

	Abr. 2019	Abr. 2020
Solvencia	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes			
	2017	2018	2019
Margen operacional	14,1%	12,3%	14,7%
Margen Ebitda	18,7%	16,6%	21,2%
Endeudamiento total	0,9	1,0	1,2
Endeudamiento financiero	0,9	1,0	1,2
Ebitda / Gastos financieros	15,7	13,4	11,7
Ebitda / Gastos financieros netos	19,1	17,2	13,7
Deuda financiera / Ebitda	1,5	1,9	2,0
Deuda financiera neta / Ebitda	1,4	1,7	1,8
FCNO anual / Deuda Financiera	57%	42%	51%
Liquidez corriente	1,2	0,98	1,3

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

Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Fundamentos

La clasificación "AA-" de Empresas Lipigas S.A. refleja un perfil de negocios "Fuerte" y una posición financiera "Satisfactoria".

Lipigas es uno de los principales distribuidores de gas licuado de petróleo (GLP) en Chile, con un 35,7% de participación del mercado y cobertura en todo el territorio nacional. Además, la compañía participa en el negocio de distribución de gas natural por red.

A partir de 2010, la compañía inició su proceso de expansión internacional con la entrada a Colombia, para posteriormente ingresar a Perú en 2013. A pesar de esto, los ingresos y el Ebitda de Lipigas se mantienen concentrados fuertemente en Chile, país que representaba un 71,1% y un 84,0% de estos, respectivamente, a diciembre de 2019.

La compañía obtiene la mayor parte de su abastecimiento en Chile a través del terminal de Oxiquim S.A. en Quintero, proyecto que fue realizado en conjunto con Lipigas en 2015. Este le permite acceder a una mayor diversificación y control de sus fuentes de abastecimiento. Para reforzar las operaciones en la zona norte y mejorar su abastecimiento, la compañía está construyendo junto a Oxiquim un terminal marítimo en Mejillones, el cual se espera esté operativo en 2021.

Lipigas ha tenido hasta el momento impactos acotados producto del avance de la pandemia Covid-19, relacionados principalmente con ajustes de turnos y mayor gasto en insumos de protección y sanitización. Se espera que la liquidez de la compañía le permita enfrentar sin mayores dificultades sus vencimientos de deuda y sus necesidades de capital.

La evolución de la generación de flujos de la compañía depende del crecimiento de los volúmenes de venta y de las variaciones en los precios de los hidrocarburos. Durante 2019, las ventas de GLP registraron un aumento de 0,6%, gracias al aumento de ventas en Colombia y Perú.

A pesar de lo anterior, los ingresos al cierre de 2019 disminuyeron un 4,4%, producto de la baja en el precio internacional del gas, alcanzando los \$ 493.201 millones. El Ebitda del periodo, en tanto, alcanzó los \$104.347 millones, un alza del 21,7% respecto del cierre de 2018 mientras que el margen Ebitda fue de 21,2%.

La deuda financiera al cierre de 2019 alcanzó los \$ 204.103 millones, un aumento de 24,6% impulsado por la los pasivos de arrendamiento por NIIF 16. En línea con esta alza, los indicadores de cobertura disminuyen, con un Ebitda sobre gastos financieros y deuda financiera neta sobre Ebitda de 11,7 veces y 1,8 veces, respectivamente.

En enero de 2020, la compañía colocó los bonos serie G por un monto de UF 2,5 millones, a 25 años plazo. El objetivo de esta emisión es el refinanciamiento de pasivos y el financiamiento del plan de inversiones.

La liquidez es clasificada como "Robusta", gracias a la mantención de caja y equivalentes por \$ 17.040 millones al cierre de 2019, un FCNOA de \$ 104.636 millones y líneas de crédito no comprometidas, con los cuales pueden cubrir holgadamente los vencimientos en los próximos 12 meses, el plan de inversiones y el pago de dividendos.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Considera que la empresa mantendrá un moderado endeudamiento, con indicadores de deuda financiera neta sobre Ebitda inferiores a 2,0 veces.

ESCENARIO DE ALZA: Podría ocurrir en caso de una mejora en los indicadores crediticios de forma estructural, con una deuda financiera neta sobre Ebitda menor a 1,3 veces.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría generar en caso de observar una mayor presión competitiva que provoque un deterioro adicional de los indicadores de cobertura fuera del rango previsto.

PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE

Factores Clave

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

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Factores Clave

- Alta generación de flujos de caja permite financiar parte del plan de inversiones y su política de dividendos, la cual históricamente ha sido exigente.
- Exposición de los ingresos y costos a variaciones del precio internacional de los hidrocarburos.
- Mantención de satisfactorios indicadores de endeudamiento y cobertura.
- Robusta posición de liquidez.

Analista: Camila Sobarzo
camila.sobarzo@feller-rate.cl
(562) 2757-0454
Nicolás Martorell
nicolas.martorell@feller-rate.cl
(562) 2757-0496

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

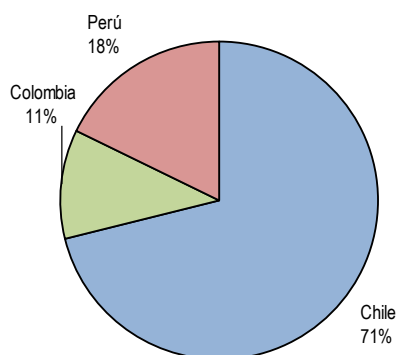
Estructura de propiedad

La propiedad y control de Empresas Lipigas S.A. recae en las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Ardizzoni y Vinagre, quienes en conjunto poseen un 73,2% de la propiedad.

En la actualidad mantienen un pacto de actuación conjunta.

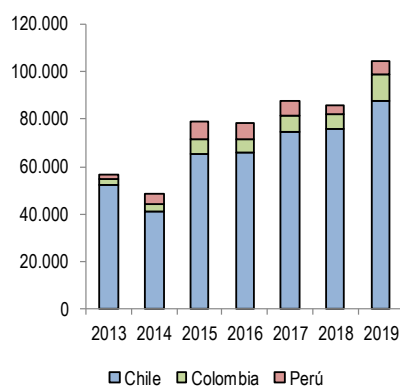
Distribución de ingresos por país

A diciembre de 2019



Ebitda por país

A diciembre de 2019, en millones de pesos



PERFIL DE NEGOCIOS FUERTE

- Empresas Lipigas S.A. (Lipigas) comenzó sus actividades en Chile durante 1950 como una comercializadora de gas licuado de petróleo (GLP).
- Posteriormente, en 1985 los actuales controladores entraron en la participación de Lipigas, además de Agrogas, Codigas y Enagas, compañías regionales dedicadas a la distribución y comercialización de GLP tal como Lipigas en Valparaíso. Estas compañías se consolidaron finalmente bajo Lipigas en 2004.
- La compañía comenzó un proceso de expansión internacional desde 2010, entrando a Colombia y a Perú. En el primero posee las marcas Gas País, Lidergas, Rednova y Surgas mientras que en el segundo compite con las marcas Limagas, Caserito y Zafiro.
- A nivel de productos de GLP, Lipigas posee dos grandes canales de venta: envasado (en cilindros) cuyo enfoque principal es el sector residencial; y a granel, el cual se utiliza como suministro para sectores residenciales, industriales, comerciales y como combustible en la industria automotriz.
- A partir de 2014, Lipigas comenzó la comercialización de gas natural licuado (GNL) a clientes industriales en Chile y, a comienzos de 2016, la comercialización de GNC en Perú, luego de la adquisición de Limagas Natural.
- Además, desde 2017 participa en el segmento de generación eléctrica, a través tanto de generación propia a través de sus plantas como de proveer soluciones energéticas a sus clientes.
- La empresa es controlada por las familias Yaconi, Santa Cruz, Noguera, Ardizzoni y Vinagre, quienes en conjunto poseen un 73,2% de las acciones y poseen un pacto de actuación conjunta.
- A través de un hecho relevante publicado el 24 de marzo de 2020, la compañía informó que el pacto de actuación conjunta que mantenía el grupo controlador no sería renovado, por tanto, este concluiría el 26 de septiembre de 2020.

Contingencia e impactos producto de Covid-19

- Producto de la pandemia Covid-19, la compañía ha realizado ajustes en sus turnos de operación, con el fin de reducir el riesgo de contagio. Junto con esto, han realizado gastos adicionales tanto en la compra de insumos, dentro de los cuales destacan las mascarillas y el alcohol gel para su personal en terreno, como en la sanitización de cilindros. Este monto adicional está en torno a los \$ 100 - \$ 150 millones mensuales.
- Lipigas no ha reportado problemas en la operación del terminal de Quintero, su principal fuente de abastecimiento, ni impactos en la situación actual de abastecimiento.
- Feller Rate monitoreará la evolución de la crisis sanitaria tanto a nivel nacional como internacional, además del potencial impacto que pueda tener en los indicadores macroeconómicos. Con todo, no se espera un impacto significativo en los resultados de la compañía, debido a la clasificación del gas como bien de primera necesidad y a la inelasticidad de la demanda en este tipo de productos.

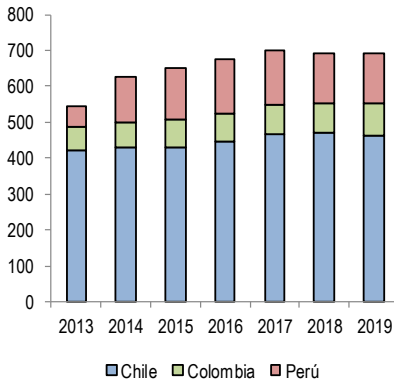
Mantiene una destacada posición competitiva en Chile, con un enfoque actualmente en impulsar la distribución propia

- Lipigas es uno de los mayores comercializadores y distribuidores de GLP en Chile, con una participación de mercado 35,7% a diciembre de 2019, según datos de la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC).
- La compañía posee una relevante cobertura geográfica, abarcando todo el territorio nacional, con 14 plantas de almacenamiento y envasado distribuidas estratégicamente. Asimismo, cuenta con 24 centros de distribución y ventas.
- El mercado chileno, al cierre de diciembre de 2019, representó un 71,1% de los ingresos y un 84% del Ebitda de Lipigas, con \$ 350.506 millones y \$ 87.623 millones respectivamente. Esto representa una disminución del 7,9% de los ingresos y un aumento del 15,8% en el Ebitda, al comparar con el mismo período en 2018.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Evolución de las ventas por país

Miles de toneladas



- Durante 2019, Lipigas comercializó cerca de 694 mil toneladas de GLP a nivel consolidado, de lo cuales 463 mil toneladas fueron vendidas en territorio nacional. De estas, el 60,7% corresponde a producto envasado en cilindros, mientras que el porcentaje restante de GLP comercializado corresponde a producto granel, entregado principalmente a sectores industriales y comerciales.
- El volumen de GLP comercializado en 2019 disminuyó cerca de 1,5% con respecto de las 470 mil toneladas de GLP vendidas en 2018. Esta disminución se debe al menor consumo de GLP a granel por parte de algunos clientes industriales.
- La compañía en los últimos años ha cambiado su enfoque de distribución de GLP, priorizando la distribución propia hasta el cliente final sobre el uso de intermediarios como subdistribuidores. Esto le permite un mayor control de su cadena de suministro, y a la vez, un mayor margen en sus ventas.
- Lipigas también comercializa gas natural (GN), el cual distribuye a través de redes en las ciudades de Calama, Osorno y Puerto Montt (estas últimas dos cuentan con suministro desde el segundo semestre de 2017). Al cierre de 2019, la compañía comercializó más de 4,9 millones de metros cúbicos, un 16,6% más que lo vendido en 2018.
- Por último, desde 2014 la compañía vende gas natural a clientes industriales en el formato de gas natural licuado (GNL), contabilizando a la fecha 21 clientes distribuidos entre las regiones de Coquimbo y Los Lagos. Durante 2019, se comercializaron más de 36 millones de metros cúbicos, una disminución del 10% respecto de 2018 debido a menor demanda.

Expansión internacional en mercados con alto potencial de crecimiento

- Como se mencionó anteriormente, Lipigas inició un proceso de internacionalización de sus operaciones en 2010. Actualmente posee filiales que comercializan y distribuyen GLP y GN tanto en los mercados de Colombia y Perú.
- La última operación fue la adquisición de los activos de Edalgas en Colombia, a través de su filial Rednova. Esta operación se anunció a comienzos de 2019.
- Esta operación permitió sumar nuevos clientes de gas natural por red, ampliando la base de negocios de la compañía en Colombia.
- Actualmente Colombia y Perú poseen clasificaciones de riesgo "BBB-/Negativas" y "BBB+/Estables" en escala global, respectivamente, por lo que poseen un riesgo relativo mayor al observado en Chile ("A+/Estables en escala global). Sin embargo, ambos países presentan importantes potenciales de crecimiento para Lipigas dadas las condiciones de sus mercados y el desarrollo reciente de sus economías.

— COLOMBIA:

- Lipigas ingresó al mercado colombiano durante el año 2010, a través de la adquisición del 70% de la sociedad Chilco, una comercializadora de GLP que poseía la marca Gas País. Posterior a eso y en forma progresiva, la compañía ha adquirido otras marcas, como Progas, Giragas, Sumapaz, Gases del Cauca, Lidergas y Pipegas.
- Al cierre de 2019, Lipigas tiene presencia en 25 de los 32 departamentos del país, abasteciendo a más de 430 mil clientes residenciales, 12 mil clientes comerciales y sobre 2.000 clientes industriales. Según datos del Sistema Único de Información de la Superintendencia de Servicios Públicos, cuenta con una participación de mercado del 14,9%.
- Adicional a sus líneas de gas envasado y a granel, a partir de noviembre de 2016 la compañía acordó la creación de la filial Rednova SAS ESP, para el desarrollo del negocio de la distribución de gas por redes. Esta entro en operación en febrero de 2017.
- La adquisición de Surcolombiana de Gas durante 2018 y de Edalgas durante 2019 complementa la operación de Rednova y permite aumentar la presencia de Lipigas en el sector de distribución por redes.
- Al 31 de diciembre de 2019, la operación en Colombia representó el 11,1% de los ingresos y el 10,6% del Ebitda de Lipigas, con \$ 54.717 millones y \$ 11.025 millones, respectivamente. Esto significa un crecimiento de 10,2% en los ingresos y de 69,5% del Ebitda en comparación con 2018.

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

- La compañía comercializó alrededor de 90 mil toneladas de GLP durante 2019, un 9,8% más que lo registrado en 2018. Del total, el 68,1% correspondieron a ventas de producto envasado y el porcentaje restante a ventas a granel. Junto a esto, se comercializaron más de 7 millones de metros cúbicos de gas natural.
- Para asegurar su suministro de GLP, las cinco compañías más importantes del mercado entre las que se incluye Lipigas (a través de la filial Chilco) impulsaron la construcción de un terminal de GLP en Cartagena, con capacidad de recibir entre 4.000 y 6.000 toneladas mensuales. Esta terminal entró en operación durante noviembre de 2017.

— PERÚ:

- En julio de 2013, Lipigas ingresó al mercado peruano a través de la compra de Lima Gas, una comercializadora y distribuidora de GLP. A esta adquisición se sumó en 2016 la compra de Limagas Natural Perú S.A. (ex Neogas Perú).
- Lima Gas comercializa su producto bajo las marcas Limagas, Caserito y Zafiro, manteniendo una participación de mercado en torno al 7%, según datos del Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería del Perú (Osinergmin).
- Por su parte, Limagas Natural Perú es una empresa cuya principal actividad es la comercialización de gas natural comprimido en el mercado peruano (GNC) para gas vehicular y clientes industriales, por lo que su adquisición es consistente con la estrategia planteada por Lipigas, ampliando su presencia y abanico de servicios en el mercado peruano.
- Al 31 de diciembre de 2019, la operación en Perú representó el 17,8% de los ingresos y el 5,5% del ebitda de Lipigas, con \$ 87.647 millones y \$ 5.699 millones respectivamente. Esto significa un alza del 2,5% en los ingresos y del 60,7% en el Ebitda en comparación con 2018.
- La compañía comercializó alrededor de 140 mil toneladas de GLP durante 2019, un 1,4% más que lo registrado en 2018. Del total, el 54,2% correspondieron a ventas de producto envasado y el porcentaje restante a ventas a granel. Junto a esto, se comercializaron cerca de 76 millones de m³ de gas natural, considerando los formatos GNC y GNL.
- La compañía, a través de la filial Lima Gas, firmó un contrato con un proveedor a fines de 2018 para asegurar suministro de GNL desde una planta de licuefacción, con el fin de abastecer a clientes industriales de alto consumo. Sin embargo, el proveedor suspendió el suministro, y en estos momentos hay solicitudes de arbitraje para resolver el conflicto. Esta situación causó que la compañía provisionara \$ 1.802 millones por deterioro de los activos, en relación con los pagos que realizó la compañía.
- A esto se suma un reconocimiento del deterioro de la plusvalía por la compra de Limagas Natural, por \$ 3.844 millones.
- Un desafío presente en el mercado peruano es el mercado informal de venta de gas, el cual ha reducido los márgenes unitarios de venta en el segmento de GLP envasado. A mediano plazo, se espera que el país avance hacia una consolidación de la industria y que se establezca mayor regulación con el fin de reducir el mercado informal.

Construcción de nuevo terminal en Mejillones con el fin de suplementar el abastecimiento obtenido de terminal de Quintero.

- Actualmente, Lipigas posee distintas fuentes de abastecimiento según el mercado donde opera.
- En 2012, la empresa firmó una serie de contratos con Oxiquim S.A., sociedad especializada en el manejo y comercialización de productos químicos e hidrocarburos, para desarrollar la construcción de instalaciones de recepción, almacenamiento y despacho de GLP en el terminal ubicado en la bahía de Quintero, Región de Valparaíso. El terminal fue construido en los terrenos de Oxiquim y cuenta con un muelle de descarga que cumple con altos estándares técnicos.
- La inversión fue superior a los US\$ 63 millones, financiado en un 50% por Lipigas mediante un préstamo a Oxiquim, realizado durante el período de construcción.
- La propiedad y operación del terminal y muelle de carga está a cargo de Oxiquim, quien arrienda por 25 años el terminal a Lipigas y cobra un fee por su operación. Este contrato

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

considera la opción de que Lipigas opere el terminal en caso de incumplimiento por parte de Oxiquim.

- Estas obras fueron terminadas en el primer trimestre del año 2015, fecha donde se iniciaron sus operaciones, cerrando el año 2015 como la principal fuente de abastecimiento de la compañía y llegando a representar el 52,2% del abastecimiento en 2019.
- Esta operación ha implicado fuertes eficiencias y beneficios operacionales para la compañía, los cuales impactaron directamente en su capacidad de generación operacional.
- En febrero de 2019, Lipigas anunció la firma de una nueva serie de contratos con Oxiquim, para el desarrollo de un terminal en Mejillones, Región de Antofagasta. El objetivo es aumentar la capacidad de abastecimiento de la compañía, consolidar la operación de la compañía en la zona norte de Chile y reducir los costos relacionados al transporte del gas.
- Este nuevo terminal requiere una inversión de US\$ 27 millones, de los cuáles el 50% será financiado por Lipigas con condiciones similares al financiamiento del terminal de Quintero.
- Por otra parte, las otras fuentes de abastecimiento para el mercado chileno, al cierre de 2019 correspondieron en un 9,9% a importaciones de gas vía terrestre, en un 16,9% a compras locales vía marítima y el porcentaje restante a compras locales vía terrestre.
- En Colombia, el 87% del abastecimiento proviene de compras a la empresa estatal de petróleos, Ecopetrol, y a TYGAS, mientras que el porcentaje restante corresponde a importaciones realizadas a través de las instalaciones de Ecopetrol o del terminal en Cartagena, propiedad del consorcio G5.
- Por su parte, en Perú, el abastecimiento se divide entre PlusPetrol Perú, Petroperú, YPF y Graña y Montero, más otros proveedores de menor tamaño.

Participación en mercado de generación eléctrica en línea con estrategia multienergía

- En 2017, Lipigas ingresó al mercado de la generación eléctrica con la puesta en marcha de su primer Pequeño Medio de Generación Distribuida (PMGD) en Concón, Región de Valparaíso, que posee una potencia de 6 MW y se abastece de gas natural. El objetivo de la planta es actuar como respaldo a la red de distribución de distribución eléctrica local en caso de que existan problemas de suministro, potencialmente abasteciendo a cerca de 23 mil clientes.
- A esto se agrega, en enero de 2018, el ingreso a la propiedad de Marquesa GLP con un control del 65%.
- La compañía finalizó 2019 con 32 clientes consumiendo electricidad generada por Lipigas, con 68 GWh comercializados y con una potencia instalada de 12,8 MW. Se espera que hacia finales de 2020, esta capacidad se expanda hasta los 26 MW.
- La creación de esta línea de negocios por parte de la compañía es parte de su estrategia multienergía. Se espera que estos segmentos tengan un impacto positivo en los resultados financieros de la compañía, aunque el principal impulsor del crecimiento seguirá siendo el negocio de GLP.

Participación en una industria altamente competitiva e intensiva en inversiones

- La comercialización y distribución de combustibles, como el GLP, tanto a nivel de Chile, como en Colombia y Perú, es una industria altamente competitiva, caracterizada por la venta de productos con baja diferenciación y una alta gama de sustitutos, y en el caso particular de Chile, se suma la presencia de participantes de gran tamaño.
- En Chile, la comercialización y distribución de GLP es un mercado maduro, donde Lipigas enfrenta la competencia de grandes compañías como Gasco y Abastible, del grupo de Empresas Copec. Estos mismos participantes se repiten en Colombia, donde es Abastible el principal actor, seguido por Gasco y Lipigas.
- Por su parte, en Perú existe una gran cantidad de marcas y empresas dedicadas a la comercialización de GLP, lo cual lo hace un mercado menos concentrado. Sin embargo, las 5 principales marcas (entre las se considera Lima Gas) representan más de un 60% del mercado.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

- El GLP como combustible posee una gran cantidad de productos sustitutos, como el gas natural (GN y GNL), la energía eléctrica, el petróleo diésel, el kerosene, la leña, etc. Sin embargo, el GLP tiene la ventaja de poder almacenarse y transportarse en fase líquida a temperatura ambiente y presión moderada, lo que se traduce, en envasar gran cantidad de energía en poco espacio, con una capacidad de llegar a puntos de difícil acceso.
- La evolución de los precios del GLP tiene relación con la evolución de los precios de los otros combustibles (líquidos y gaseosos), que tienen un comportamiento propio de productos *commodities* que son transados en mercados internacionales y presentan una relativamente alta correlación en el largo plazo.
- Los precios del GLP en Chile son libres. Su determinación está relacionada a los precios de importación, y estos, a su vez, se basan en un modelo construido sobre el costo promedio más probable de comprar en el mercado internacional, contando con múltiples opciones de origen, transportándolo luego por vía marítima hasta la bahía de Quintero.
- Por su parte, en Colombia, el precio del GLP posee un tope máximo establecido por la Comisión Reguladora de Energía y Gas (CREG). El precio de los productores se ajusta mensualmente mediante una fórmula fijada por la CREG que tiene en cuenta el valor del propano y el butano Mont Belvieu además, de la tasa de cambio del dólar americano al peso colombiano.
- Por último, en Perú los precios también son libres, pero el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería de Perú (Osinergmim) calcula y publica semanalmente precios de referencia de combustibles líquidos, con el objetivo de que representen costos de eficiencia para la sociedad dado que serían el costo de oportunidad de importar combustibles que satisfagan las exigencias impuestas a los combustibles nacionales.
- Otra característica de la industria de comercialización y distribución de combustibles es la existencia de barreras de entrada relevantes producto del volumen de inversiones necesario para participar con los estándares adecuados y exigidos por las normativas de cada país.

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

POSICION FINANCIERA

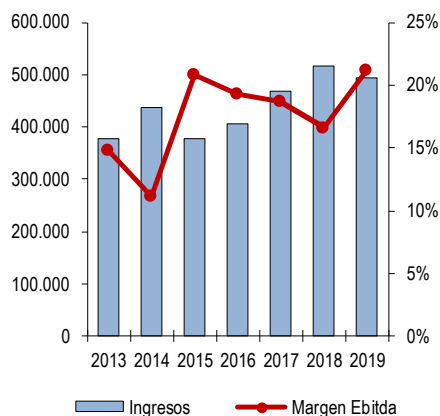
SATISFACTORIA

Resultados y márgenes:

Generación de flujos registra un fuerte aumento producto de la disminución en gastos de compras de gas, impulsado el margen del periodo

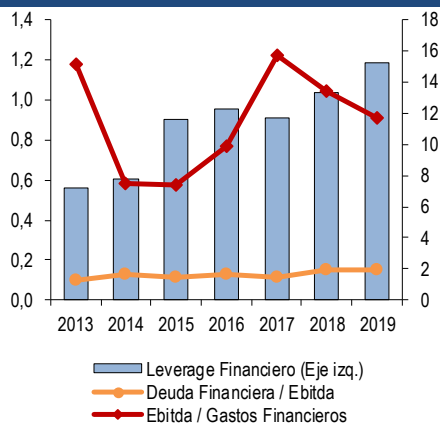
Evolución de ingresos y Márgenes

Ingresos en millones de pesos



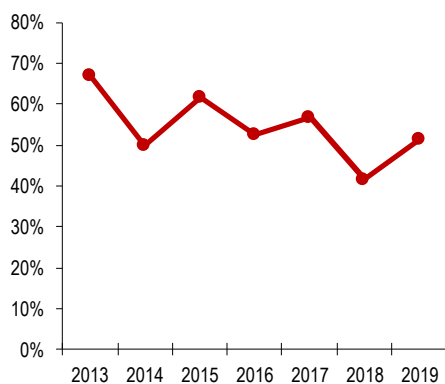
- Los ingresos consolidados de Lipigas han registrado un crecimiento anual compuesto de 3,9% entre 2011 y 2019, el cual se debe en buena parte a la expansión internacional de la compañía, pero también se debe a la volatilidad de los precios de los combustibles.
- Si bien el precio del GLP se encuentra relacionado a la evolución del precio internacional de los hidrocarburos, estas variaciones se traspasan en gran medida a los clientes finales, al igual que casi todos los productos sustitutos, por lo que es una exposición acotada. A pesar de generar un efecto sobre el valor del inventario, éste debería anularse en el largo plazo en la media que se logre el *pass through* de los costos a clientes.
- Sin embargo, es posible que en ocasiones en las cuales se registre una variación fuerte y brusca en los precios, no se pueda traspasar el efecto a los clientes, debiendo asumir la compañía parte del costo, con el correspondiente impacto que esto puede tener en los márgenes.
- El volumen de GLP vendido desde 2011 a 2019 ha crecido en un 42,8%, lo cual ha estado influenciado por crecimiento de la operación tanto en Colombia como en Perú. El volumen del mercado chileno, en tanto, ha registrado un crecimiento moderado en el periodo, en línea con lo esperado de un mercado ya maduro y competitivo.
- Respecto del riesgo de tipo de cambio, este se encuentra acotado a que, tanto los costos del GLP como sus precios a público, se encuentran indexados a los distintos tipos de cambio de cada país.
- Al cierre de diciembre de 2019, los ingresos consolidados de Lipigas disminuyeron un 4,4% respecto del mismo periodo del año anterior, alcanzando los \$ 493.201 millones. Esto se explica principalmente el menor ingreso registrado en Chile, producto de la disminución en los precios internacionales del gas que, a su vez, impacta los precios de venta internos.
- Los costos de venta de la compañía registraron una disminución del 12,1% con respecto a 2018 producto de una disminución en las compras de gas, alcanzando así los \$ 313.665 millones. Por otra parte, los gastos de administración y ventas en 2019 fueron de \$ 107.065 millones, un aumento del 11,8% respecto del año anterior, debido a un mayor gasto en gastos de publicidad, marketing y despachos con el fin de impulsar la estrategia de distribución propia de GLP en Chile.
- Así, el Ebitda a diciembre de 2019 aumentó un 21,7%, alcanzando los \$ 104.347 millones, con un margen Ebitda de 21,2%.

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Indicador de Cobertura

FCNOA sobre deuda financiera

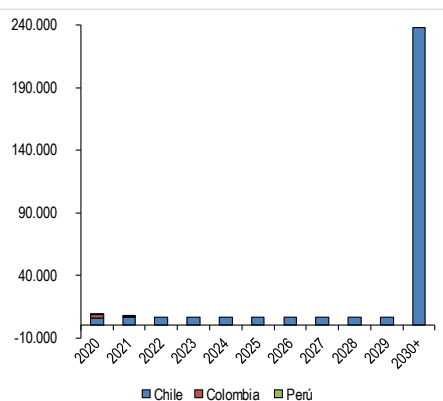


- La generación de flujos de la compañía registra un grado de volatilidad asociado a las variaciones en el precio de los hidrocarburos en los mercados internacionales, y al impacto que estos tengan en los precios de venta y al gasto en compras de gas. A pesar de esto, se había mantenido relativamente estable en los últimos años, permitiendo que la compañía no tuviera grandes necesidades de financiamiento para cubrir su plan de inversiones.
- Al cierre de 2019, el flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA) de Lipigas alcanzó los \$ 104.636 millones, lo que representa un aumento del 53,3% en comparación con el año anterior. Esto se explica principalmente por un menor desembolso en pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios, debido a la baja en compras de gas.
- En línea con lo anterior, el indicador de FCNOA sobre deuda financiera es de 51,3%, una mejora respecto del 41,6% registrado al cierre de 2018.
- Feller Rate espera que la compañía mantenga una generación de flujos estable que le permita financiar parte de su plan de inversiones y de su exigente política de dividendos sin necesidad de aumentar fuertemente su nivel de endeudamiento.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Perfil de vencimientos

En millones de pesos



Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes al cierre de diciembre de 2018, por \$13.883 millones.
- Flujo de fondos operativos al cierre de diciembre de 2018, por \$68.236 millones.

Principales Usos de Liquidez

- Servicio de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones de la compañía.
- Dividendos según política de reparto.

Estructura de capital y coberturas:

Colocación de bonos realizada en enero se destina a refinanciamiento de deuda y al plan de inversiones

- La compañía ha mantenido históricamente una política financiera conservadora, con un nivel de deuda financiera acotada, cuyo uso principal es financiar parte del plan de inversiones. A partir de 2010 se vió un leve aumento en el endeudamiento financiero, con el fin de financiar el proceso de expansión internacional y las necesidades de inversión que pudieran surgir en los nuevos mercados.
- A diciembre de 2019, la deuda financiera alcanzó los \$ 204.103 millones, un aumento del 24,6% respecto de 2018, impulsado principalmente por la contabilización de pasivos por arrendamiento debido a la entrada en vigencia de IFRS 16.
- La deuda se encuentra compuesta en un 50,0% por bonos, en un 27,9% por arrendamiento financiero y en un 22,1% por préstamos bancarios.
- Respecto de la exposición a variaciones en las tasas de interés, la compañía mantiene mitigado este riesgo debido a que el 98,1% de la deuda del grupo correspondía a tasa fija, al cierre de diciembre de 2019.
- En enero de 2020, Lipigas realizó una emisión de bonos con cargo a su línea 881, por un monto de UF 2,5 millones. Los fondos obtenidos de esta colocación se utilizaron en 50% al refinanciamiento de deuda bancaria, con el fin de alargar la vida de la deuda, y el porcentaje restante se destinará al financiamiento de inversiones.
- El perfil de vencimientos de la compañía se compone principalmente de las cuotas semestrales de los pagos de los bonos serie E y serie G, manteniendo así una estructura de deuda de largo plazo. En 2040 es el primer vencimiento de un bono, específicamente, de la serie E.
- Lipigas mantiene, al cierre de 2019, un endeudamiento financiero de 1,2 veces, mayor a lo registrado en periodos anteriores. Este aumento en la deuda también se refleja en los indicadores de cobertura de la compañía, que registran un ligero deterioro a pesar del aumento del Ebitda del período. Los indicadores de Ebitda sobre gastos financieros y deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzaron las 11,7 y 1,8 veces, respectivamente, en comparación con las 13,4 y 1,7 veces registradas a finales de 2018.
- Feller Rate espera que la compañía mantenga su nivel de endeudamiento y que financie de su plan de inversiones mediante un mix moderado de deuda financiera y recursos propios, lo que le permitirá mantener indicadores de deuda financiera neta sobre Ebitda en rangos inferiores a 2,0 veces.

Liquidez: Robusta

- La liquidez de la compañía está calificada como "Robusta" y contempla un flujo de fondos neto de la operación ajustado (FCNOA) esperado para 2020 en torno a los \$ 104.000 millones y una caja y equivalentes de \$ 17.040 a diciembre de 2019. Asimismo, posee líneas de crédito no comprometidas con diversas instituciones financieras, con un monto disponible cercano a los \$ 290.000 millones.
- El uso de fondos considera un plan de inversiones cercano a los \$ 50.000, un nivel similar a lo observado en los años anteriores y el cuál se espera sea financiado con recursos propios, además de acotados vencimientos en los próximos 12 meses por \$ 14.101 millones y el pago de dividendos.
- La política de dividendos de la compañía ha sido históricamente exigente, con un reparto en torno al 80% de las utilidades líquidas en los últimos períodos.
- Como medida para fortalecer la posición de liquidez, Lipigas está flexibilizando en parte la ejecución de su plan de inversiones, limitando algunas de las inversiones que tenían presupuestadas originalmente en favor de las que son consideradas clave para el negocio, como el avance del terminal de Oxiquim en Mejillones.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Clasificación de títulos accionarios: Primera Clase Nivel 2

- La clasificación de las acciones de Lipigas en "Primera Clase Nivel 2" responde a la combinación de su solvencia ("AA-") y a sus indicadores de liquidez bursátil, con una presencia de 48,9%, una rotación de 6,4% y *free float* de 21,64%.
- Considera, además, satisfactorios aspectos de su gobierno corporativo, donde la empresa es administrada actualmente por un directorio integrado por 7 miembros, de los cuales 2 son directores independientes, elegidos por un período de tres años con la posibilidad de ser elegidos. Asimismo, posee un Comité de Directores que se reúne de forma mensual, con el fin de examinar las materias de su competencia, de acuerdo a la legislación vigente.
- Respecto de la disponibilidad de información, la compañía posee un área formal de relación con los inversionistas y publica abundante información en su página web, dentro de las cuales se incluye la memoria, los estados financieros trimestrales y las presentaciones de resultados, entre otros, exhibiendo así una alta transparencia de información para los accionistas, el mercado y diversos grupos de interés.

	18 Ago. 2015	29 Abr. 2016	28 Abr. 2017	20 Sept. 2017	27 Abr. 2018	30 Abr. 2019	30 Abr. 2020
Solvencia	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Línea de Bonos	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Acciones	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 2	1ª Clase Nivel 2

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Operacionales	330.915	378.814	436.534	378.801	406.484	468.613	516.170	493.201
Ebitda ⁽¹⁾	47.341	56.015	48.568	79.046	78.118	87.499	85.747	104.347
Resultado Operacional	36.158	43.497	34.049	63.480	60.087	65.874	63.356	72.471
Ingresos Financieros	1.565	428	1.555	1.561	1.385	994	1.430	1.312
Gastos Financieros	-2.253	-3.696	-6.448	-10.655	-7.897	-5.585	-6.402	-8.915
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	28.757	33.771	23.856	36.120	38.738	42.659	41.643	40.473
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	47.690	49.358	39.893	72.727	68.864	74.211	68.236	104.636
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	47.690	49.358	39.893	72.727	68.864	74.211	68.236	104.636
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	47.485	48.515	35.302	68.511	64.492	69.240	63.293	97.195
Inversiones en Activos Fijos Netas	-19.526	-28.938	-28.894	-24.265	-28.799	-45.132	-50.454	-51.616
Inversiones en Acciones		-22.539	-4.285		-17.601	-1.062	-2.492	
Flujo de Caja Libre Operacional	27.959	-2.962	2.124	44.245	18.092	23.046	10.346	45.579
Dividendos Pagados	-27.000	-53.443	-50.842	-35.328	-30.157	-32.255	-34.123	-34.669
Flujo de Caja Disponible	959	-56.404	-48.718	8.917	-12.066	-9.209	-23.777	10.910
Otros Movimientos de Inversiones		1.049			394			
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	959	-55.355	-48.718	8.917	-11.672	-9.209	-23.777	10.910
Variación de Capital Patrimonial		24.443	34.253					
Variación de Deudas Financieras	1.405	48.002	19.132	89.029	-1.179	-1.824	30.653	-7.656
Otros Movimientos de Financiamiento	-8	29	-261	-226	-243	-159	78	-98
Financiamiento con Empresas Relacionadas		-13.657	-5.888	-76.178				
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.356	3.461	-1.482	21.543	-13.093	-11.192	6.954	3.157
Caja Inicial	5.336	7.693	11.154	9.672	31.215	18.122	6.930	13.883
Caja Final	7.693	11.154	9.672	31.215	18.122	6.930	13.883	17.040
Caja y Equivalentes	7.693	11.154	9.672	31.215	18.122	6.930	13.883	17.040
Cuentas por Cobrar Clientes	23.863	26.205	23.415	25.394	31.580	35.655	43.707	44.935
Inventario	10.348	11.728	10.381	13.398	16.538	21.975	22.305	21.588
Deuda Financiera ⁽³⁾	29.224	73.649	80.113	118.009	130.618	130.533	163.872	204.103
Activos Clasificados para la Venta		3.642		58	44	56	11	12
Activos Totales	224.929	278.187	292.992	339.921	374.643	390.669	444.816	509.195
Pasivos Totales	91.955	146.321	160.014	209.068	237.434	247.292	287.093	336.852
Patrimonio + Interés Minoritario	132.974	131.866	132.978	130.853	137.208	143.377	157.723	172.342

1. Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

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

3. Deuda Financiera incluye los pasivos por arrendamiento producto de la NIIF 16

Principales Indicadores Financieros

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Margen Bruto	24,4%	25,2%	22,5%	35,1%	35,2%	33,2%	30,8%	36,4%
Margen Operacional (%)	10,9%	11,5%	7,8%	16,8%	14,8%	14,1%	12,3%	14,7%
Margen Ebitda (%)	14,3%	14,8%	11,1%	20,9%	19,2%	18,7%	16,6%	21,2%
Rentabilidad Patrimonial (%)	21,6%	25,6%	17,9%	27,6%	28,2%	29,8%	26,4%	23,5%
Costo/Ventas	75,6%	74,8%	77,5%	64,9%	64,8%	66,8%	69,2%	63,6%
GAV/Ventas	13,5%	13,7%	14,7%	18,4%	20,4%	19,2%	18,6%	21,7%
Días de Cobro	26,0	24,9	19,3	24,1	28,0	27,4	30,5	32,8
Días de Pago	31,1	30,4	23,3	32,4	48,9	45,7	41,1	45,9
Días de Inventario	14,9	14,9	11,0	19,6	22,6	25,3	22,5	24,8
Endeudamiento Total	0,7	1,1	1,2	1,6	1,7	1,7	1,8	2,0
Endeudamiento Financiero	0,2	0,6	0,6	0,9	1,0	0,9	1,0	1,2
Endeudamiento Financiero Neto	0,2	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,6	1,3	1,6	1,5	1,7	1,5	1,9	2,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,5	1,1	1,5	1,1	1,4	1,4	1,7	1,8
Ebitda (1) / Gastos Financieros(vc)	21,0	15,2	7,5	7,4	9,9	15,7	13,4	11,7
FCNOA / Deuda Financiera (%)	163,2%	67,0%	49,8%	61,6%	52,7%	56,9%	41,6%	51,3%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	221,5%	79,0%	56,6%	83,8%	61,2%	60,0%	45,5%	55,9%
Liquidez Corriente (vc)	0,8	1,5	0,5	2,2	1,3	1,2	1,0	1,3

1. Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

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

3. Deuda Financiera incluye los pasivos por arrendamiento producto de la NIIF 16

Características de los Instrumentos

LINEAS DE BONOS	800	801	880	881
Fecha de inscripción	15-04-2015	15-04-2015	29-12-2017	29-12-2017
Monto de la línea	UF 3,5 millones	UF 3,5 millones	UF 4 millones	UF 4 millones
Plazo de la línea	10 años	30 años	10 años	30 años
Serías inscritas al amparo de la línea	E			F y G
Covenants	Endeudamiento financiero inferior a 1,5 veces y patrimonio mínimo de \$ 110.000 millones	Endeudamiento financiero inferior a 1,5 veces y patrimonio mínimo de \$ 110.000 millones	Endeudamiento financiero inferior a 1,5 veces y patrimonio mínimo de \$ 110.000 millones	Endeudamiento financiero inferior a 1,5 veces y patrimonio mínimo de \$ 110.000 millones
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

	Serie E	Serie G
Al amparo de Línea de Bonos	801	881
Monto de la Emisión	UF 3,5 millones	UF 2,5 millones
Plazo de amortización	25 años <i>Bullet</i>	35 años
Pago de Intereses	Semestrales	Semestrales
Tasa de Interés	3,55%	2,18%
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	No contempla
Garantías	No tiene	No tiene

ACCIONES

	Serie Única
Presencia Ajustada ⁽¹⁾	48,89%
Free Float ⁽¹⁾	21,64%
Rotación ⁽¹⁾	6,40%
Política de dividendos efectiva	50% de la utilidad líquida del ejercicio
Directores Independientes	2

1) Cífra al 31 de Marzo de 2018

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

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

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

Títulos de Deuda de Corto Plazo

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

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

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

Acciones

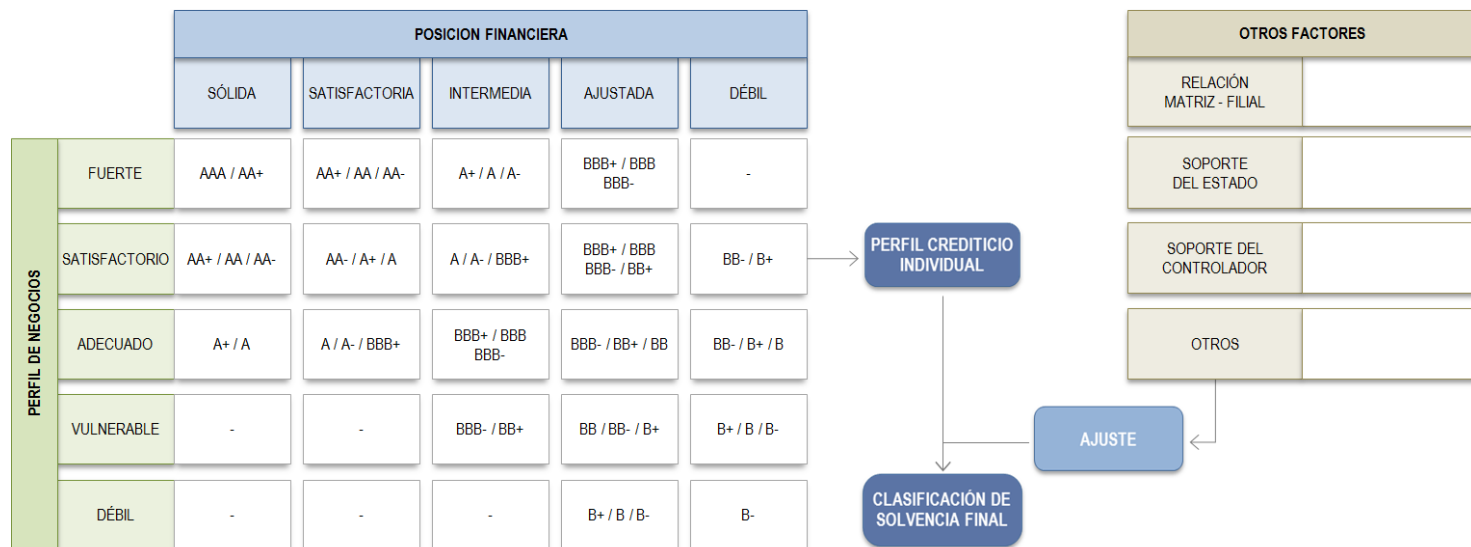
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos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

Descriptor de Liquidez

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

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

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



La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

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