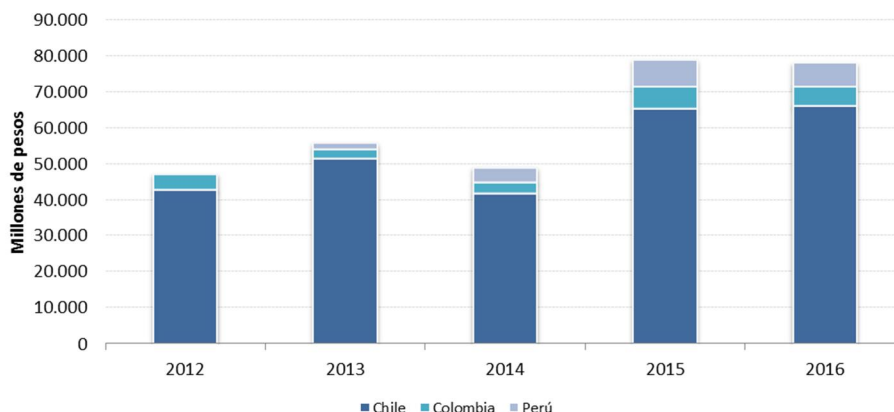
En 2016, los ingresos generados en Chile representaron un 69,6% del total de la compañía, mientras que Colombia el 8,8% y las operaciones en Perú un 21,6%. Así, los ingresos presentan una mayor diversificación respecto de 2013 cuando las actividades de la empresa en Perú recién estaban comenzando. En ese entonces en los ingresos en Chile representaban el 84,5% del total (ver Ilustración 8).

Ilustración 8  
**Evolución de los ingresos por país**  
(2010-2016)



El 84,7% 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 9). Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.

*Ilustración 9*  
**Evolución del EBITDA por país**  
(2012 - 2016)



## Análisis financiero<sup>6</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Lipigas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2016.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir de 2009, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa real compuesta anual igual a 5,0%, alcanzando los \$406.208 millones en 2016.

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

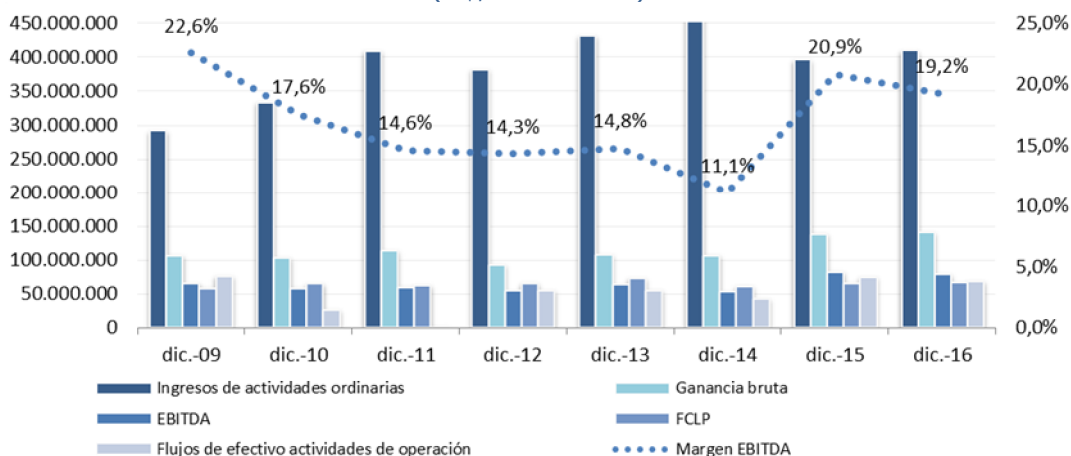
Con todo lo anterior, entre 2009 y 2016, la ganancia bruta creció a una tasa compuesta anual igual a 4,1%. Mientras que el EBITDA de la compañía ha subido a una tasa compuesta anual igual a 2,6%.

Particularmente, el año 2009, es considerado atípico en términos de EBITDA y el margen, debido a que la empresa pudo acceder a mejores precios de compra de GLP como consecuencia de importantes excedentes de este insumo en Argentina (ver Ilustración 10)).

Dicho ello, se observa que los márgenes de EBITDA han fluctuado entre 22,6% y un 11,1%, en el período 2009 a 2016. Sin embargo, dada las mejores condiciones de compra generadas por el inicio de las operaciones del terminal Quintero, el margen EBITDA creció a 19,2% en 2016.

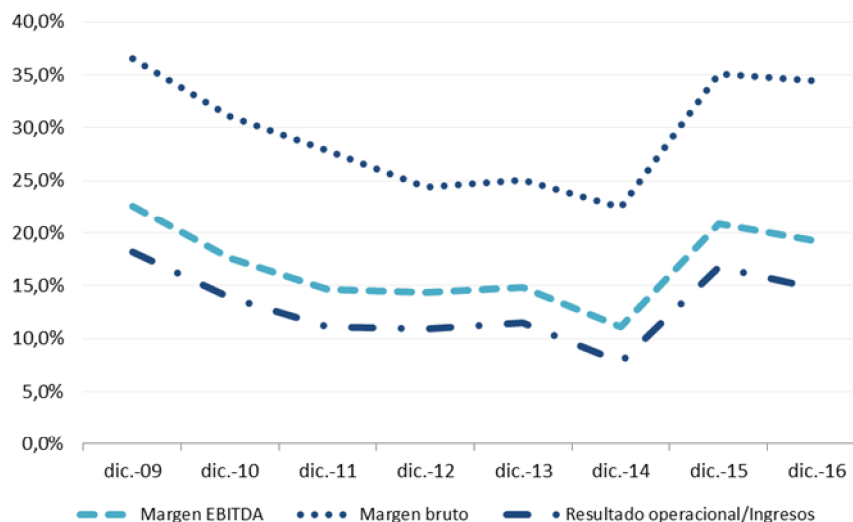
<sup>6</sup> Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de diciembre de 2015. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada.

*Ilustración 10*  
**Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA**  
(M\$, 2009- 2016)



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 eficiencia<sup>7</sup>**  
(%. 2009-marzo 2016)



<sup>7</sup> 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.

## Evolución del endeudamiento y la liquidez

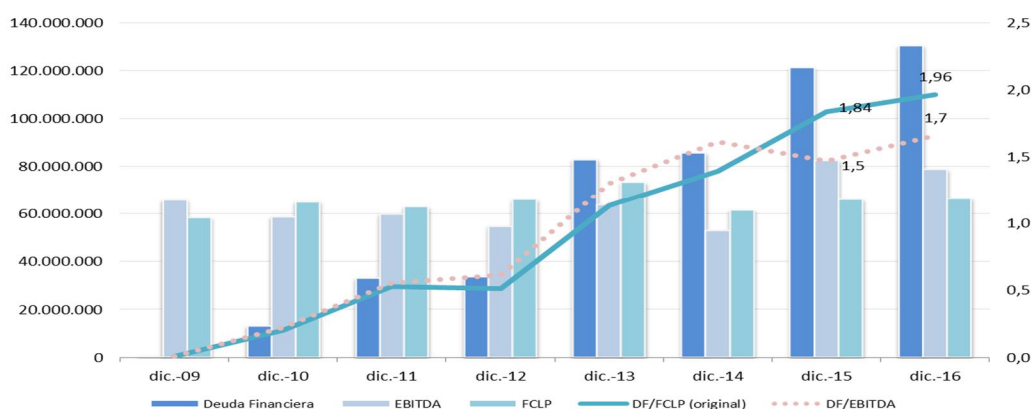
La deuda financiera de la compañía, a 2016, totalizó \$130.618 millones, lo que representa un incremento de 10,1% respecto de diciembre de 2015. Este aumento se produce fundamentalmente por la incorporación de la deuda de la sociedad adquirida, Limagas Natural Perú S.A. y un aumento en el arrendamiento financiero consolidado.

El 9,4% de estas obligaciones son de corto plazo, mientras que el resto corresponde a obligaciones de largo plazo. Actualmente, el 8,9% de los pasivos financieros proviene de préstamos bancarios, mientras que un 17,9% son arrendamientos financieros y un 72,7% obligaciones con el público.

El endeudamiento financiero de la empresa se ha elevado desde los \$10.735 millones, en 2010, a \$130.618 millones, en 2016, debido al inicio de las operaciones en Colombia y Perú, al financiamiento parcial de construcción de las instalaciones del terminal de Oxiquim y al arrendamiento financiero de este terminal.

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. En el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA se sitúa en 1,7 veces. En 2010, este era de 0,2 veces, debido al escaso endeudamiento financiero de la empresa a esa fecha. Mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>8</sup> (FCLP) ha pasado desde las 0,2 veces en 2010 a 1,96 veces en 2016.

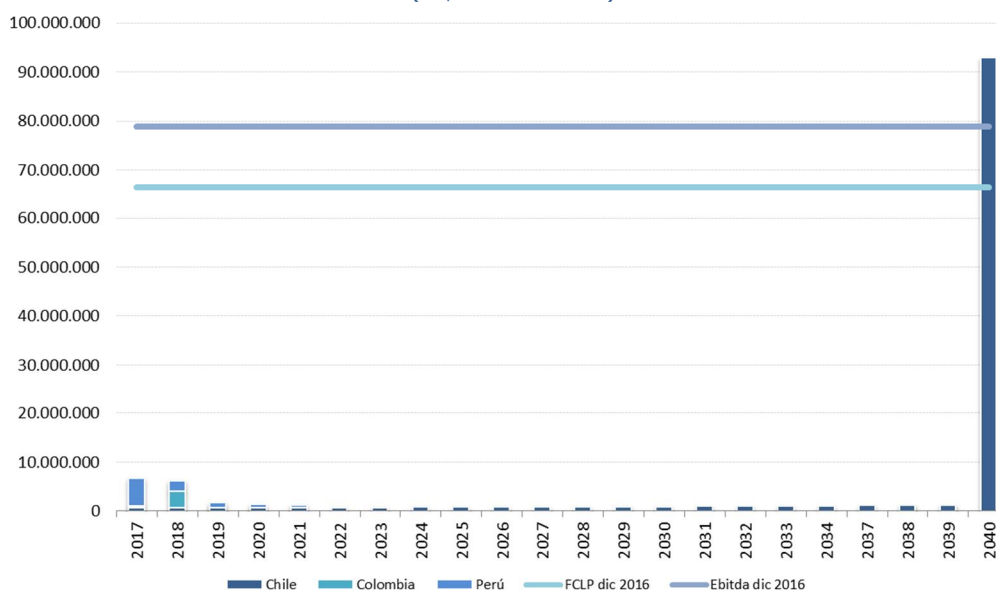
*Ilustración 12*  
**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
(M\$ 2009- 2016)



<sup>8</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.

Tras la emisión del bono *bullet*, en abril de 2016, el perfil de vencimientos de la deuda muestra claras holguras en todos los periodos evaluados, salvo el año 2040 fecha de vencimiento del bono (ver Ilustración 13). Las amortizaciones más próximas, entre 2017 y 2018, corresponden a los vencimientos de la deuda para el financiamiento del terminal marítimo de Quintero y los préstamos bancarios de Colombia y Perú, las que en conjunto no superan los \$8.500 millones. Sin perjuicio de lo expuesto, la clasificadora no visualiza riesgo elevado para el refinanciamiento del vencimiento en 2040, tanto por el crecimiento natural esperado en los flujos como por la factibilidad de conseguir nuevos financiamientos (ello dado la elevada viabilidad de largo plazo del emisor).

*Ilustración 13*  
**Evolución del perfil de vencimientos financieros**  
 (M\$. 2017-2040)

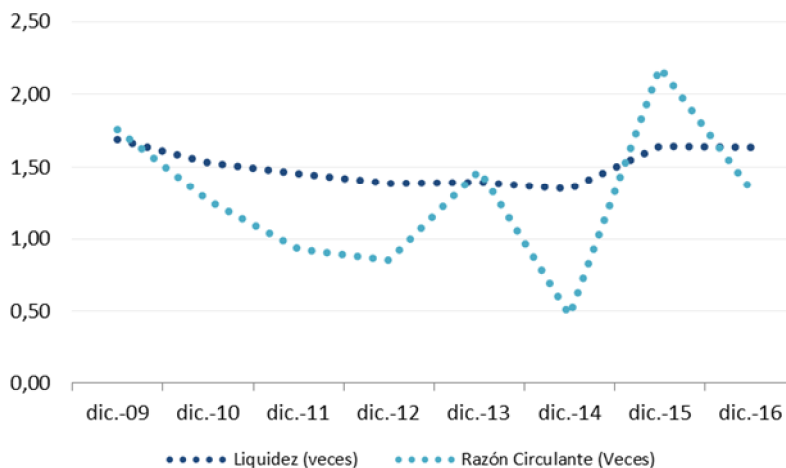


La liquidez de la empresa<sup>9</sup> cerró en 1,6 veces a 2016, mostrando además, un alto grado de estabilidad, en términos relativos, durante el período evaluado. Sin embargo, la razón circulante no exhibe la misma estabilidad, toda vez que en 2016 cerró en 1,3 veces, habiendo oscilado desde las 1,8 veces en 2009, hasta caer a niveles inferiores a la unidad en 2014, cuando cerró el año en 0,5, mientras que en 2015 alcanzó las 2,2 veces. Esto se debe al mayor aumento de los pasivos corrientes frente a los activos de la misma categoría, debido a la deuda financiera que ha tomado la empresa con finalidades de expansión, explicadas con anterioridad (ver Ilustración 14). Sin embargo, en 2015 la colocación de los bonos corrige esta situación la que se ve disminuida en 2016 por la deuda de la filial Limagas Natural Perú.

<sup>9</sup> Liquidez: Ingresos/ (Costo de venta-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.



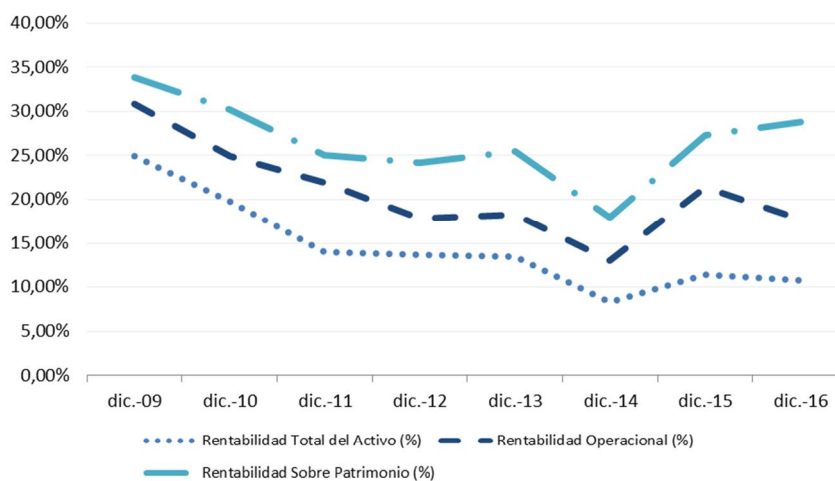
*Ilustración 14*  
**Evolución de los indicadores de liquidez**  
(Veces. 2009- 2016)



## Evolución de la rentabilidad<sup>10</sup>

Los indicadores de rentabilidad han mostrado un sesgo a la baja, salvo en 2015 donde hubo un aumento. La rentabilidad total del activo bajó del 24,9% en 2009 a 10,8% en 2016, mientras que en el mismo período la rentabilidad operacional pasó del 30,9% a 17,7% y la rentabilidad sobre patrimonio de 33,8% a 28,8% (ver Ilustración 15).

*Ilustración 15*  
**Evolución de las rentabilidades<sup>11</sup>**  
(2009- 2016)

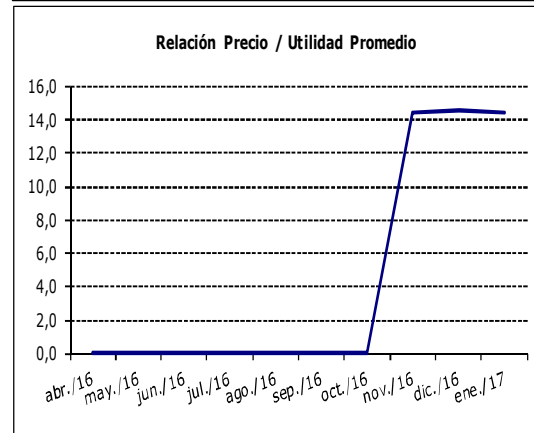
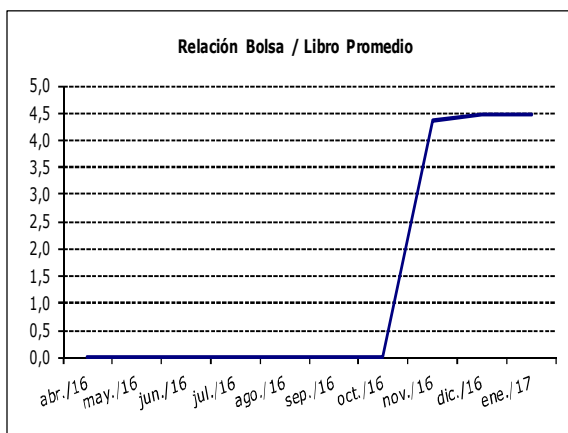
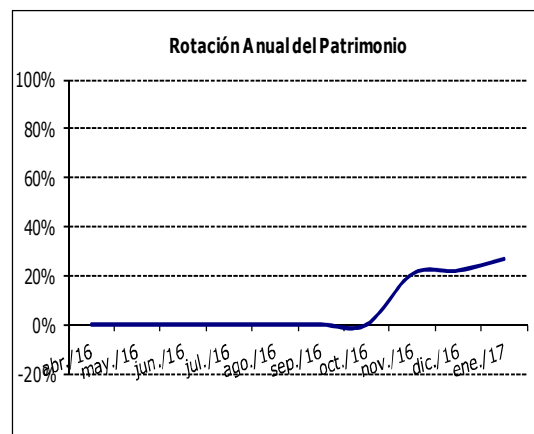
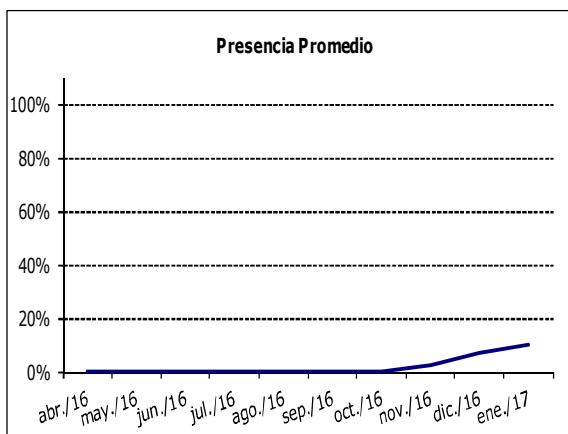


<sup>10</sup> Rentabilidad operacional= Resultado Operacional/Activos Corrientes Promedio +Propiedades Planta y Equipo Promedio; rentabilidad del patrimonio= Ganancia (Pérdida)/Patrimonio Total Promedio; Rentabilidad total del activo= Ganancia (pérdida)/ Activos Totales Promedio.

<sup>11</sup> 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 correspondiente a los años 2009 y 2010 no es comparable con las del año 2011 en adelante.

## Acciones

El 24 de noviembre de 2016, se comenzaron a negociar las acciones de la sociedad en la Bolsa de Comercio de Santiago. A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y de rotación anual del patrimonio. Además se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



## Instrumentos de deuda

A diciembre de 2016 **Lipigas** tenía los siguientes bonos en el mercado:

### - Línea de Bonos

- Número: 800
- Fecha de inscripción: Febrero 2015
- Plazo línea: 10 años

#### **- Primera emisión (Serie A) Inscrita y No Colocada**

- Fecha de inscripción:	Abril 2015
- Monto de la emisión:	UF 3.500.000
- Tasa de carátula:	2,00%
- Vencimiento:	5 años

#### **- Primera emisión (Serie B) Inscrita y No Colocada**

- Fecha de inscripción:	Abril 2015
- Monto de la emisión:	\$80.000.000.000
- Tasa de carátula:	5,10%
- Vencimiento:	5 años

#### **- Primera emisión (Serie C) Inscrita y No Colocada**

- Fecha de inscripción:	Abril 2015
- Monto de la emisión:	UF 3.500.000
- Tasa de carátula:	2,85%
- Vencimiento:	10 años

#### **- Línea de Bonos**

▪ Número:	801
▪ Fecha de inscripción:	Febrero 2015
▪ Plazo línea:	30 años

#### **- Primera emisión (Serie D) Inscrita y No Colocada**

- Fecha de inscripción:	Abril 2015
- Monto de la emisión:	UF 3.500.000
- Tasa de carátula:	3,40%
- Vencimiento:	16 años

#### **- Primera emisión (Serie E)**

- Fecha de colocación:	Abril 2015
- Monto colocado:	UF 3.500.000
- Tasa de colocación:	3,55%
- Vencimiento:	25 años
- Monto vigente:	M\$ 92.217.930

## Covenants

Covenant	Diciembre 2016	Límite
Endeudamiento financiero neto	0,82 veces	Menor a 1,5 veces
Patrimonio mínimo	\$137.208 millones	Mayor a \$110.000 millones

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