

Empresas Lipigas S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Mayo 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
Acciones (LIPIGAS)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2023 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 800 de 04.02.2015
Línea de bonos	N° 801 de 04.02.2015
Serie E (BLIPI-E)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 880 de 29.12.2017
Línea de bonos	N° 881 de 29.12.2017
Serie G (BLIPI-G)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos de activ. ordinarias	515.875.856	492.869.463	508.164.262	695.411.103	854.711.153	156.631.566
Costo de ventas	-357.033.148	-313.665.183	-320.353.826	-492.482.021	-635.706.217	-113.197.869
Ganancia bruta	158.842.708	179.204.280	187.810.436	202.929.082	219.004.936	43.433.697
Gastos de adm. y distr.	-71.265.005	-80.349.043	-98.657.510	-100.890.018	-115.380.829	-26.746.667
Resultado operacional	87.577.703	98.855.237	89.152.926	102.039.064	103.624.107	16.687.030
Costos financieros	-6.401.890	-8.915.114	-9.369.643	-11.577.905	-15.902.229	-5.367.643
Utilidad del ejercicio	41.642.612	40.473.277	34.997.243	45.999.013	39.908.388	706.148
EBITDA ²	85.747.411	104.872.448	96.274.365	104.479.905	110.340.079	18.696.809

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2022. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2023 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² EBITDA calculado como resultado operacional (ganancia bruta – gastos de administración – costos de distribución) + otros ingresos por función – otros gastos por función + depreciación y amortización.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos corrientes	84.569.265	83.335.307	132.617.923	151.281.267	159.742.997	136.280.818
Activos no corrientes	360.200.798	425.859.654	426.629.684	472.701.969	536.497.555	531.916.415
Total activos	444.770.063	509.194.961	559.247.607	623.983.236	696.240.552	668.197.233
Pasivos corrientes	86.316.984	64.277.110	70.737.368	93.632.821	107.652.361	86.869.776
Pasivos no corrientes	200.730.532	272.575.432	322.660.222	358.668.345	410.215.367	409.254.203
Total pasivos	287.047.516	336.852.542	393.397.590	452.301.166	517.867.728	496.123.979
Patrimonio total	157.722.547	172.342.419	165.850.017	171.682.070	178.372.824	172.073.254
Total patrimonio y pasivos	444.770.063	509.194.961	559.247.607	623.983.236	696.240.552	668.197.233
Deuda financiera	163.872.191	204.103.596	245.230.460	277.394.110	323.728.771	324.073.244

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Empresas Lipigas S.A. (Lipigas) distribuye y comercializa gas licuado a clientes residenciales, comerciales e industriales, abasteciendo al 99% de las comunas de Chile. También, aunque en menor medida, distribuye gas natural desde Arica a Los Lagos. Por otro lado, **Lipigas** adquiere el gas licuado a través de proveedores nacionales e importando a Chile, vía terrestre, desde Argentina y, vía marítima, desde EE. UU.

También la empresa está presente en Colombia y en Perú. En Colombia participa en el mercado de distribución de GLP y ha incursionado en el negocio de gas por redes. En Perú comercializa gas licuado de petróleo (GLP), gas natural comprimido (GNC) y gas natural líquido (GNL). La mayor parte de los ingresos de **Lipigas** siguen siendo generados por la venta de GLP.

La compañía presentó, en 2022, ingresos ordinarios por \$ 854.711 millones, contando, de acuerdo con lo informado por la empresa, con una participación de 34,8% del mercado de gas licuado a nivel nacional, 17,2% en el mercado colombiano, y 6,0% en el peruano. A fines del mismo año, Chile, Colombia y Perú originaron el 70,7%, 11,6% y 17,8% de los ingresos, respectivamente, por otro lado, la deuda financiera de la compañía ascendía a \$ 323.728 millones en diciembre 2022, incluyendo pasivos por arrendamiento. Durante el primer trimestre de 2023, presentó ingresos por \$ 156.632 millones y la deuda financiera de la sociedad alcanzó los \$ 324.073 millones.

La clasificación de riesgo ha sido asignada considerando que **Lipigas**, de acuerdo con la metodología estándar de **Humphreys**, presenta una relación de deuda financiera sobre flujos de largo plazo (FCLP)³ igual a 3,1 veces y de 2,8 veces ajustado (considerando la parte del activo relacionada a las coberturas sobre el valor de la UF, monto que se espera recibir en 2031). Cabe mencionar, que **Humphreys** reconoce que el indicador deuda financiera sobre FCLP ha exhibido cierto comportamiento al alza durante la última década, considerando que este alcanzaba las 1,4 veces en 2014, se sitúa en 2,8 veces a la fecha, por lo que

³ 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.

el desafío para la empresa es retomar los niveles de rentabilidad anual de los activos previo 2021 y 2022 (periodos fuertemente impactados por alzas de costos), con niveles de endeudamiento acotados. En los hechos, para mantener la clasificación actual, el indicador debiese tender a reducirse (o bien mantenerse), ya que, de presentarse alzas posteriores, las mediciones se encontrarían distanciadas de los rangos compatibles con su actual categoría de riesgo.

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 la totalidad de las regiones del país. Asimismo, como elementos positivos se incorpora la atomización de su base de clientes y acotado riesgo de no pago, motivado tanto por las características del producto (bien esencial de primera necesidad) y la modalidad de las ventas. La diversificación geográfica de la compañía se refuerza con su presencia en los mercados de Colombia y de Perú.

También se valoran favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o tanques 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**, ostentando una importante posición en la industria con una participación que se mantiene sobre 34%.

Otro elemento que incorpora la clasificación es la experiencia de la compañía, considerando su trayectoria en la industria y el crecimiento consistente en sus operaciones, sustentado en su amplia red de operaciones. Asimismo, presenta un buen servicio de distribución, que se transforma en un factor clave en el desarrollo y estabilidad del negocio (sus plantas de almacenamiento y envasado están ubicadas desde Arica hasta Coyhaique).

Adicionalmente, se reconoce el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Perú y Colombia, ambos países clasificados en grado de inversión. Asimismo, se valora la capacidad de diversificación de los flujos que ha demostrado la compañía en la última década en el extranjero.

Otro factor relevante en la clasificación de riesgo es el perfil de vencimientos de la deuda financiera, permitiendo una aceptable capacidad de pago, incluso si hubiese un deterioro de sus resultados. No obstante, se reconoce la existencia de un bono *bullet* en 2040, susceptible de refinanciar considerando que los flujos actuales alcanzan a cubrir gran parte de dicho vencimiento.

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”, posee gran volatilidad en su precio y conlleva el riesgo de centrar la competencia en esta variable. 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**.

Sin perjuicio de los beneficios de la internacionalización de la compañía, como es el caso de Colombia (en 2010) y Perú (en 2013), no se puede ignorar el riesgo implícito por cuanto se trata de países que exhiben un mayor riesgo operacional y de país, en comparación con Chile, lo que otorga cierta incertidumbre a los flujos futuros provenientes de la inversión en el extranjero.

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por participar en una industria que está expuesta a avances tecnológicos del sector energético, con altos grados de competencia del sector, y los cambios regulatorios que podrían afectar a esta industria. Si bien la agenda energética del Gobierno se había enfocado en modificaciones al marco legal del gas natural por redes, últimamente se ha incrementado la probabilidad de cambios a las normativas del sector de gas licuado.

Por su parte, la clasificación de las acciones de la sociedad en “*Primera Clase Nivel 3*” se debe a que posee un contrato de *market maker* (Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A. 01/06/2021 – 25/05/2023). En términos de presencia promedio presenta una presencia a abril 2023 de 10,6%.

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. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la clasificación de riesgo podría ser revisada si el emisor no revierte la baja experimentada en la rentabilidad por cuanto sus métricas de endeudamiento, según metodología **Humphreys**, están en los límites de la categoría de riesgo asignada. Por la misma razón, si bien en el corto plazo no se espera un incremento de los pasivos financieros, cualquier aumento de la deuda, aún en baja magnitud, podrían implicar una revisión de la nota.

En términos de *ESG*⁴, durante 2022 el plan de sustentabilidad y cambio climático fue aprobado por el Directorio para iniciar su implementación⁵. En la misma línea, la sociedad lleva a cabo la medición de la huella hídrica y de carbono y en 2022 creó la Gerencia de Hidrógeno Verde, Biocombustibles y GNL, cuya finalidad es buscar opciones que le permitan alcanzar su meta de ser carbono neutral y contar con un portafolio de productos y servicios cero emisiones. Por otro lado, en 2021 contrató a la consultora *ChangeMaker Leaders* para fortalecer su Gobierno Corporativo, para apoyar la realización de una reflexión sistémica y construir una hoja de ruta para reforzar la gobernanza del Directorio (esta asesoría se extendió durante 2022), y también destacan principios de sustentabilidad, código de conducta, modelo de prevención de delitos y las políticas de gestión de riesgos.

⁴ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos

⁵ Esta hoja de ruta de corto, mediano y largo plazo aborda la descarbonización de las operaciones desde dos ámbitos prioritarios; 1) mitigación de los efectos del cambio climático y reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero, 2) adaptación orientada a limitar los impactos, reducir sus vulnerabilidades e incrementar su resiliencia frente al cambio climático.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Demanda de gas licuado altamente estable (salvo por estacionalidad mensual).

Fortalezas complementarias

- Bien asimilable a los de primera necesidad.
- Desconcentración geográfica de ingresos.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos.
- Experiencia de la compañía y de principales accionistas.
- Atomización de clientes y acotado riesgo de no pago.
- Oportunidad Perú y Colombia.
- Aceptable perfil de vencimientos.
- Posición en la industria.

Riesgos considerados

- Riesgo regulatorio (riesgo de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos de aumento de competencia (riesgo de baja probabilidad).
- Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores.
- 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 operación Colombia y Perú (riesgo acotado y administrable).

Hechos recientes

Resultados diciembre 2022

En términos nominales, durante 2022, la compañía obtuvo ingresos por \$ 854.711 millones, lo que representa un aumento de un 22,9%, respecto del mismo periodo del año anterior. Dicho incremento se debe principalmente al alza en los precios internacionales de los productos derivados del petróleo al que están referidos los precios de venta, sumado al incremento del tipo de cambio (especialmente en Chile). De igual forma, el aumento en los ingresos es influido por el aumento en las ventas físicas tanto en Chile como en Perú y Colombia.

Los costos de venta de la compañía sumaron un total de \$ 635.706 millones, lo que significa un aumento de un 29,1% con respecto al año 2021, principalmente por mayor costo en la compra de gas y en menor medida por alzas en los mantenimientos, costos de energía eléctrica, sueldos y salarios, entre otros. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$ 219.005 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 7,9% respecto al año anterior.

Por su parte el EBITDA de la compañía aumentó un 5,6%, desde \$ 104.480 millones a \$ 110.340 millones, mientras que el margen EBITDA pasó desde un 15,0%, en 2021, a 12,9% en 2022. Por su parte, Las operaciones en Chile contribuyeron con el 75,2% del EBITDA de la compañía, mientras que Perú el 12,0% y Colombia el 12,8%.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$ 323.729⁶ millones, lo que representa un crecimiento de 16,7% respecto del año 2021. El patrimonio alcanza \$ 171.682 millones aumentando en un 3,9% con respecto al 2021.

Resultados marzo 2023

En términos nominales, durante el primer trimestre de 2023, la compañía obtuvo ingresos por \$ 156.632 millones, lo que representa una disminución de 10,8% respecto del mismo periodo del año anterior, principalmente por menor volumen de ventas y menores precios de venta asociados a la disminución de los precios de compra internacionales del gas.

Los costos de venta sumaron un total de \$ 113.198 millones, lo que significa una disminución de 15,2% con respecto al año 2022, primordialmente por menor costo en la compra de gas. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$ 43.434 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 3,2% respecto al año anterior.

Por su parte el EBITDA de la compañía aumentó un 3,5%, desde \$ 18.068 millones a \$ 18.697 millones, mientras que el margen EBITDA pasó desde un 10,3%, en 2022, a 11,9% en 2023.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$ 324.073⁷ millones, similar a la de diciembre de 2022 (\$ 323.729 millones). El patrimonio alcanzó \$ 172.073 millones.

Definición de categorías 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.

Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

⁶ Incluye pasivos por arrendamientos financieros

⁷ Incluye pasivos por arrendamientos financieros

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 y bien esencial: La empresa se desenvuelve principalmente en el sector de gas licuado, bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas ante crisis o variaciones en el consumo de la población. Cabe mencionar, que dentro del Producto Interno Bruto el sector “electricidad, gas, agua y gestión de desechos” mantuvo una importancia relativa de 3,0% en 2022 y un coeficiente de variación calculado sobre la variación anual de la actividad de 106,8% para los últimos 10 años (a modo de referencia el sector de alimentos mantuvo una importancia de 2,8% sobre la actividad en 2022 y presentó un coeficiente de variación de 103,9% para los últimos diez años), en contraste con el resto de los sectores⁸ que exhibieron un coeficiente de variación de 215,8% en el mismo periodo.

Adicionalmente, 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 2,37% en los últimos cinco años. Así, es importante destacar que, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta cambios poco significativos en términos de años móviles. Por muchos años, el sector ha operado con tres operadores relevantes.

Desconcentración geográfica de las ventas: La compañía extiende su cobertura en Chile prácticamente en todo el territorio nacional (99% de presencia nacional de acuerdo con datos de memoria 2022). En los hechos, en 2022 la Región Metropolitana representó el 26,5% de las ventas en toneladas de GLP en Chile (17,2% del total consolidado), seguido por la Región de Valparaíso con el 15,4% de las ventas locales (10,0% del total consolidado). Cabe mencionar, que las ventas en Colombia y Perú contribuyen a incrementar la diversificación geográfica con una importancia en los ingresos del 11,6% y 17,8%, respectivamente. Con respecto a las ventas en el extranjero, se reconoce positivamente que en la última década se exhiben mayores grados de diversificación, de modo que las ventas que representaban más del 84% del total en Chile en 2013, a la fecha explicaron cerca de un 70% (en 2022).

Baja concentración de clientes y acotado riesgo de no pago: 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 los hechos, no presenta clientes que concentren individualmente más del 10% de ingreso de la compañía.

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 y venta

⁸ Producto Interno Bruto excluyendo la actividad del sector “electricidad, gas, agua y gestión de desechos” para hacerlo comparable.

directa, 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, Osorno y Puerto Montt. En este último caso, la no cancelación es causal de suspensión en el suministro, por ello la mora ha sido muy baja (en línea con el mercado, e inferior que otras empresas de servicios básicos⁹).

Se estima que **Lipigas** atendió, en 2022, a más de 2,2 millones de clientes con gas envasado en cilindro en Chile, adicionalmente abasteció con GLP a más de 230 mil clientes residenciales vía medidor y gas granel¹⁰. Si se incorporan los tres países donde está presente la sociedad, durante 2022, abasteció a más de 3,6 millones de clientes tanto a nivel residencial, comercial, industrial y de transporte¹⁰.

Oportunidades en Perú y Colombia: La compañía ha ingresado a los mercados de Perú y Colombia, donde se han proyectado oportunidades de crecimiento (en 2010 **Lipigas** inició un camino de internacionalización, expandiendo sus operaciones a Colombia y Perú, junto con ampliar su actividad a otro tipo de energías, como el gas natural y la generación eléctrica, incluyendo alternativas de origen no convencional). Al respecto, según información publicada por la sociedad (memoria 2022), a la fecha alcanza una cobertura territorial del 94 % de los municipios de Colombia y el 63 % de las provincias en Perú, proyectando un importante potencial de crecimiento en estos países, por lo que mantiene una estrategia de seguir aumentando su participación en esos mercados.

En términos concretos, en Perú, el consumo de GLP ha crecido sostenidamente dado el mayor desarrollo que ha experimentado el país y por subsidios estatales, en el caso de las familias más pobres, medida que incentiva su consumo. De esta manera, de acuerdo con datos del Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería, al analizar las ventas de GLP registradas en Perú, se exhibe una tendencia al alza desde 2010 a la fecha pasando desde los 11,1 millones de barriles en 2009 y 19,1 millones en 2015 hasta los 23,2 millones en 2021 (mismo valor obtenido en 2019, pero mayor que 2020 donde sufrió una contracción de 12,3%). Por su parte, en Colombia, el consumo per cápita es menor en comparación a otros países de la región¹¹.

Según estimaciones del Banco Mundial en 2021, Chile tiene un PIB per cápita¹² igual a US \$ 28.372 y una población cercana a los 19,5 millones de personas mientras que Colombia tiene un PIB per cápita de US \$ 16.904 y una población equivalente a 51,5 millones de personas. Por otro lado, Perú exhibe un PIB per cápita de US \$ 13.749 y una población de 33,7 millones. Adicionalmente, según las proyecciones del Banco Mundial (abril 2023), en 2023 se espera un crecimiento de 1,1% para Colombia, 2,4% para Perú, y un decrecimiento de 0,7% para Chile.

Amplia experiencia: La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de más de 70 años (**Lipigas** se conformó en 1950 en Chile, a partir de la distribuidora de gas licuado de Valparaíso, la que posteriormente se une con tres empresas comercializadoras del producto establecidas en otras regiones del país), 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

⁹ Se hizo la comparación con algunas empresas de servicios básicos tales como Enel Distribución, CGE y Aguas Andinas.

¹⁰ Según datos publicados en la memoria de 2022.

¹¹ De acuerdo con información disponible en *CIA World Factbook*.

¹² Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA), a precios internacionales actuales.

1982, la crisis asiática, la crisis *subprime*, cambios estructurales en el mercado de Santiago y de otras regiones con la llegada del gas natural y más recientemente, la pandemia por Covid-19.

Experiencia de sus accionistas: Los accionistas de la sociedad—familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni poseen una amplia experiencia y cartera de negocios entre los que se cuentan negocio *retail*, salmonea y centros comerciales. No obstante, cabe señalar que a partir de septiembre 2020 se disuelve el pacto de accionistas suscrito entre estas familias por haber cumplido el objetivo por el cual fue creado con una duración de tres años (esto quiere decir que en la actualidad cada uno vota de forma independiente; por su parte la propiedad se mantiene intacta a la fecha).

Capacidad de distribución y servicios complementarios: Empresas **Lipigas** atiende el segmento de gas licuado en cilindros a través de venta directa con aproximadamente 575 distribuidores a nivel nacional, 148 en Colombia y 379 en Perú¹⁰.

Además, posee 102 centrales de distribución y depósitos (84 centrales de reparto directo más operadores logísticos en Chile, 17 depósitos en Colombia, 1 depósito en Perú) y 40 plantas de almacenamiento y envasado de GLP (13 en Chile, 18 en Colombia y 9 en Perú)¹⁰.

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

Aceptable perfil de vencimientos: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2039 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones no excede los \$ 37.584 millones, en relación con su Flujo de Caja de Largo Plazo que alcanzó los \$ 104.200 millones en 2022 (por su parte el EBITDA de 2022 fue igual a \$ 115.144 millones) siendo bastante superior a las deudas hasta ese año. Incluso con su Flujo de Caja de Largo Plazo la compañía cubre 84,8% de la deuda en 2040 (el EBITDA cubre un 93,7% para ese año) y alcanza a cubrir el pago del año 2044, siendo estos desembolsos por \$ 122.888 millones y \$ 87.778 millones, respectivamente de un bono *bullet*. Además, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

Posición en la industria: La industria en la que se encuentra la empresa en Chile es concentrada y **Lipigas** ha logrado mantener una participación en torno al 35% sin mayor variación (en 2009 era de 37,6% y en 2022 de 34,8%), posicionándose como la segunda empresa con mayor participación. De manera adicional, en Colombia Lipigas cuenta con una participación de 17,2% y en Perú de 6,0%¹³.

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

¹³ Según información proporcionada por la compañía.

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 y que sirve de referencia para los precios internacionales del GLP) creció un 57,7% en 2017 (año donde los costos aumentaron 18,7%) luego de una baja de 56,1% en 2015 (año donde los costos se redujeron un 27,4%). Posteriormente, en 2021 se presenta un aumento de 125,1% (con un alza de 53,7% en costos) mientras que en 2022 se exhibió un alza de 5,9% (alza de 29,1% en costos). Sin embargo, a pesar del efecto generado sobre los costos, considerando que sus variaciones (entre 2015 a la fecha) cuentan con una alta correlación positiva (superior al 90%) en relación a las variaciones del índice, se reconoce la capacidad de traspaso de precios al mercado, considerando que la ganancia bruta y el EBITDA se han mantenido relativamente estables en el tiempo.

Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores: A partir de los altos grados de concentración de la industria propios de un sistema de mercado oligopólico (negocio de distribución de GLP), se debiese tender a generar mayor nivel de rentabilidad con relación a otros rubros, lo que podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas. No obstante, se reconoce que las rentabilidades han disminuido en los últimos años y los altos montos de inversión actúan como barrera de entrada de nuevos competidores.

Riesgo regulatorio: Posibles cambios regulatorios podrían afectar a la industria 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, lo que a futuro podría extenderse al gas licuado. Lo anterior, podría afectar los flujos futuros y rentabilidad de la compañía. Un ejemplo de lo anterior es la ley N°20.999 la cual modificó a la anterior Ley de Servicios de Gas, principalmente para acotar los niveles de rentabilidad.

En lo más reciente, resalta la Ley N° 21.249, promulgada el 5 de agosto de 2020, que contemplaba medidas excepcionales en favor de los usuarios finales de servicios sanitarios, electricidad y gas de red donde no se puede cortar el suministro por mora en el pago a un grupo de clientes.

Por otro lado, en 2020 la Fiscalía Nacional Económica de Chile (FNE) anunció el inicio de un estudio del Mercado del Gas, para efectos de determinar el adecuado funcionamiento del sector desde el punto de vista de la libre competencia. Por consiguiente, en 2022, el Poder Ejecutivo presentó un proyecto de ley sobre perfeccionamiento del mercado del gas, el que recogía las recomendaciones incluidas en el Estudio emitido por la FNE, aunque si bien dicho proyecto fue retirado por la nueva administración que asumió en marzo de 2022, se anunció que se presentaría un proyecto de ley destinado a monitorear la competencia en el mercado del gas licuado, que la fecha no ha ingresado al Congreso.

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.

Sin perjuicio de lo anterior, beneficia el hecho de que 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. Lo anterior se refleja en la incorporación del negocio de generación solar distribuida, potenciado su negocio eléctrico, la planta de regasificación en la selva peruana por parte de su filial Limagas, y el ingreso de Lipigas al negocio de internet en Colombia con la creación de Chilco Net S.A.S, como complementario a la provisión de gas por red.

Riesgos 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 para ese entonces. Estos países cuentan con una regulación más reciente que la de Chile, 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 (el riesgo soberano¹⁴ de Chile es A- y el de Colombia y Perú de BBB, respectivamente de acuerdo a estadísticas publicadas por la CMF). 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 2022, los ingresos provenientes de Perú y Colombia representaron el 17,8% (15,5% en 2021) y 11,6% (11,5% en 2021) del total, respectivamente, mientras que las participaciones de mercado en cada país fueron de 17,2% para Colombia (15,8% en 2021) y 6,0% para Perú (7,0% en 2021).

Antecedentes generales

La compañía

Empresas Lipigas S.A. fundada en 1959, es una empresa dedicada a la comercialización y distribución de gas licuado de petróleo (GLP) a lo largo de todo Chile y en los mercados de Colombia y Perú, a los cuales entró los años 2010 y 2013, respectivamente. Adicionalmente, distribuye gas natural en Chile (en la ciudad de Calama, Región de Antofagasta, y en las comunas de Osorno y Puerto Montt, en la Región de Los Lagos), en Colombia y Perú.

La propiedad de la compañía resulta de la consolidación de un grupo de sociedades dedicadas a la comercialización de gas licuado (GLP), cuyos principales accionistas son las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Vinagre y Ardizzoni, que en conjunto mantienen un 73,2% de la propiedad. Hasta 2020, mediante pacto de accionistas, estas familias eran las controladoras de **Lipigas**, manteniéndose en la propiedad con voto independiente sin el pacto de acción conjunta.

A continuación, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Lipigas** según información a 2022:

¹⁴ Considera el menor *rating* asignado por las principales clasificadoras internacionales.

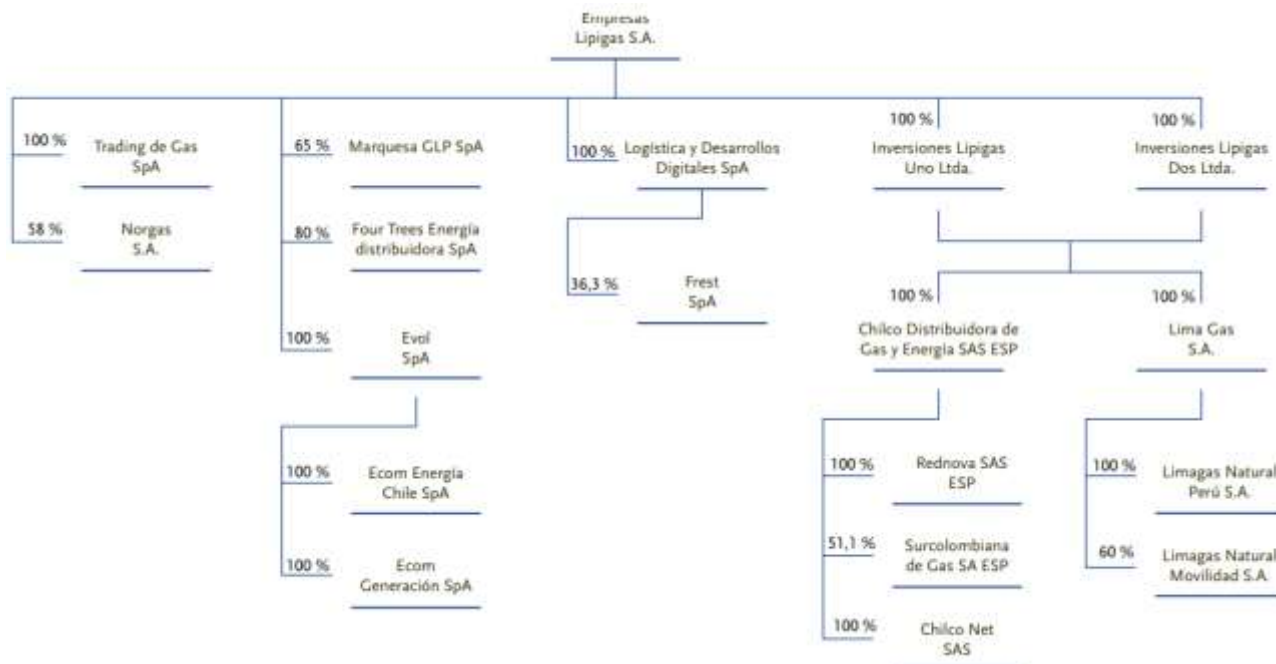


Ilustración 1: Estructura corporativa **Lipigas**¹⁵

Composición de los flujos

En 2022, los ingresos generados en Chile representaron un 70,7% del total, mientras que Colombia el 11,6% y las operaciones en Perú un 17,8%. Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en regiones y una alta diversificación por ciudades.

Cabe destacar, que desde 2018 los ingresos presentan cierto grado de diversificación considerando que Chile representaba 73,8%, Colombia 9,6% y Perú 16,6% del total (ver Ilustración 2). Esta situación se acentúa al analizar el EBITDA (Ilustración 3) que en 2022 representó un 75,2% para Chile, un 12,8% para Colombia y un 12,0% para Perú mientras que en 2018 se obtuvieron valores de 88,3%, 7,6% y 4,1%, respectivamente.

Adicionalmente en términos nominales se exhiben alzas de los flujos en 2021 y 2022. En primer lugar, los ingresos exhibieron alzas en Chile, Perú y Colombia mientras que el EBITDA aumentó principalmente por mayores flujos en Perú, donde se pasó de los \$ 2.433 millones en 2020, a \$ 8.434 millones en 2021 y \$ 13.201 millones en 2022.

¹⁵ Extraído de la memoria 2022.

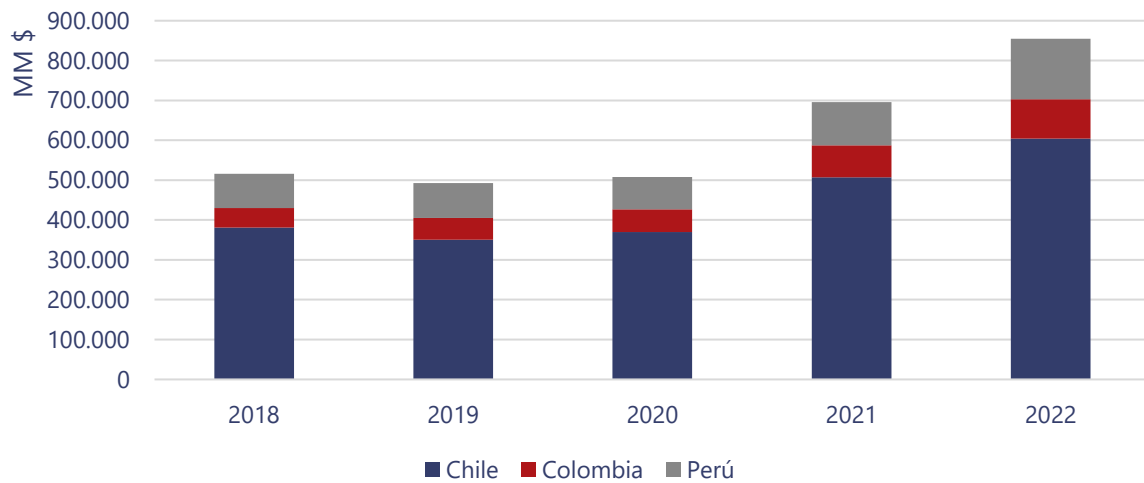


Ilustración 2: Distribución de los ingresos por país

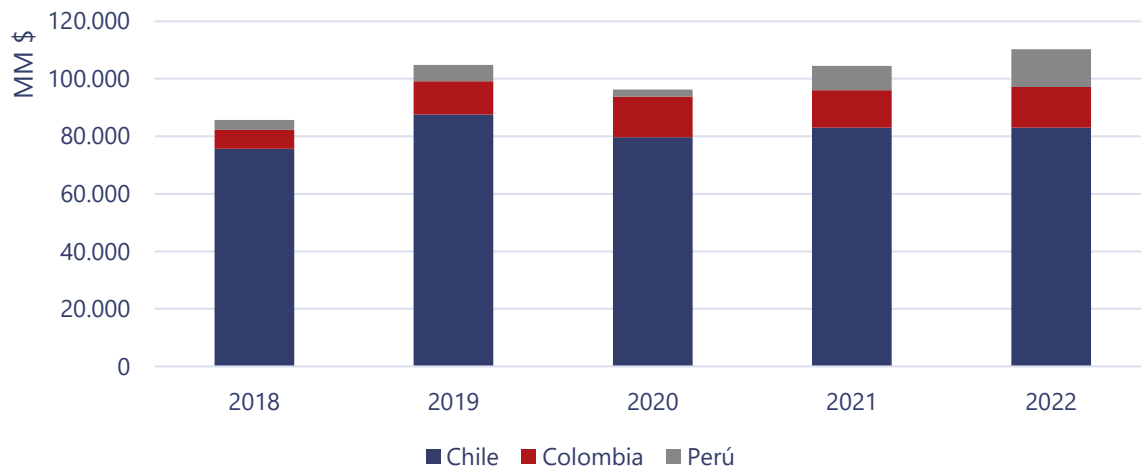


Ilustración 3: Evolución del EBITDA por país

Descripción del negocio

Mercados en los que participa

El principal negocio de **Lipigas** es la comercialización de gas licuado de petróleo (GLP) en Chile, Colombia y Perú. En menor medida, la compañía participa en el mercado del gas natural y de gas natural licuado (GNL) a clientes industriales. En 2016, inició la comercialización de GNC en Perú y en 2018, gas natural en

Colombia. Además, la compañía ha comenzado, a fines de 2017, operaciones en el mercado eléctrico que continúa realizando a la fecha.

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. Es el mercado más grande en términos de consumo.
- **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 producción de vapor, tratamientos térmicos, generación aislada o cogeneración eléctrica
- **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 (GLP)

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 tanques 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 2022, la compañía, en términos consolidados, distribuyó 758 mil toneladas de este gas, lo que representa un aumento del 2,4% respecto de las ventas del periodo anterior.

Lipigas 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 siendo el de 15 kilos el más comprado por las familias chilenas. Cabe señalar, que la procedencia del cilindro no es inconveniente para comprar gas a cualquier otra distribuidora (el consumidor puede entregar el cilindro de otra empresa de sector y, posteriormente, las mismas empresas del rubro llevan a cabo las reasignaciones respectivas). Para desarrollar el servicio utilizó una red compuesta por 575 distribuidores, 84 centrales de reparto directo y operadores logísticos (OPL), además de contar con 105 puntos LipiVecino que al cierre del ejercicio están implementados en 65 comunas del país. La venta de gas envasado en Chile representó el 61,5% de la venta local de GLP, siendo el resto explicado por venta a granel.
- **Gas granel:** Suministro mediante recargas de gas en tanques que tienen capacidad desde 500 a 113.000 litros. El estanque 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. Las ventas GLP en Chile de granel en 2021 fueron de 38,5%.

- **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 (GN)

En menor medida, **Lipigas** participa en Chile, en Perú y recientemente en Colombia en el mercado de gas natural (GN). En Chile, se distribuye a través de redes subterráneas en la ciudad de Calama (Región de Antofagasta), Puerto Montt y Osorno (Región de los Lagos). Las redes de distribución le permiten suministrar esta energía de manera continua en Calama, esperando aumentar paulatinamente los clientes de Osorno y Puerto Montt. En Perú, mediante la adquisición y toma de control de la sociedad Limagas Natural Perú, el negocio de gas natural comprimido se basa en abarcar negocios que están fuera del ducto, lo que le permite diversificar la oferta para los clientes. En Colombia, se incorpora la filial Surcolombiana de Gas S.A. permitiendo distribuir gas natural a unos 50.000 clientes de los departamentos de Huila, Cauca y Putumayo. Con respecto a su uso, este tiene múltiples aplicaciones en diferentes sectores, desde la cocción de alimentos hasta transporte vehicular.

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 (GNL)

En 2014 la empresa comenzó la comercialización de gas natural licuado (GNL) en Chile, llevándolo a consumidores distantes de las redes de gas natural, el gas líquido ocupa 600 veces menos espacio que en estado gaseoso.

Lipigas abastece de GNL a clientes industriales y, con el fin de responder a los compromisos pactados, la compañía tiene firmados contratos de suministro con diferentes proveedores.

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, como ya se mencionó, 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.

En mayo de 2022 **Lipigas** suscribió dos acuerdos para el suministro de GNL con las mineras Quirobax (productora de ácido bórico) y Algorta (líder en producción de yodo), ubicadas en el extremo norte del país, permitiéndoles reemplazar el uso de diésel y fuel oil 6, respectivamente, en sus procesos térmicos de secado y generación de vapor. Con la expansión de su servicio a esta zona, Lipigas es la empresa con mayor cobertura de distribución de GNL a nivel nacional.

Lipigas suministra GNL en camiones de manera continua a 23 grandes clientes industriales ubicados entre las regiones de Arica-Parinacota y de Los Lagos, además de las dos estaciones de servicio, únicas en su tipo, para el abastecimiento de la mayor flota operativa con este combustible en Chile y Sudamérica.

Además, permite que, por primera vez, camiones de alto tonelaje que son parte de la cadena de distribución de **Lipigas** funcionen 100% a gas natural licuado. En total, en 2022 la Compañía comercializó 54 mil millones de metros cúbicos de GNL en el periodo. Para desarrollar sus operaciones de gas natural por redes y suministro a industrias, Lipigas se abastece de GNL mediante contratos suscritos con la Empresa Nacional del Petróleo (Enap), Engie y Enel, sus proveedores a diciembre de 2022.

Gas Natural Comprimido (GNC)

El GNC es gas natural comprimido a altas presiones, habitualmente entre 200 y 250 bar, permitiendo el almacenaje de grandes volúmenes en poco espacio. Es un combustible para uso industrial y vehicular que, por ser ambientalmente limpio, es considerado una alternativa sustentable para la sustitución de combustibles líquidos tradicionales. Su transporte se realiza vía terrestre ocupando contenedores modulares de esta forma llega a clientes en zonas donde no existan gasoductos convencionales.

Energía eléctrica

Lipigas participa en el mercado de la comercialización eléctrica con soluciones personalizadas para industrias y comercios, para quienes pueden optar a ser clientes libres, y proyectos de cogeneración basados en gas licuado y gas natural licuado.

La Compañía ingresó al negocio eléctrico en 2017 con la puesta en marcha su primer Pequeño Medio de Generación Distribuida (PMGD) en su planta de Concón (Región de Valparaíso), con 6 MW de potencia instalada. La unidad inyecta energía eléctrica en base a gas natural al Sistema Eléctrico Nacional (SEN) y funciona como planta de respaldo a la red de distribución eléctrica local. Desde entonces suministra energía eléctrica a clientes libres (con potencia conectada superior a 500 kW), en su mayoría industrias y comercios, sumando 298 clientes a diciembre de 2022.

Adicionalmente, también mediante su línea de negocio eléctrico, en 2021 la empresa incorporó la generación solar distribuida para proyectos más sustentables a través de su filial Four Trees, que actualmente opera 20 plantas solares fotovoltaicas ubicadas en las instalaciones de 11 clientes industriales y comerciales de diversos rubros, como el agrícola, educacional y comercial, ubicados entre las regiones de Coquimbo (centro norte) y Ñuble (centro sur).

Distribución geográfica de sus flujos

Chile

Chile es el mercado principal de la empresa en términos de ingresos y EBITDA. En este país comercializa gas licuado de petróleo (GLP), gas natural por redes (GN), gas natural licuado (GNL) y energía eléctrica, utilizando para todas sus operaciones la marca **Lipigas**.

Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP en promedio de los últimos cinco años son de 1,34 millones de toneladas anuales, siendo para de 1,42 millones de toneladas para 2022 (ver Ilustración 4).

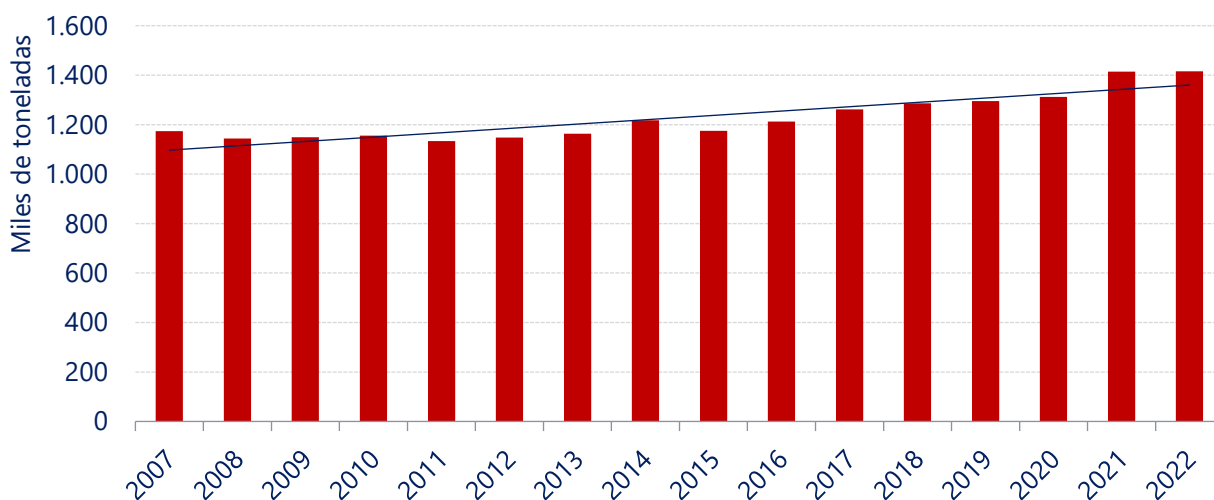


Ilustración 4: Evolución de las ventas totales de GLP en Chile

De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, alrededor del 63,5% corresponde a envasado y un 36,5% a granel, 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 5. El mes con mayor consumo durante el año 2022 fue julio con 151.879 toneladas lo que representa una diferencia de 72,8% respecto a enero del mismo año, el mes con menores ventas.

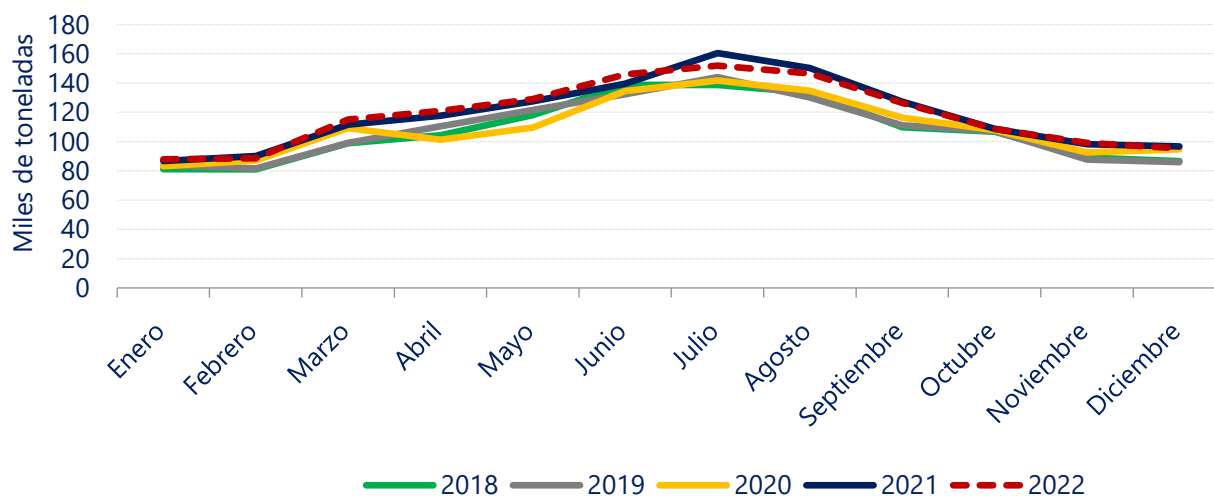


Ilustración 5: Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile

En el país, los precios de GLP son libres y su determinación está relacionada con los precios de importación del producto; su abastecimiento corresponde principalmente a importación marítima con un 76,5%, el resto del producto importado vía terrestre representó el 10,8%, dejando a las compras locales con un 12,7%.

La participación de mercado de **Lipigas** ha presentado una moderada tendencia a la baja en los últimos cinco años. Actualmente, posee una importancia relativa igual a 34,8%¹⁶ (ver Ilustración 6).

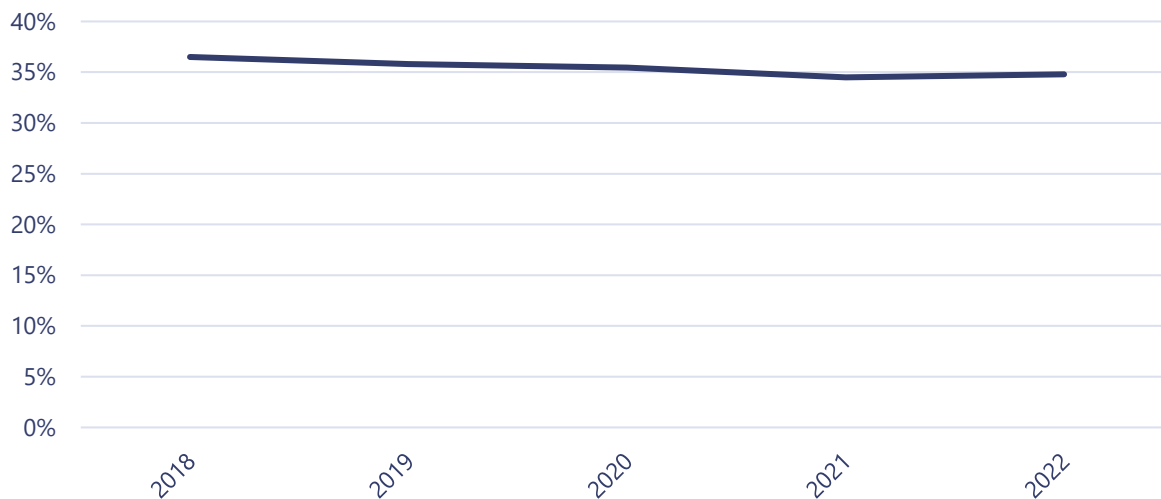


Ilustración 6: Evolución de la participación de mercado de Lipigas en Chile

Para la comercialización de GLP en Chile, la compañía posee 13 plantas de almacenamiento y envasado repartidas desde Arica a Coyhaique, junto con 84 centrales de reparto directo más operadores logísticos en Chile.

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.

Lipigas se abastece principalmente vía marítima a través de sus dos instalaciones portuarias de Quintero (Región de Valparaíso, zona central) y Mejillones (Región de Antofagasta, zona norte) que le permiten importar el producto en forma directa. La compañía mantiene dos terminales de recepción, almacenamiento y despacho de GLP, luego de la puesta en marcha del contrato de Oxiquim con el puerto de Mejillones, el cual durará hasta el 2040. Cabe mencionar que, según datos publicados en la memoria de 2022, la compañía importó cerca de 338 mil toneladas vía marítima, en tanto otras 59 mil toneladas fueron importadas vía terrestre.

De manera adicional, en 2022, **Lipigas** se abasteció importando un 76,5% del gas desde Estados Unidos, un 12,7% de Gasmar y Enap y, por último, de un 10,8% de Argentina y Perú.

¹⁶ Dato proporcionado por la empresa en base a información de las Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

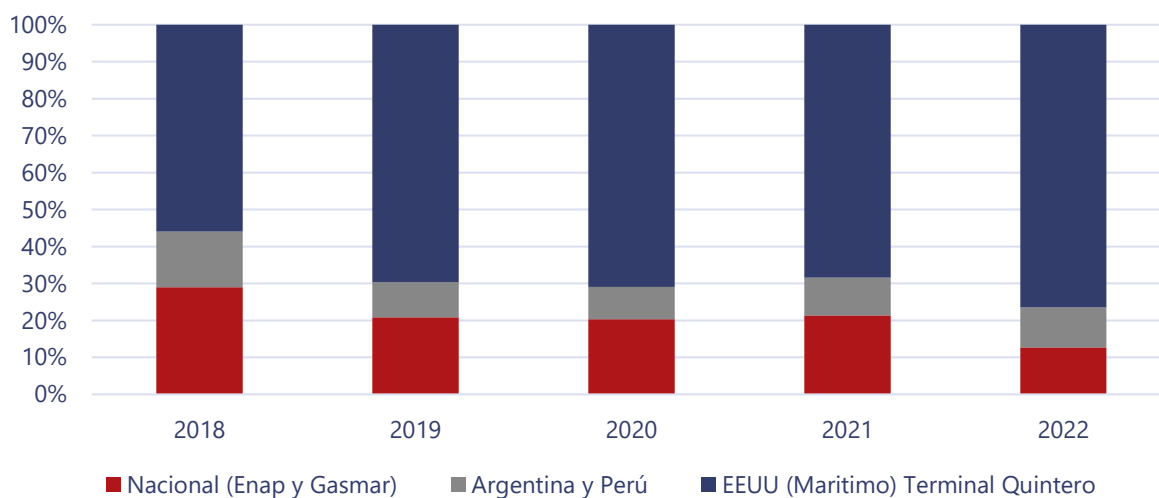


Ilustración 7: Evolución de la matriz de abastecimiento

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 para la venta de gas envasado, a granel y montacargas; Pipegas para la comercialización de gas envasado; Rednova para la distribución de gas licuado a clientes residenciales; Surgas y Edelgas para la distribución de gas natural por red; y Gas Amigo para el suministro de gas licuado envasado, a granel y montacargas en el centro del país. Con esta cobertura de Chilco y sus filiales, en 2022 cubrieron el 94% de total de departamentos del país.

El Colombia, la sociedad atendió en 2022 a más de 500 mil clientes de GLP envasado en cilindro (residencial y comercial), más de 1.800 clientes comerciales, industriales y montacargas (GLP granel) y más de 120 mil clientes gas por red. Con respecto a las ventas se puede observar un alza de un 5,0% con respecto al año anterior llegando en 2022 a un total de 119.266 toneladas de GLP (Ver Ilustración 8).

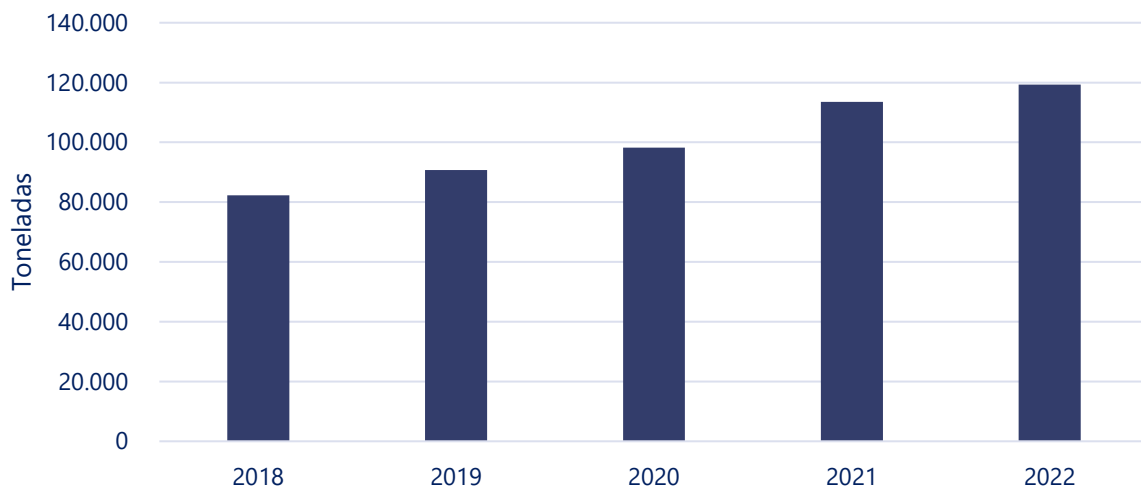


Ilustración 8: Evolución de las ventas de GLP Chilco

En el país operan diversas 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 19 plantas de almacenamiento y envasado, junto con 17 depósitos y un terminal de importación situado en Cartagena.

La empresa y sus filiales han logrado tener presencia en el 94% de los municipios del país, con una participación de mercado igual a 17,2% (ver Ilustración 9). En Colombia, la Compañía compete principalmente con las filiales de las chilenas Abastible y Gasco en el negocio del GLP, a las que se suman otras 50 marcas de menor tamaño.

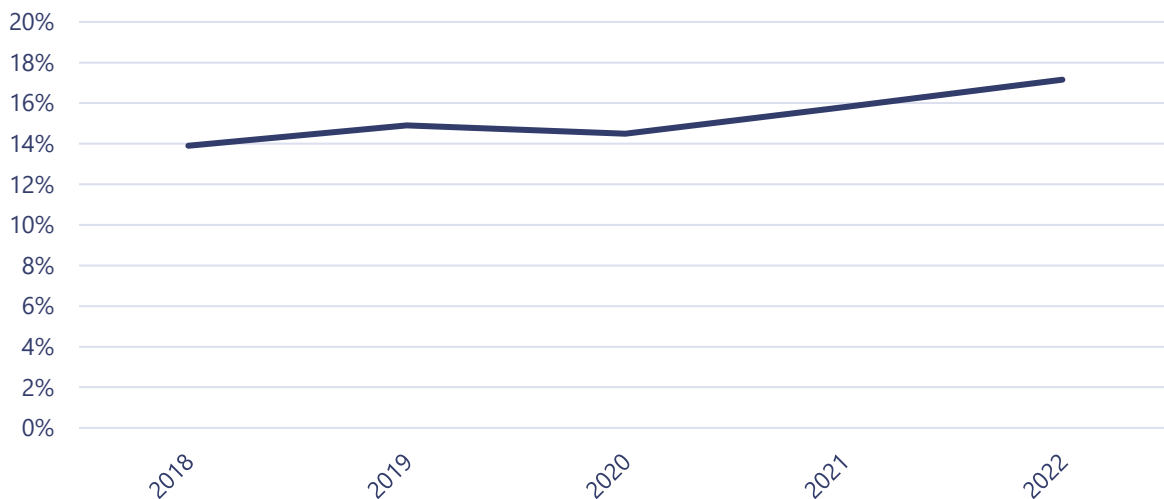


Ilustración 9: Evolución de la participación de mercado en Colombia

La estrategia de abastecimiento de GLP, por parte de **Lipigas**, no difiere de la realidad nacional, y se abastece en un 99 % a través de compras locales, fundamentalmente, por la compañía petrolera estatal Ecopetrol (el mayor productor de GLP del país en sus campos de Cusiana, Barrancabermeja, Cartagena y Cupiagua) y en menor medida por empresas como TYGAS, Frontera, Almagas y Comercializadora Centro Oriente.

Perú

Durante 2013, la empresa **Lipigas** ingresó al mercado peruano, a través de la compra de la comercializadora de GLP envasado Lima Gas.

Perú cuenta con dos grandes líneas de negocio, la principal es la venta de gas licuado de petróleo, envasado y a granel. A través de su filial Limagas GLP sirve las necesidades de hogares, comercios, industrias y del sector transporte con sus marcas Lima Gas, Caserito y Zafiro (con estas marcas, la empresa tiene una participación mercado que alcanza a 6,0%). La segunda línea es la distribución de gas natural comprimido y licuado (GNC y GNL) para clientes industriales y vehiculares a través de la filial Limagas Natural.

La empresa en Perú posee una cobertura del 63% de los departamentos del país, contando con una red de 379 distribuidores asociados. En este país la sociedad abasteció a cerca de 585 mil clientes residenciales (581.601 en 2021) con gas envasado en cilindro y a 545 comercios con el producto envasado (551 en 2021). Con GLP a granel atendió a 1.235 clientes (1.306 en 2021), entre comerciales y grandes clientes industriales y montacargas.

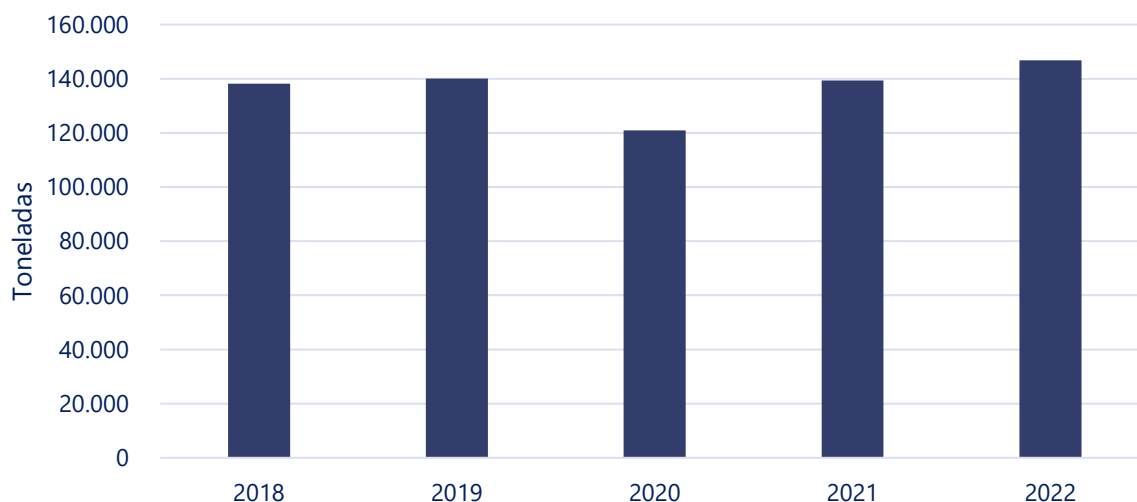


Ilustración 10: Evolución de las ventas de GLP mercado en Perú, de Lima Gas

En el país, sus mayores competidores en el mercado del GLP son las empresas Solgas (filial de Abastible), Llama Gas y Zeta Gas, entre otras múltiples marcas que operan a nivel local y regional. En distribución de gas natural (GNC y GNL), compite con las empresas EGP (Especialistas en Gas del Perú), Energigas, Gascop, Quavii y Petro Perú, todo en un mercado con una formalidad menor a la existente en Chile.

Actualmente, el principal productor de GLP en Perú es el consorcio Camisea¹⁷, integrado por diversas empresas, otro actor relevante es la estatal Petróleos del Perú S.A. (Petroperú).

Para comercializar sus productos, posee nueve plantas de almacenamiento y envasado, un centro de distribución y ventas y dos plantas de compresión. En Perú la distribución de sus ventas en el año 2022 fue de 147 mil toneladas de las cuales el 52% corresponde a producto envasado y un 48% a gas granel.

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. A diciembre de 2022, sus principales fuentes de abastecimiento de GLP son PlusPetrol Perú Corporation S.A., Petroperú e YPF. Por su parte, para el negocio GN son: Calidda, Contugas, Shell, Quavii y UNNA.

Análisis financiero¹⁸

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Las variaciones en los ingresos de la compañía obedecen tanto al volumen comercializado como al precio del combustible; así en términos reales, durante 2019 los ingresos ascendieron a \$ 619.836 millones (\$ 665.270 millones en 2018), con una disminución de 6,8% respecto al año anterior. En 2020 los ingresos se mantuvieron estables, mientras que durante 2021 las ventas alcanzaron \$ 811.670 millones con un aumento de 30,7% respecto a 2020, esto por mayores volúmenes de venta, pero principalmente por el alza en los precios internacionales de la materia prima que fueron traspasados, en gran medida, al precio de venta. Finalmente, en 2022 se exhibe un alza de 10,1% en los flujos de ingresos, que se atribuye a incrementos de los precios internacionales de los productos derivados del petróleo al que están referidos los precios de venta (el precio promedio de referencia *Mont Belvieu* exhibió un alza de 5,9% en términos interanuales), y a eso se suma el incremento del tipo de cambio (especialmente en Chile).

Por otro lado, el EBITDA y el flujo de actividades provenientes de la operación se han mantenido relativamente estables en el periodo de evaluación (con un menor coeficiente de variación que los ingresos).

En 2021, el EBITDA, exhibió un alza de 3,9% por una mayor ganancia bruta compensada en parte por mayores gastos por función, costos de distribución y costos financieros, mientras que, en 2022 se observó una baja de 5,8% en el EBITDA que se debe a un incremento en los costos y gastos operacionales (principalmente costos de distribución, gastos de administración y costos financieros), afectados en parte por presiones inflacionarias en los países en operación.

El flujo proveniente de actividades operacionales exhibió variaciones similares al EBITDA en 2019 y 2022, presentando un comportamiento estable el resto de los años. Este flujo alcanzó un valor de \$ 104.200 millones durante 2022 (\$ 113.424 millones en 2021).

¹⁷ De acuerdo con información de Boletín Estadístico de Gas Natural, Trimestre 2023-I, de la página del gobierno de Perú.

¹⁸ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último periodo.

Con todo lo anterior, el margen EBITDA exhibe cierta tendencia a la baja alcanzando un 12,9% en 2022 (15,1% en 2021) tal como se muestra en la ilustración 11.

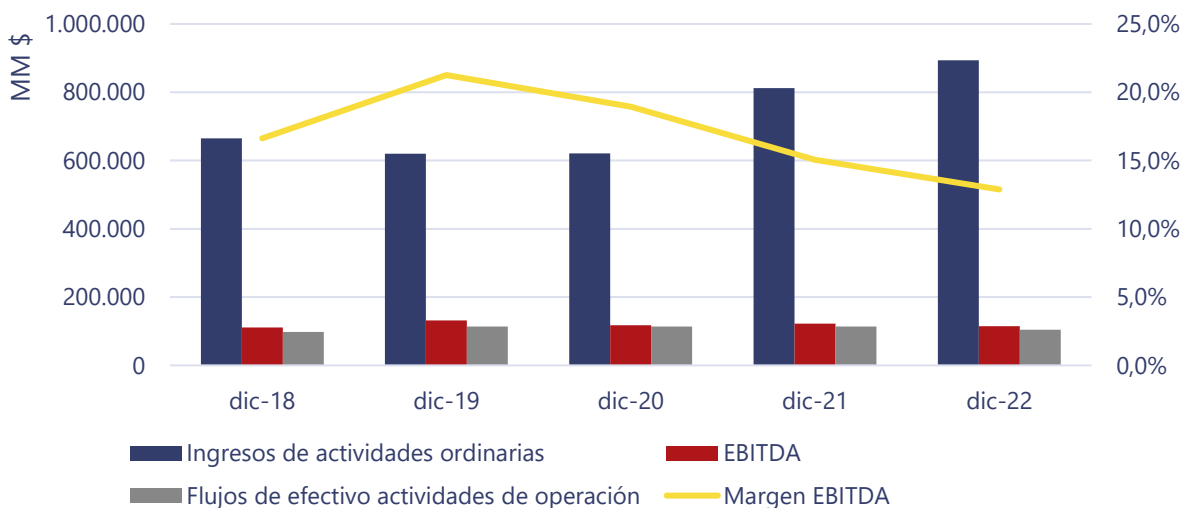


Ilustración 11: Evolución de Ingresos, EBITDA, y flujo de actividades operacionales

Evolución del endeudamiento

En términos reales, la deuda financiera de la compañía presenta un comportamiento alcista entre 2019 y 2022, alcanzando los \$ 323.729 millones en 2022¹⁹, lo que representa un aumento de 3,0% respecto del año 2021. En general, el mayor nivel de compromisos financieros se explica por incrementos en las obligaciones con el público, y pasivos por arrendamiento. Durante 2020, se llevó a cabo una emisión de bono a largo plazo por UF 2,5 millones (los fondos recaudados fueron destinados en un 50% a la cancelación de la deuda bancaria no corriente, mientras que el resto fue destinado al financiamiento de inversiones). En 2021, se exhibe un alza prácticamente en todos los componentes de la deuda (obligaciones con el público, préstamos bancarios, arrendamientos financieros, y pasivos por arrendamientos) y en 2022 se exhiben alzas principalmente en obligaciones con el público y pasivos por arrendamiento (estos últimos relacionados con la activación de contratos de arriendo según NIIF 16) y en menor medida en préstamos bancarios y arrendamientos financieros. El incremento de los compromisos financieros en 2022 se explica en parte por aumentos en la inflación.

Cabe mencionar que, en junio de 2021 la compañía decidió contratar coberturas sobre el valor de la UF por 10 años en relación con la totalidad de la deuda en bonos, para cubrir los mayores gastos financieros. En tanto, se presentó un incremento de la deuda compensado por una cuenta de activo no corriente, cobertura que generó un devengo de compensación variación de la UF sobre pasivos cubiertos de \$ 33.068 millones en 2022.

De esta manera, el indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA se mantuvo en 2,8 veces en 2022,

¹⁹ Incluye pasivos por arrendamiento financieros

mientras que la deuda financiera sobre el Flujo de Caja de Largo Plazo²⁰ (FCLP) en 3,1 veces. No obstante, este último alcanza las 2,8 veces si se consideran los derivados por cobertura mencionados anteriormente.

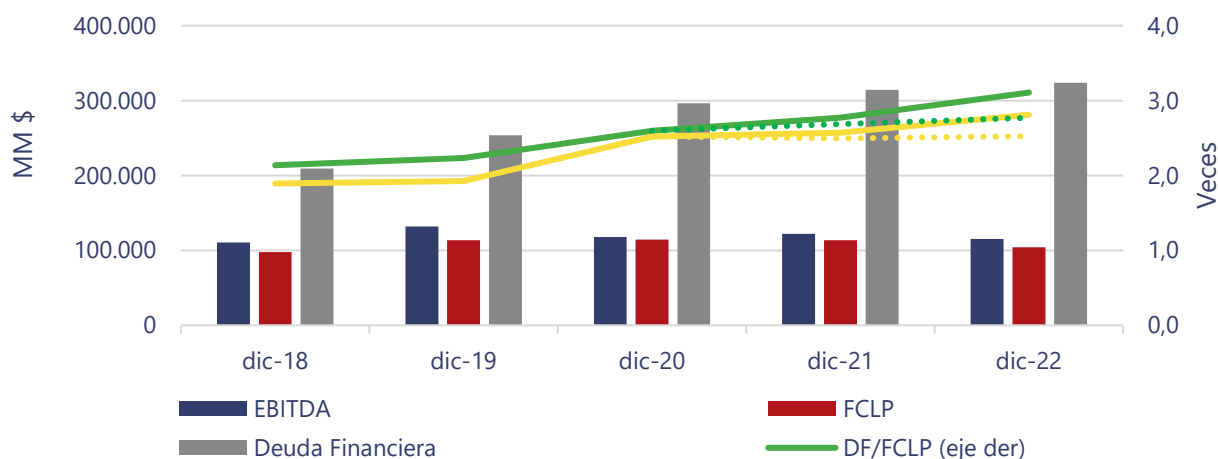


Ilustración 12: Evolución de endeudamiento

Incluso asumiendo que los flujos del emisor se mantengan constantes en el futuro, el perfil de vencimientos de la deuda muestra importantes holguras en todos los periodos evaluados, salvo el año 2040 y 2044 donde se amortizan bonos con estructuración *bullet* (ver Ilustración 13); en todo caso, la clasificadora no visualiza riesgo elevado para el refinanciamiento de este vencimiento, 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). Cabe mencionar que, en 2028, se presenta un vencimiento más alto que años anteriores dado que en los estados financieros se presentan vencimientos acumulados para las partidas "sobrepeso bonos", "pasivos por arrendamiento" y "pasivos financieros".

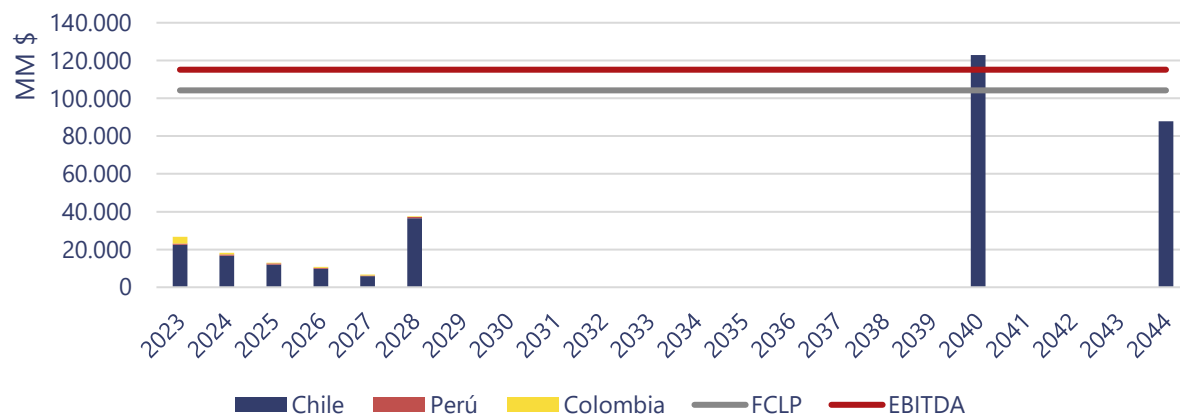


Ilustración 13: Evolución perfil de vencimiento

²⁰ 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.

Evolución de la liquidez

La razón circulante exhibe un aumento entre el año 2018 y 2020, pasando de 0,98 veces a 1,87 veces (ver Ilustración 14), manteniéndose sobre la unidad desde 2019 a la fecha. El incremento de 2020 se debe a la emisión del bono que en términos reales incrementó en un 256,0% la caja. Sin embargo, para 2021 y 2022 se aprecian disminuciones, la primera explicada por el aumento en los otros pasivos financieros, las cuentas comerciales y otras cuentas por pagar corrientes, pasivos por arrendamiento y los otros pasivos no financieros y la disminución en el efectivo. La disminución de 2022 se debe al aumento en los pasivos por arrendamientos y los otros pasivos no financieros, principalmente por mayores anticipos de clientes. En consecuencia, la razón circulante alcanzó las 1,62 veces y 1,48 veces en 2021 y 2022, respectivamente.

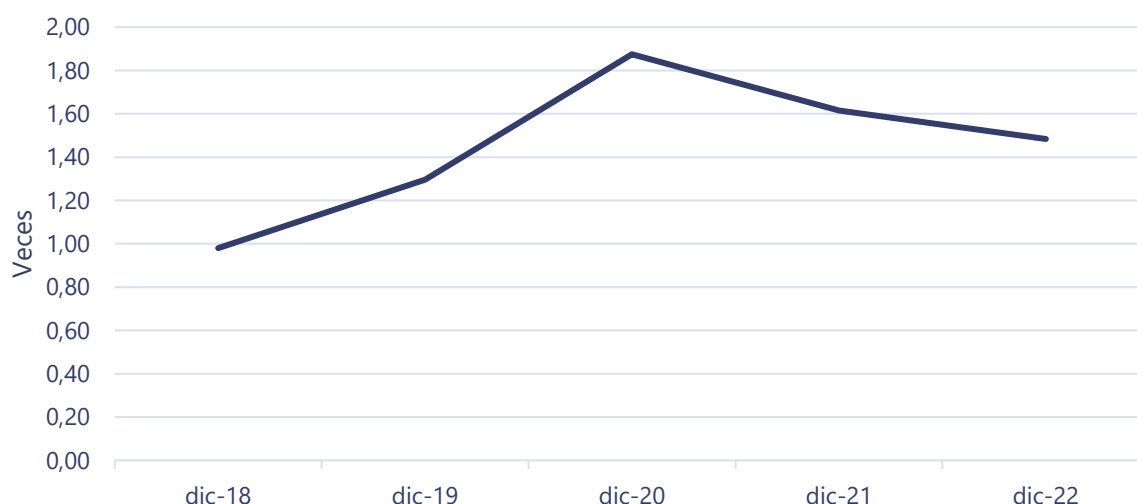


Ilustración 14: evolución de la razón circulante

Evolución de la rentabilidad²¹

En general los indicadores de rentabilidad exhiben una tendencia a la baja, a excepción de 2021, donde se alcanzaron rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional de 7,8% (6,5% en 2020), 27,3% (20,6% en 2020) y 12,5% (12,7% en 2020), respectivamente.

Durante 2022, se alcanzaron rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional de 5,9%, 22,2% y 10,7%, respectivamente tal como se muestra en la Ilustración 15.

²¹ 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.

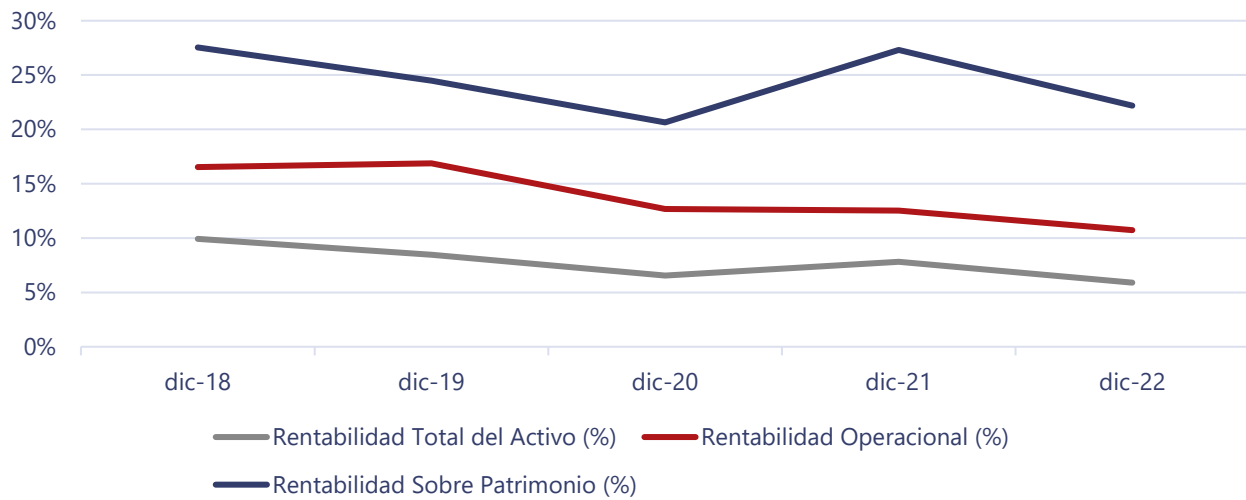


Ilustración 15: Evolución de las rentabilidades

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio hasta abril de 2023 donde alcanzó un valor de 10,6%. Cabe mencionar, que la sociedad cuenta con *market maker* (Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A., 03/05/2021 – 25/05/2023).

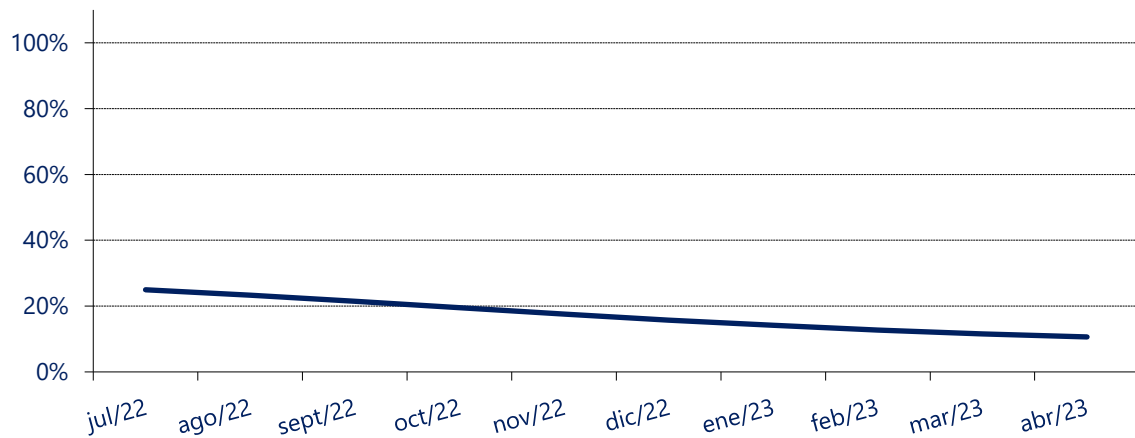


Ilustración 16: Presencia Promedio

Covenants financieros

Covenants líneas de bonos		
	Límite	Valor a dic 2022
Endeudamiento financiero neto	Inferior a 1,5 veces	1,1
Patrimonio mínimo	Mayor a \$ 110.000 millones	\$ 171.497 millones

Ratios financieros²²

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez (veces)	1,54	1,75	1,78	1,53	1,45
Razón Circulante (Veces)	0,98	1,30	1,87	1,62	1,48
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,98	1,30	1,87	1,62	1,48
Razón Ácida (veces)	0,72	0,96	1,55	1,21	1,16
Rotación de Inventarios (veces)	16,06	14,27	14,29	16,17	16,95
Promedio Días de Inventarios (días)	22,73	25,58	25,55	22,58	21,53
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	12,56	12,46	14,02	13,32	15,86
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	29,06	29,29	26,03	27,40	23,01
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	8,30	7,82	7,02	8,48	11,46
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	43,97	46,69	51,96	43,02	31,84
Diferencia de Días (días)	14,91	17,39	25,93	15,62	8,83
Ciclo Económico (días)	-7,82	-8,18	0,38	-6,96	-12,70

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (veces)	0,65	0,66	0,70	0,72	0,74
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,82	1,95	2,37	2,63	2,90
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,43	0,24	0,22	0,26	0,26
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,89	1,92	2,52	2,57	2,81
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,53	0,52	0,40	0,39	0,36
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	57,09%	60,59%	62,34%	61,33%	62,51%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	8,97	6,52	5,08	5,60	3,49

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto (%)	30,79%	36,34%	36,96%	29,24%	25,60%
Margen Neto (%)	8,07%	8,21%	6,89%	6,65%	4,63%

²² Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Rotación del Activo (%)	117,13%	97,98%	91,80%	114,77%	128,38%
Rentabilidad Total del Activo (%)	9,93%	8,48%	6,54%	7,80%	5,90%
Inversión de Capital (%)	200,09%	220,32%	227,83%	238,70%	244,88%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-298,07	26,18	8,30	12,42	17,16
Rentabilidad Operacional (%)	16,53%	16,88%	12,68%	12,51%	10,73%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	27,54%	24,50%	20,64%	27,32%	22,19%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	64,87%	57,20%	56,28%	65,36%	68,92%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	69,21%	63,66%	63,04%	70,76%	74,40%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	5,54%	6,81%	8,83%	6,23%	5,37%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	41,92%	44,12%	36,48%	39,69%	35,46%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	16,62%	21,26%	18,95%	15,06%	12,88%

Otros indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	8,76%	7,69%	6,20%	4,05%	3,49%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%
Capital sobre Patrimonio (%)	81,94%	74,99%	77,93%	75,28%	72,46%

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."