

Empresas Gasco S.A.

Anual y Cambio de Clasificación y Tendencia

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- ¹
Línea de Efecto de Comercio	Nivel 1/AA- ²
Tendencia	Estable ³
Acciones (GASCO)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable

EEFF base

 31 de marzo de 2023⁴

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie D (BGASC-D)	N° 209 de 23.04.1999
Bono Serie F1 (BGASC-F1)	N° 238 de 27.11.2000
Bono Serie F2 (BGASC-F2)	N° 238 de 27.11.2000
Línea de bonos	N° 429 de 02.08.2005
Línea de bonos	N° 903 de 20.07.2018
Línea de bonos	N° 904 de 20.07.2018
Serie J (BGASC-J)	Primera emisión
Línea de efectos de comercio	N° 098 de 11.09.2013

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos de activ. ordinarias	364.486.246	331.516.616	337.684.571	452.339.507	533.831.796	102.857.948
Costo de ventas	-277.209.926	-240.663.571	-250.482.514	-363.706.248	-442.376.339	-84.646.151
Ganancia bruta	87.276.320	90.853.045	87.202.057	88.633.259	91.455.457	18.211.797
Gastos de adm. y distr.	-42.219.329	-44.716.930	-47.542.763	-51.903.887	-57.989.962	-13.728.841
Resultado operacional	45.056.991	46.136.115	39.659.294	36.729.372	33.465.495	4.482.956
Costos financieros	-13.541.051	-12.305.820	-11.416.105	-10.979.771	-14.858.037	-4.197.148
Utilidad del ejercicio	26.304.573	32.485.876	39.158.876	117.726.192	13.082.560	768.432
EBITDA ⁵	64.357.155	68.770.795	64.624.513	62.042.524	62.363.993	12.057.817

¹ Clasificación anterior: Categoría A+.

² Clasificación anterior: Categoría Nivel1/A+.

³ Tendencia anterior: Favorable.

⁴ 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.

⁵ 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	129.790.436	70.108.038	91.335.645	183.944.585	147.572.181	147.816.777
Activos mantenidos para la venta o para distribuir a los propietarios	0	135.250.046	109.540.760	0	0	0
Activos no corrientes	596.610.229	554.229.903	508.294.592	624.776.183	677.121.805	670.659.586
Total activos	726.400.665	759.587.987	709.170.997	808.720.768	824.693.986	818.476.363
Pasivos corrientes	107.967.022	99.921.202	92.772.843	113.094.948	115.010.077	117.819.091
Pasivos incluidos en grupos de activos mantenidos para la venta	0	68.972.230	77.284.310	0	0	0
Pasivos no corrientes	342.089.105	291.260.653	288.498.649	322.037.670	342.482.955	338.842.570
Total pasivos	450.056.127	460.154.085	458.555.802	435.132.618	457.493.032	456.661.661
Patrimonio total	276.344.538	299.433.902	250.615.195	373.588.150	367.200.954	361.814.702
Total patrimonio y pasivos	726.400.665	759.587.987	709.170.997	808.720.768	824.693.986	818.476.363
Deuda financiera	245.021.906	214.843.907	202.325.331	168.574.044	190.046.153	190.769.575

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Empresas Gasco S.A. (Gasco) es una entidad que se define como una empresa de soluciones energéticas, así a su negocio tradicional de importación y ventas de gas licuado y gas natural, a nivel mayorista y minorista, se suma su incursión, mediante asociaciones, al desarrollo de un terminal de GLP en Caldera, Región de Atacama, para la recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado en la zona norte del país, su participación en proyectos eléctricos en base a GLP y, en los últimos periodos, generación en base a paneles fotovoltaicos. Asimismo, la compañía mantiene presencia en Colombia en el mercado de GLP. Con todo, a la fecha, sus ingresos se concentran en la comercialización de gas licuado en Chile.

En 2022, **Gasco** presentó ingresos ordinarios por \$ 533.832 millones, contando con una participación en el mercado de gas licuado a nivel nacional igual a 26,0%⁶. Mientras que en Colombia la empresa alcanzó una participación en el mercado de gas licuado igual a 17,9%⁷ y ventas por cerca de \$ 83.136 millones. A diciembre de 2022, la compañía mantiene una deuda financiera de \$ 190.046 millones. En el primer trimestre de 2023, registró ingresos por \$ 102.857 millones, lo que representa un alza de 1,8% respecto al primer periodo del año anterior, mientras que la deuda financiera alcanzó los \$ 190.770 millones.

El cambio de clasificación de riesgo de los bonos de **Gasco** desde "Categoría A+" a "Categoría AA-" se debe, principalmente, a la continua disminución del nivel de endeudamiento de la compañía. En los hechos,

⁶ Según información de memoria 2022 contrastados con datos de Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

⁷ Según información de memoria 2022, incluye el 33,3% de las ventas de Montagas S.A E.S.P.

el indicador Deuda financiera sobre Flujo Caja Largo Plazo⁸ ajustado⁹ se redujo desde 6,3 veces en 2018 a 3,1 veces en 2022 (el cual podría situarse bajo 3 veces si se considera que los flujos del año 2022 estuvieron comparativamente más bajos que los años anteriores a partir del escenario macroeconómico complejo para el sector). Asimismo, el indicador pasivo exigible sobre patrimonio exhibe una tendencia decreciente, pasando desde 1,6 veces en 2018, a 1,3 veces en 2022, manteniéndose en niveles controlados. Por su parte, la tendencia de la clasificación pasa desde “Favorable” a “Estable” dado que no se visualizan posibles variaciones en los próximos periodos.

Una de las principales fortalezas de **Gasco**, que sirve de fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en “Categoría AA-”, es la estabilidad de las ventas que exhibe la empresa en el mercado donde opera (gas licuado y gas natural). Esta característica, bajo el supuesto de aseguramiento de suministro a precio de mercado, permite una alta estabilidad en la generación de flujos de la compañía. Además, la compañía recibe los flujos de parte de Gasco Magallanes, que es un negocio de gas natural regulado en la Región de Magallanes, aportando también flujos conocidos y estables.

Otros elementos positivos son la atomización de su base de clientes y el acotado riesgo de no pago, lo que radica en las características del producto (se trata de un bien esencial) y la modalidad de las ventas, donde un elevado porcentaje se realiza al contado.

También se valora favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estanques, propiedad de **Gasco**, donde el ingreso de nuevos competidores requeriría altos montos de inversión por parte de estos últimos y una adecuada logística, lo que hace menos probable el ingreso a este mercado. Esta situación podría explicar, al menos en parte, el hecho que la distribución de mercado de este sector se haya mantenido relativamente estable en el tiempo en el mercado de gas licuado a nivel nacional. Incorporando también como factores positivos el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Colombia, país clasificado en grado de inversión.

Otro factor adicional está en relación con las holguras presentadas en el perfil de vencimientos de su deuda financiera, lo que le permite una buena capacidad de pago de la misma, incluso si hubiese un deterioro en los márgenes de explotación.

Paralelamente, se reconoce que el controlador de **Gasco**, el grupo Pérez Cruz, posee una experiencia de más de setenta años en el sector energético, lo cual avala el *know-how* del grupo, lo que queda reflejado en la capacidad demostrada en el pasado para enfrentar diversos escenarios económicos y la habilidad para acceder a las oportunidades que se han generado en el mercado. Además, de la trayectoria que tiene la compañía con más de 166 años en el sector.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo se ve restringida fundamentalmente por la baja diferenciación del producto gas licuado en el segmento envasado, dado su carácter de “commodity”, lo que aumenta la probabilidad que la competencia se centre en la variable precio. Un atenuante es el

⁸ 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.

⁹ Eliminando efectos del 2021 por la venta de Gasmar (otras ganancias elevadas, efecto sobre impuestos y efecto sobre el nivel de activos), incorporando flujos de Inersa dado que ese año se alcanzaron a consolidar cinco meses, y se ajustó la deuda financiera por exceso transitorio de inventario por el cambio en el modelo de adquisición del gas licuado, vía importación marítima directa a partir del 2023.

esfuerzo de la compañía por diferenciarse de sus competidores, a través de la prestación de servicios complementarios al negocio de gas licuado como las aplicaciones móviles las cuales permiten optimizar la logística y mejorar el servicio al cliente. Además, de acuerdo con lo expuesto en el plan estratégico, **Gasco** se ha definido como una empresa de soluciones energéticas, lo cual amplía sus oportunidades de desarrollo; dentro de este contexto se enmarcan los proyectos como Innovación Energía S.A, Gasco Luz SpA, Gasco Luz Colombia S.A.S, Copiapó Energía Solar SpA y Terminal de Gas Caldera.

Otro factor considerado en la clasificación son las rentabilidades del negocio de distribución de GLP que podría servir de incentivo para que nuevos operadores entren a la industria, más allá de las barreras de entrada mencionadas, aumentando la competencia, en opinión de **Humphreys**.

La concentración de las ventas de gas licuado en una zona del país (Región Metropolitana), es otro elemento que afecta la clasificación, debido a que la capital corresponde a una zona de crecimiento para el mercado de gas natural. Además, si bien la presencia de **Gasco** en Colombia es positiva en términos de expansión de la compañía, este país exhibe un mayor riesgo operacional, en comparación a Chile, lo que eleva la incertidumbre respecto de los flujos futuros provenientes de esa nación. Además, Colombia, en comparación con Chile, presenta un mayor nivel de informalidad en la venta del combustible, sin embargo, se trata de una situación que ha mejorado considerablemente en los últimos años como consecuencia de las regulaciones introducidas en el mercado por parte de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

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.

Desde otra perspectiva, la clasificadora reconoce las oportunidades de crecimiento que ofrece la definición que **Gasco** ha dado a su modelo de negocio; no obstante, se estima que tardará un tiempo para que las nuevas inversiones representen un porcentaje relevante de los ingresos del emisor y, así, muestre diversificación por líneas de productos. En este sentido, su desafío es rentabilizar las nuevas líneas de negocios sin incrementar el riesgo de la compañía.

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* (Banchile Corredores de Bolsa S.A. 07-11-2016 / 29-09-2023). En los hechos, la sociedad exhibe una presencia promedio 4,4% (últimos doce meses terminados en abril de 2023).

En términos de *ESG*¹⁰ la sociedad, en general, desarrolla su estrategia en ámbitos de acción asociados a Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) definidos por la Organización de las Naciones Unidas (ONU); algunos de los principios a los que se adhiere la empresa son educación de calidad, igualdad de género, energía asequible y no contaminante, ciudades y comunidades sostenibles, producción y consumo responsable y acción por el clima. Adicionalmente, destaca en términos de gobernanza la evaluación y

¹⁰ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos

capacitación, política de contratación de asesorías externas al directorio, sistemas de gestión de ética y modelo de prevención de delitos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Bien asimilable a los de primera necesidad.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos.
- Experiencia del controlador y trayectoria de la compañía en el sector.
- Atomización de clientes y acotado riesgo de no pago.
- Oportunidad Colombia.
- Diversificación de sus negocios.
- Adecuado perfil de vencimientos.

Riesgos considerados

- Baja diferenciación en el sector de gas licuado.
- Importante concentración de las ventas de GLP en la Región Metropolitana.
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos de aumento de competencia (de baja probabilidad).
- Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores.
- Volatilidad de los precios de los *commodities* (riesgo recurrente, pero de bajo impacto y administrable).
- Riesgo de Colombia (riesgo acotado).

Hechos recientes

Resultados diciembre 2022

En términos nominales, en 2022 **Gasco** obtuvo ingresos consolidados por \$ 533.832 millones, lo que representa un aumento del 18,0% respecto de 2021, en donde alcanzó un ingreso de \$ 452.340 millones, principalmente por el incremento en el costo del gas, que impactó en el precio de venta, generado por el conflicto entre Rusia y Ucrania, además de la apreciación del dólar respecto al peso chileno que encareció el costo del gas y efectos inflacionarios de los recursos, entre otros, además de un incremento de las ventas físicas de gas natural en el mercado local y mayores ventas físicas de gas licuado en los sectores soluciones energéticas Negocio Internacional y soluciones energéticas Chile.

Los costos de venta de la compañía sumaron un total de \$ 442.376 millones, lo que significa un aumento de un 21,6% con respecto al año 2021, principalmente por mayor costo en la compra de gas y en menor medida por otros gastos varios. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$ 91.456 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 3,2% respecto al año anterior.

En cuanto al EBITDA de la compañía, este llegó a \$ 62.364 millones, manteniéndose similar respecto 2021, donde se obtuvo un valor de \$ 62.043 millones. El margen EBITDA del emisor, pasó de 13,7%, en 2021, a 11,7% en 2022.

Según los estados financieros a 2022, **Gasco**, finalizó el período con activos por \$ 824.694 millones. La deuda financiera, corresponde a \$ 190.046 millones; del total un 86,8% se encuentra en el largo plazo.

Resultados marzo 2023

En términos nominales, en el primer trimestre de 2023 **Gasco** obtuvo ingresos consolidados por \$ 102.858 millones, lo que representa un aumento del 1,8% respecto el mismo periodo de 2022, en donde alcanzó un ingreso de \$ 101.058 millones, principalmente por la contribución de la subsidiaria Innovación Energía S.A., sociedad que consolidó sus ingresos en 2023 (no así en el mismo periodo de 2022), además de un incremento de las ventas físicas de gas natural en el mercado local.

Los costos de venta de la compañía sumaron un total de \$ 84.646 millones, lo que significó una baja de 6,0% con respecto al mismo periodo anterior, principalmente por menor costo en la compra de gas. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$ 18.212 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 65,5%.

El EBITDA alcanzó los \$ 12.058 millones, con un alza de 144,3% respecto al primer trimestre de 2022, donde se obtuvo un valor de \$ 4.936 millones. El margen EBITDA del emisor, pasó de 4,9%, en 2022, a 11,7% en 2023.

Según los estados financieros a marzo de 2023, **Gasco**, finalizó el período con activos por \$ 818.476 millones. La deuda financiera, corresponde a \$ 190.770 millones.

Hechos recientes

En agosto de 2022, la compañía adquirió el 50% restante de la participación accionaria de las sociedades Innovación Energía S.A. y Terminal Gas Caldera S.A. en US \$ 17,6 millones, alcanzando el 100% de participación accionaria. Cabe mencionar que de los US\$ 17,6 millones invertidos, US \$ 15,6 millones correspondieron a Innovación Energía S.A. (Inersa) mientras que US \$ 2,0 millones a Terminal Gas Caldera S.A., lo que le permitió obtener el control total de ambas empresas y así ampliar su presencia en el mercado energético.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA (títulos de deuda de largo plazo)

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.

“-”: Corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Definición Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

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.

Primera Clase Nivel 3 (títulos accionarios)

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

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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, además de congregarse a Gasco Magallanes, dedicada a la distribución de gas natural. El mercado de gas licuado, es bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas a 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 sectores¹¹ 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 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.

Además, la compañía recibe los flujos de parte de su unidad de negocios Gasco Magallanes, que es un negocio de gas natural regulado en la Región de Magallanes, aportando a **Gasco** flujos conocidos y estables.

Baja concentración de clientes y acotado riesgo de no pago: La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes (no presenta clientes que concentren individualmente más del 10% de ingreso de la compañía) y un bajo riesgo de no pago. En el mercado de GLP, el mayor número de clientes de **Gasco** corresponde a hogares particulares, a los cuales la venta se realiza con pago inmediato. Otro tipo de clientes son los industriales, los que se ven expuestos al no suministro en caso de no pagar la cuenta, situación que ha llevado a que el emisor presente una mora histórica muy baja (en línea con el mercado, e inferior que otras empresas de servicios básicos¹²).

Oportunidades en Colombia: La compañía está presente en Colombia, donde se visualizan oportunidades potenciales de crecimiento ya que el consumo per cápita es menor en comparación a otros países de la región¹³. Además, es un país productor de este combustible, en el que aún el uso de leña es preponderante.

Según estimaciones del Banco Mundial en 2021, Chile tiene un PIB per cápita¹⁴ 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. Adicionalmente, según las proyecciones del Banco Mundial (abril 2023), en 2023 se espera un crecimiento de 1,1% para Colombia, y un decrecimiento de 0,7% para Chile.

Amplia experiencia: La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de más de 165 años, en los cuales ha mostrado eficiencia para enfrentar diversos escenarios económicos y capacidad para acceder a las oportunidades que se han generado en el mercado. Entre ellos, destaca la recesión de 1982, la crisis asiática, la crisis *subprime*, 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 del controlador: Los socios controladores, el grupo Pérez Cruz, posee una dilatada trayectoria en el sector energético.

¹¹ Producto Interno Bruto excluyendo la actividad del sector "electricidad, gas, agua y gestión de desechos" para hacerlo comparable.

¹² Se hizo la comparación con algunas empresas de servicios básicos tales como Enel Distribución, CGE y Aguas Andinas.

¹³ De acuerdo con información disponible en *CIA World Factbook*.

¹⁴ Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA), a precios internacionales actuales.

Capacidad de distribución y servicios complementarios: **Gasco**, a través de su filial Gasco GLP, atiende el segmento de gas licuado en cilindros tanto a través de venta directa como de distribuidores autorizados, quienes mayoritariamente comercializan en forma exclusiva los productos de la empresa. A consecuencia de todo lo anterior, la empresa exhibe un buen servicio de distribución, que se transforma en un factor clave en el desarrollo y estabilidad del negocio. Además, se implementó una aplicación móvil la cual le permitió optimizar la logística, disminuyendo así sus tiempos de entrega y mejoramiento en el servicio al cliente.

Diversificación de sus negocios: En 2016 **Gasco** en conjunto con Energía Latina, formó la sociedad Inersa, la cual tiene como objetivo el suministro de energía eléctrica en base a gas licuado, buscando desarrollar y explotar proyectos de generación de energía eléctrica con motores a gas. Actualmente **Gasco** tiene 100% de participación en la sociedad (explicado anteriormente), y su principal activo es la Central Teno Gas, planta de generación eléctrica ubicada en la Región del Maule, que empezó a operar en febrero de 2020 conectada al Sistema Eléctrico Nacional (tiene una capacidad instalada de 44 MW mediante 26 motores alimentados con propano y cuatro estanques de almacenamiento de gas licuado de 50 toneladas cada uno que le entregan una autonomía de 24 horas; en 2022 la Central Teno Gas generó 57,22 GWh de energía, con un consumo de 11.256 toneladas de gas licuado).

Adicionalmente, posee el 100% de participación de Terminal Gas Caldera (explicado anteriormente) que tiene por objeto la construcción y operación de un terminal marítimo multiboya en la bahía de Caldera, Región de Atacama.

Por otro lado, la empresa ha incursionado en los negocios de generación fotovoltaica (con filiales como Gasco Luz y Copiapó Solar), y de generación eléctrica a gas licuado concluyendo la construcción de la central Teno. Sumado a lo anterior para potenciar el desarrollo y producción de hidrógeno en Chile, se forma la sociedad Hy2All Spa en conjunto con Hynewgen S.A.

Adecuado 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 \$ 40.702 millones (2029), cifra adecuada a la generación de Flujo de Caja de Largo plazo alcanzada en 2022 (igual a \$ 46.387 millones), siendo este valor bastante superior a sus deudas anuales (cabe mencionar, que además de 2029 la mayor amortización anual no supera los \$ 31.534 millones).

Factores de riesgo

Baja diferenciación en el sector gas licuado: El GLP que entregan las diferentes compañías distribuidoras de gas licuado es básicamente el mismo, de modo que una eventual intensificación de la competencia podría focalizarse en el precio, reduciendo los márgenes de la industria y los resultados de todas las empresas del sector. La reciente incorporación de servicios complementarios a la distribución en Gasco GLP ha ayudado a atenuar este factor de riesgo.

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 16,2%) luego de una baja de 56,1% en 2015 (año donde los costos se redujeron un 42,5%). Posteriormente, en 2021 se presenta un aumento de 125,1% (con un alza de 45,2% en los costos) mientras que en 2022 se exhibió un alza de 5,9% (alza de 21,6% en los costos). Sin embargo, a pesar del efecto generado sobre los costos, considerando que sus variaciones cuentan con una correlación positiva en relación a las variaciones del índice¹⁵, se reconoce la capacidad de traspaso de estos costos a precio, por lo cual la ganancia bruta y el EBITDA se han mantenido relativamente estables en el tiempo.

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 de un Estudio del Mercado del Gas, para efectos de determinar el adecuado funcionamiento del mercado del gas 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. Atenuando este riesgo, la compañía ha expandido sus negocios e invertido en diversos proyectos como por ejemplo el caso de Inersa, compañía que busca desarrollar y explotar proyectos de generación de energía eléctrica con motores a gas, o el caso de las filiales Gasco Luz y de Copiapó Solar, las cuales son proyectos de energía fotovoltaica.

Concentración de las ventas de GLP en la Región Metropolitana: Cerca del 48,5% de las toneladas de GLP vendidas por **Gasco** en Chile (36,1% sobre el total con solidado), se concentraron en la Región Metropolitana y tiene poca presencia en las regiones hacia el sur del país. No obstante, se valora que la compañía ha ido expandiendo sus negocios a más regiones en los últimos años, mejorando la diversificación geográfica de sus ventas (en 2018 un 56,9% del total vendido en Chile, un 42,3% del total consolidado, correspondían a Región Metropolitana).

¹⁵ Superior al 90% considerando variaciones desde 2019 a la fecha.

Es importante precisar, que el área de crecimiento susceptible para el mercado de gas natural es la Región Metropolitana, así **Gasco** enfrenta un mayor grado de competencia en esta región por la fuerte presencia del gas natural y sus posibilidades de expansión, aunque lo anterior conlleva mayores gastos de inversión y plazos que podrían disminuir los incentivos al cambio de servicio.

Negocios en Colombia: Colombia es un país que presenta mayor nivel de informalidad en la venta de combustible y un riesgo mayor al de la operación en comparación con Chile, tanto en términos del mercado mismo como del riesgo país (el riesgo soberano¹⁶ de Chile es A- y el de Colombia de BBB, de acuerdo a estadísticas publicadas por la CMF). Sin embargo, esto se ve atenuado, y cada vez con mayor fuerza, porque **Gasco** compró empresas ya en funcionamiento, por la experiencia acumulada en Chile a lo largo de su historia y, además, en consecuencia, de las regulaciones introducidas en el mercado, la informalidad en la venta ha mejorado considerablemente en los últimos años.

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 en relación con otros rubros, lo que podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas. No obstante, se reconoce que los altos montos de inversión actúan como barrera de entrada de nuevos competidores.

Antecedentes generales

La compañía

Gasco se constituye en 1856, transformándose en sociedad anónima en 1865 con el nombre de Compañía de Gas de Santiago. En un comienzo era una empresa de alumbrado público a gas, pasando a utilizarlo como combustible doméstico e industrial en 1910. Desde entonces ha experimentado distintos cambios en su estructura de negocios.

Actualmente, la compañía se dedica a la comercialización y distribución de gas licuado a petróleo y, en menor medida, de gas natural. En los últimos años se ha definido como una empresa que brinda soluciones energéticas; a través de la sociedad Inersa, suministra energía eléctrica en base a gas licuado, y mediante la subsidiaria Terminal Gas Caldera S.A., busca fortalecer la infraestructura de la cadena de valor del gas licuado (para esto se encuentra en desarrollo el proyecto de un terminal marítimo en la bahía de Caldera, Región de Atacama, para la recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado en la zona norte del país). Además, en los últimos años ha incursionado en los negocios de generación fotovoltaica.

Los controladores de **Gasco** son el Grupo Pérez Cruz con un 89,2% de la propiedad de las acciones de la Sociedad¹⁷. A continuación, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Gasco**:

¹⁶ Considera el menor *rating* asignado por las principales clasificadoras internacionales.

¹⁷ Según datos de memoria 2022.



Ilustración 1: Estructura corporativa **Gasco**¹⁸

Composición de los flujos¹⁹

En 2022, los ingresos generados por el área de Soluciones Energéticas en Chile representaron alrededor de un 85,0% del total de la compañía y los asociados a la unidad Soluciones Energéticas Internacional aproximadamente un 15,6% (el resto se explica por los ajustes de consolidación)²⁰.

¹⁸ Extraído de la memoria 2022.

¹⁹ Se muestra el año 2018* proforma para tener una base de comparación con 2019 y 2020, debido al cambio a NIIF 5 por la resolución del TDLC de vender el 63,75% de las acciones de Gasmar.

²⁰ Con fecha 2 de agosto de 2021, se concretó la venta de la sociedad Gasmar S.A. a un inversionista no relacionado, descontinuándose el aporte de esta sociedad a Empresas Gasco S.A., a partir de esa fecha.

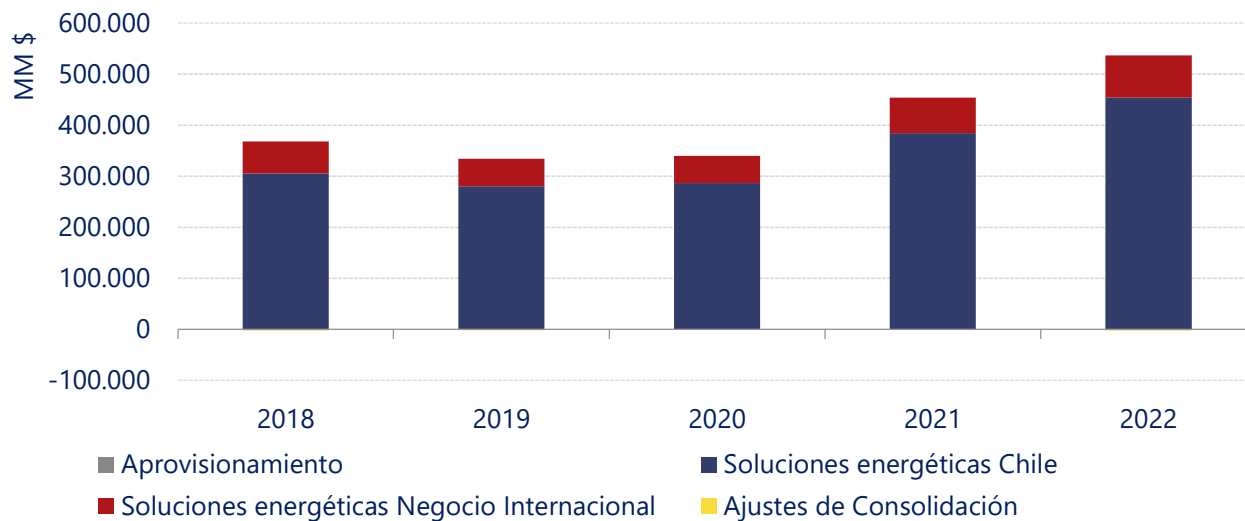


Ilustración 2: Distribución de los ingresos por segmento de negocio

El 85,7% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de Soluciones energéticas Chile y el 14,3% de Internacional (Colombia). Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en la Región Metropolitana de un 44,3% sobre el total de ingresos locales (37,4% sobre el consolidado), sin embargo, como se mencionó anteriormente esta concentración en la región se encuentra en disminución desde 2018.

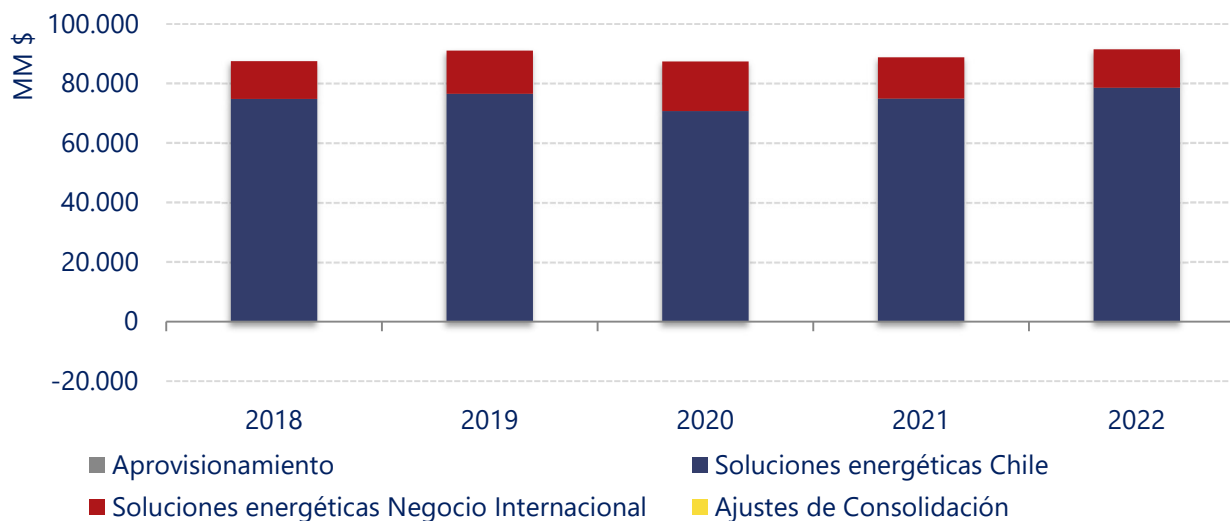


Ilustración 3: Evolución del EBITDA por segmento de negocio

Líneas de negocio

Gasco y sus subsidiarias participan, principalmente, en la generación de soluciones energéticas, con énfasis en la distribución y comercialización en base a gas licuado en los mercados de Chile y Colombia.

La sociedad posee, además posee el 100% de propiedad en Innovación Energía S.A., empresa dedicada a la generación eléctrica en base a GLP, el mismo porcentaje, en Terminal Gas Caldera S.A. que pretende desarrollar un terminal de GLP en el norte de Chile.

A finales de 2021 constituyó una sociedad de control conjunto con Hynewgen S.A. denominada "Hy2All SpA", cada socio es dueño del 50% de la firma, la que tiene por objeto el desarrollo, construcción, financiamiento, explotación, operación y mantenimiento de uno o más proyectos de producción de hidrógeno en Chile, incluyendo todas sus instalaciones complementarias (a través de esta sociedad, **Gasco** espera participar de un grupo de trabajo internacional para la exportación desde Chile de hidrógeno o algún *carrier* derivado de él).

Por otro lado, **Gasco** mantiene un 90% en Gasco Luz SpA, dedicada a desarrollar proyectos de generación por medios fotovoltaicos y el 100% de Gasco Luz Colombia S.A.S. (En 2021, Gasco Luz SpA constituyó la subsidiaria Gasco Luz Colombia S.A.S. en el mercado colombiano, manteniendo el 100% de su propiedad y teniendo por objetivo replicar el modelo de negocio de generación distribuida en Colombia bajo modelo ESCO, en línea con lo desarrollado en Chile). En la misma línea de lo anterior, la compañía mantiene el 50% de propiedad de Copiapó Energía Solar SpA. compartiendo la propiedad con Hynewgen S.A., el cual es un proyecto de energía fotovoltaica.

Las principales características de las líneas de negocios en donde opera **Gasco** a través de sus compañías subsidiarias se presentan a continuación:

Soluciones Energéticas Chile

En este segmento, la sociedad está presente a través de sus subsidiarias Gasco GLP S.A., Invergas S.A., Gasco Luz S.P.A., Inersa S.A., entre otras, además de su Unidad de Negocios Gasco Magallanes, participando en todas las regiones del país (incluye la distribución de GL en la Isla de Pascua), también es parte de este sector la sociedad de control conjunto Hy2all S.P.A.

Gasco GLP S.A.: Distribuye y provee gas licuado (GL), gas natural licuado (GNL), gas natural comprimido de uso vehicular (GNC o GNV) y soluciones energéticas en base a gas a clientes residenciales, comerciales, industriales, mineros y vehiculares desde la Región de Arica y Parinacota hasta la de Aysén a través de las líneas de negocio envasado, granel, soluciones energéticas y transporte, con una eficiente logística de aprovisionamiento, operaciones, distribución y comercialización.

Para la distribución de gas envasado cuenta básicamente con tres canales: venta directa, subdistribuidores y operadores, quienes mayoritariamente venden en forma exclusiva los productos de la empresa. En el mercado de gas licuado a granel la compañía abastece a los clientes en forma directa.

La empresa cuenta con plantas de llenado de cilindros en Maipú (Región Metropolitana), El Belloto (V Región), Talca (VII Región), Osorno (X Región), Mejillones (II Región), Biobío (VIII Región), Coyhaique (XI Región), Cabo Negro (XII Región) y Puerto Williams (Antártica).

La compañía cuenta con una unidad de negocio dedicada al gas vehicular que entrega soluciones energéticas para el transporte mediante vehículos convertidos u homologados a gas licuado o gas natural, que son una alternativa menos contaminante y más económica que la bencina y el diésel. Esta unidad de negocios opera 31 estaciones de servicio, 27 de las cuales pertenecen a terceros, entre las regiones de Antofagasta y Magallanes, ofreciendo a sus clientes un producto de bajas emisiones, seguro y conveniente. En 2022 se vendieron 6.154 toneladas de GLP y GNC (5.750 en 2021).

Durante 2022, las ventas físicas de Gasco GLP alcanzaron las 363.741 toneladas de gas licuado un 0,3% superior que 2021, además vendió 7.508 toneladas equivalentes de GN (7.634 toneladas en 2021). Su participación en el mercado nacional incluyendo las ventas de Gasco Magallanes llega al 26,0%²¹ (25,9% en 2021).

Gasco Magallanes: Distribuye Gas Natural (GN) y Gas Licuado (GL) en la Región de Magallanes y la Antártica Chilena, con una planta de 121 colaboradores y una red de subdistribuidores para el GL. Su cartera está compuesta por consumidores residenciales, comerciales, vehiculares, industriales y de generación eléctrica. El GN es distribuido bajo régimen de concesión, con tarifas reguladas, en las comunas de Punta Arenas (incluye Laguna Blanca), Puerto Natales y Puerto Porvenir. Al 31 de diciembre de 2022 contaba con 64.484 clientes y sus redes de distribución alcanzaban a 1.580 km. El GL se distribuye y comercializa en formato envasado y granel en las provincias de Magallanes, Tierra del Fuego, Última Esperanza y Antártica Chilena, mercado en el que mantiene una participación relevante.

Durante 2022, las ventas físicas de Gasco Magallanes aumentaron un 7,8% con respecto al año 2021, desde 435 millones de m³ de gas natural (443 millones de m³ en términos consolidados) hasta 469 millones de m³ (479 millones de m³ en términos consolidados) que obedeció principalmente a una normalización post pandemia de las actividades regulares en las principales ciudades de la región, además a un mayor consumo residencial y comercial, debido a que se registraron temperaturas más bajas que el promedio histórico, sumado a la conexión de 1.318 nuevos clientes. En menor medida incidió que el principal cliente, la empresa eléctrica Edelmag, incrementó su consumo por las mismas razones.

Las ventas de gas licuado alcanzaron las 4.261 toneladas, aumentando un 28,7% en comparación a 2021.

Gasco Magallanes mantiene el contrato de aprovisionamiento con la empresa Nacional de petróleo (ENAP), empresa que también abastece a **Gasco** mediante contratos en gas licuado. Esta unidad de negocio atiende a clientes residenciales, comerciales, industriales y generadora eléctrica, con tarifas reguladas, y ofrece soluciones energéticas a clientes alejados de la red de distribución.

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).

²¹ Según información de memoria 2022 contrastados con datos de Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

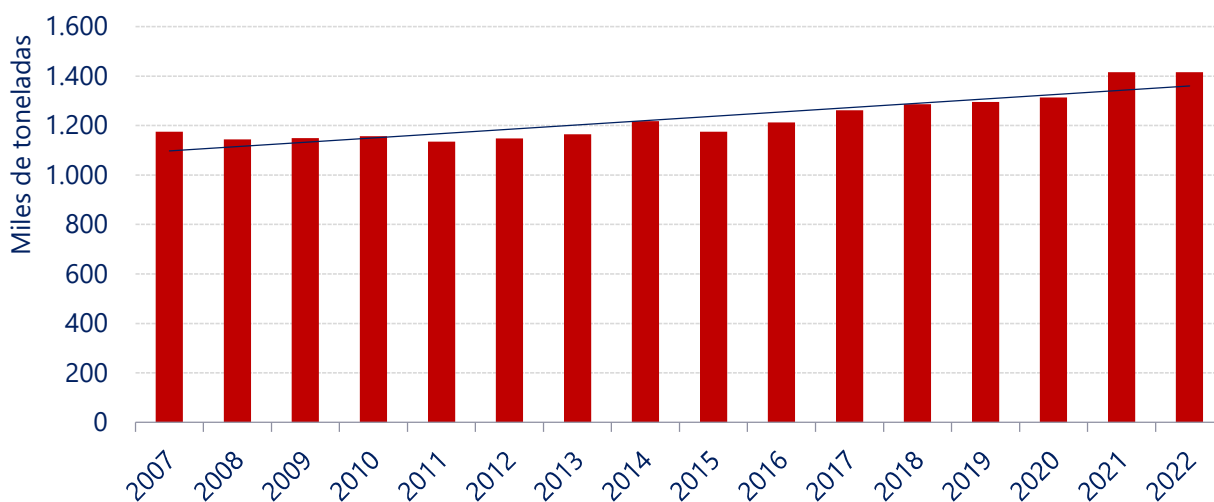


Ilustración 4: Evolución de las ventas totales de GLP en Chile

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.

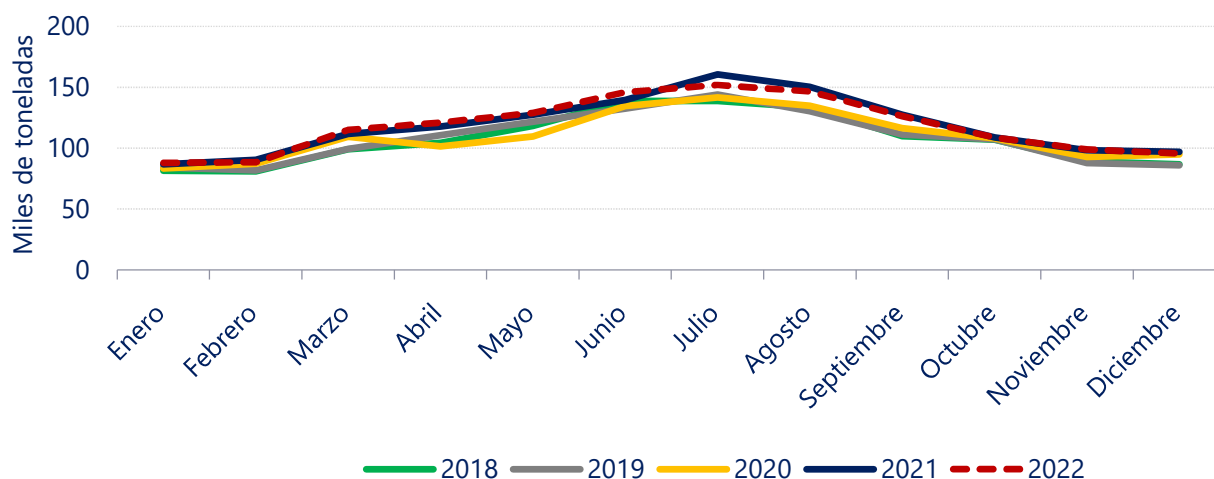


Ilustración 5: Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile

Innovación Energía S.A (Inersa): Inersa desarrolla proyectos de energía eléctrica en base a gas para ofrecer generación flexible al Sistema Eléctrico Nacional (SEN), posicionándose como un complemento a la variabilidad de las Energías Renovables No Convencionales (ERNC); permite abastecer demandas en lugares alejados de la red (*off grid*), como faenas mineras y pisciculturas; y ofrecer cogeneración y almacenamiento en conjunto con el área de soluciones energéticas de Gasco GLP S.A.

Su principal activo es la Central Teno Gas, planta de generación eléctrica ubicada en la Región del Maule, que empezó a operar en febrero de 2020 conectada al Sistema Eléctrico Nacional. Tiene una capacidad instalada de 44 MW mediante 26 motores alimentados con propano y cuatro estanques de almacenamiento de gas licuado de 50 toneladas cada uno que le entregan una autonomía de 24 horas. En este ejercicio la Central Teno Gas generó 57,22 GWh de energía, con un consumo de 11.256 toneladas de gas licuado, con lo que contribuyó a desplazar diésel en la matriz energética nacional, produciendo electricidad de forma más limpia y económica para todos los clientes del sistema. Cabe mencionar, según declaraciones de la administración, se ampliará la planta Teno en 10 MW con plazo de operación esperado el segundo semestre de 2024.

Innovación Energía S.A registró ingresos por US \$ 17,6 millones, consolidando un EBITDA de US \$ 4,4 millones y una utilidad de US \$ 2,3 millones.

Gasco Luz: Creada en noviembre de 2018, GASCO Luz SpA está dedicada a los proyectos de generación distribuida por medios fotovoltaicos, principalmente amparados bajo la Ley de Net Billing (Nº 21.118), que permite instalar sistemas de autogeneración por hasta 300 kW.

Durante 2022, Gasco Luz en Chile generó 11,7 GWh, alcanzando un total histórico de 25 GWh. Con respecto a su EBITDA presenta un valor de \$ 327 millones, inferior al del ejercicio anterior donde se obtuvo \$ 353 millones y la utilidad aumentó a \$ 972 (\$ 327 millones en 2021).

Durante el año 2021 entro en operación las plantas fotovoltaicas ubicadas en Talca y El Belloto de la subsidiaria Gasco GLP S.A. y finalizó la construcción de la planta de Maipú (fotovoltaica con una capacidad de 200 kWp), de manera adicional se constituyó la subsidiaria Gasco Luz Colombia S.A.S, mantenido el 100% de su propiedad. En este ejercicio las plantas de GASCO GLP ubicadas en Talca, El Belloto y Maipú generaron energía fotovoltaica para compensar sus operaciones, permitiendo generar 603 kWp, equivalentes a más de 1.500 paneles solares. El 64% de la energía consumida en las plantas de Talca y El Belloto fue generada por estos paneles.

Copiapó Energía Solar SpA: Desarrolla un proyecto de energía solar fotovoltaica de 150 MW de capacidad instalada y US\$ 130 millones de inversión estimada en la comuna de Copiapó, Región de Atacama. A la fecha cuenta con la respectiva Resolución de Calificación Ambiental (RCA) favorable, la asignación de contratos de concesión de uso oneroso por la propiedad fiscal donde instalará la planta –una superficie de 450 hectáreas– y de servidumbre eléctrica con el Ministerio de Bienes Nacionales, que le permitirá conectarse al Sistema Eléctrico Nacional (SEN) a través de la subestación Carrera Pinto.

En septiembre de 2019 Empresas GASCO adquirió el 100% de Copiapó Energía Solar SpA y en agosto de 2021, vendió 50% de las acciones a la firma uruguaya Amprés S.A., por lo cual la empresa actualmente es una sociedad de control conjunto.

Durante 2021, fue ingresado al Sistema de Evaluación de Impacto Ambiental (SEIA) el proyecto “Parque fotovoltaico y almacenamiento Copiapó Energía Solar”, el cual contempla la instalación de una central de generación fotovoltaica de 300 MW y un sistema de baterías de almacenamiento de 100 MW permitirá mejorar la eficiencia de la planta, aprovechando los excedentes de energía y mitigando vertimientos producto de la sobreoferta del Sistema Eléctrico Nacional en la zona norte del país.

En síntesis, durante 2022, el segmento soluciones energéticas Chile presentó un aumento de 18,1% en las ventas, finalizando el periodo con un total de \$ 453.610 millones (\$ 384.194 millones en 2021).

Por su parte, el EBITDA tuvo un crecimiento de 0,3%, sin embargo, el margen EBITDA disminuyó desde 13,9% en 2021 a 11,8% en 2022. En el periodo se exhibió un incremento del 41% del EBITDA de la Unidad de Negocios Gasco Magallanes por mayor consumo residencial y comercial, que se vio favorecido por el avance en la apertura del comercio post pandemia, aumento de clientes y menores temperaturas promedio, que permitieron aumentar en 7,8% sus ventas físicas de gas natural y 28,7% de gas licuado, respecto al año anterior. Asimismo, destaca el aporte de Innovación Energía S.A., en el flujo total, que consolida sus resultados a partir de agosto de 2022.

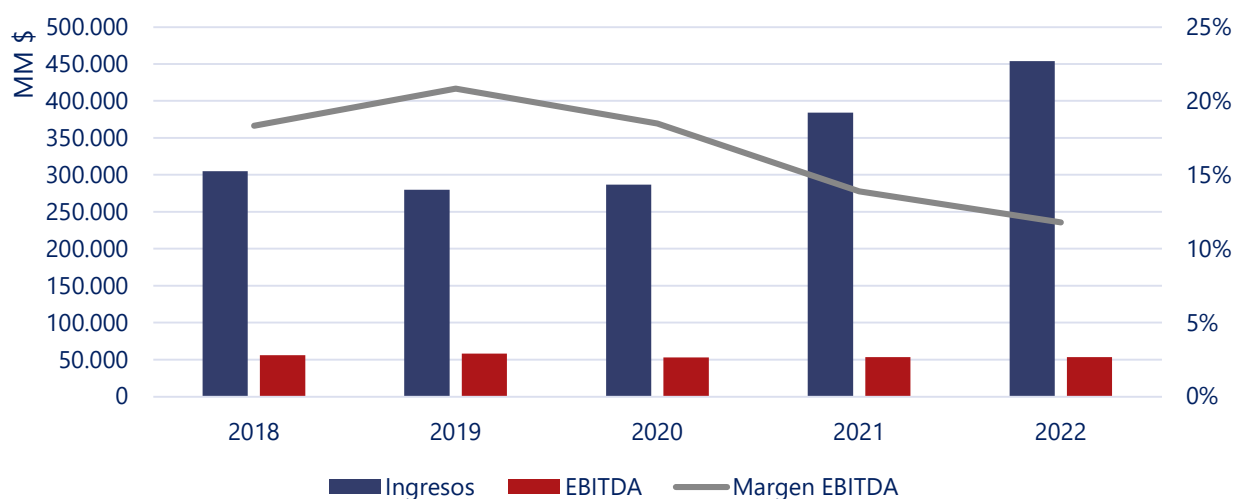


Ilustración 6: Ingresos, EBITDA, Margen EBITDA segmento soluciones energéticas en Chile²²

Soluciones energéticas negocio internacional

Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.: Distribuye y comercializa directamente gas licuado en el mercado colombiano bajo las marcas Vidagas y Unigas, y en forma indirecta a través de la marca Montagas. Su cobertura alcanza a 28 de los 32 departamentos de ese país, en los que atiende a clientes residenciales, comerciales e industriales.

La sociedad compra materia prima directamente a Ecopetrol S.A., empresa estatal que abastece de gas licuado (GL) a las distribuidoras del país. Además, en 2017 se integró a un consorcio de mayoristas para habilitar un terminal en el puerto de Okianus, que les permite importar gas y almacenarlo, diversificando sus fuentes de suministro. De esta manera, la petrolera estatal abasteció alrededor de 83,7% de los requerimientos de la empresa. El resto lo adquirió a fuentes internas no reguladas (Termoyal, PetroSantander y Pegasus Blending) y solo realizó una importación puntual de 1.151 toneladas, lo que jugó a favor de los resultados ya que el gas importado es de por sí más caro; más aún en el escenario de altos precios que predominó estos 12 meses en el mercado internacional.

²² En el periodo de evaluación no se considera los ingresos y EBITDA generados por Gasmar.

Las ventas físicas del grupo en 2022 fueron de 126.562 toneladas de GLP²³, con una participación de mercado de 17,9%. La venta de GLP está dividida en los canales de envasado y granel.

Esta sociedad presentó un EBITDA aproximado de \$ 7.770 millones (COP \$ 43.167 millones, transformados según tipo de cambio de estados financieros 2022) disminuyendo en 14,0% respecto a 2021. Por su parte, las utilidades finalizaron en \$ 6.725 millones (COP \$37.361 millones, transformados según tipo de cambio de estados financieros 2022) lo que representa un alza de 139,6%, respecto a 2021.

Durante 2022 el segmento soluciones energéticas negocio internacional exhibió un aumento de 19,5% en los ingresos, finalizando el periodo con un total de \$ 83.136 millones (\$ 69.575 millones en 2021) explicado principalmente por el incremento de las ventas físicas. Por su parte, el EBITDA exhibió un alza de 2,1%. De esta manera se presentó un menor margen EBITDA, pasando desde 12,6% en 2021 a 10,7% en 2022.

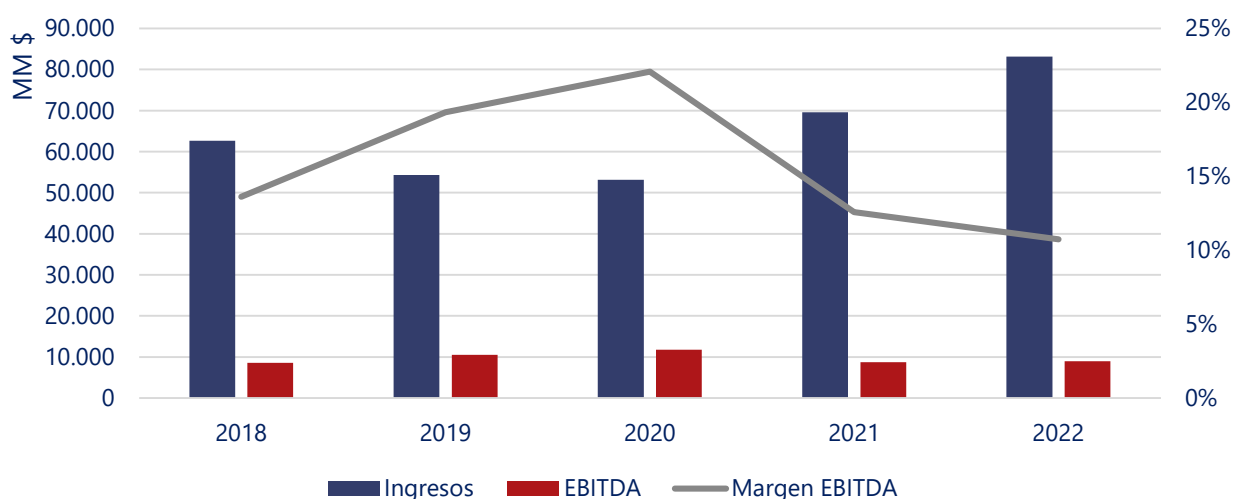


Ilustración 7: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA segmento soluciones energéticas negocio internacional²⁴

Aprovisionamiento²⁵

Terminal Gas Caldera: Tiene por objeto la construcción y operación de un terminal marítimo multiboya en la bahía de Caldera, Región de Atacama, que permitirá la descarga y almacenamiento de gas licuado (GL) desde buques de hasta 225 metros de eslora.

El proyecto contempla un estanque con capacidad para 45.000 m³ de este combustible para ser distribuido a clientes de granel o envasado de la zona norte. Cabe mencionar que según información publicada por la sociedad, se estima que su implementación tendrá un impacto económico positivo, tanto en la región como en los consumidores en general, puesto que mejorará la competitividad del GL en una zona en la

²³ Cifra consolidada y considera el 33% de las ventas de Montagas, sin esta filial la suma corresponde a 109.730 toneladas en 2022 (el canal granel vendió 45.053 toneladas, mientras que el negocio de envasado alcanzó ventas por 64.677 toneladas).

²⁴ En este segmento se incluye los ingresos generados por el terminal de la subsidiaria en Colombia dedicada al aprovisionamiento de sus negocios en este país. Desde el año 2018 no se considera los ingresos y EBITDA generados por Gasmar.

²⁵ Este segmento no se consolida en los estados financieros de Gasmar desde el año 2019.

que predomina el uso del diésel. Asimismo, permitirá a las empresas del norte de Chile acceder a mejores precios de energía y a acelerar la instalación de centrales de generación en base a gas, como combustible de complemento a las ERNC, contribuyendo a reducir las emisiones contaminantes de clientes residenciales y de la industria minera.

A la fecha, la sociedad cuenta con la Resolución de Calificación Ambiental (RCA) favorable y la concesión marítima, ambos permisos esenciales para iniciar las obras. Durante 2022 la administración siguió avanzando en la estructuración de los procesos de licitación y el análisis del modelo de financiamiento más eficiente para iniciar su construcción.

Análisis financiero²⁶

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados²⁷

En términos reales, los ingresos de la sociedad evidenciaron cierta volatilidad, presentando una baja en 2019 y alzas en 2021 y 2022. La disminución de 2019 se explica principalmente por una baja en los precios de comercialización, producto de menores costos del GLP, manteniéndose estable la venta física de GLP en los sectores de soluciones energéticas Chile y soluciones energéticas negocio internacional. Posteriormente en 2021 el incremento se atribuyó a mayores ventas físicas de GL en los sectores soluciones energéticas Chile y negocio internacional, además del incremento en el costo del gas, que impactó en el precio de venta. Durante 2022, el incremento presentado responde al alza en el costo del gas, que impactó en el precio de venta, generado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, además de la apreciación del dólar respecto al peso chileno que encareció el costo del gas y efectos inflacionarios de los recursos, además de un incremento de las ventas físicas de gas natural en el mercado local y mayores ventas físicas de gas licuado en los sectores soluciones energéticas negocio internacional y soluciones energéticas Chile.

Por su parte, el EBITDA exhibió su mayor valor en 2019 alcanzando los \$ 86.456 millones, ejercicio donde se manifestaron menores costos por compra de gas y mayores márgenes. En adelante, el EBITDA mantuvo cierta tendencia a la baja por disminuciones en el margen bruto, costos y gastos. En los hechos, en 2021 hubo una menor ganancia bruta, alzas en los costos de distribución (especialmente en fletes de reparto y gastos de personal), gastos de administración (mayormente gastos de personal y otros gastos varios) y otros gastos por función. En 2022, la disminución se debe a menor margen bruto y mayores costos de distribución (mayormente en fletes de reparto y gastos de personal).

El flujo de actividades provenientes de la operación mantuvo un comportamiento similar al EBITDA. En primera instancia, exhibió un fuerte incremento en 2019, dado el alza en la recaudación a partir de mayores cobros de la operación principalmente en las subsidiarias Gasco GLP e Inversiones GLP y menor pago de impuesto a las ganancias, principalmente en la subsidiaria Gasco GLP. Posteriormente, se presentó una

²⁶ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

²⁷ Los datos de 2018, 2019 y 2020 son comparables dado que consideran Gasmar como activos para la venta y para el 2021 se realizó la venta.

baja en 2021 (disminución de los cobros y pagos netos de la operación principalmente en **Empresas Gasco** y las subsidiarias Gasco GLP e Inversiones GLP). En lo más reciente (2022), el flujo sufrió una fuerte contracción (46,8%), principalmente por el incremento de los impuestos a las ganancias pagados en **Empresas Gasco** ante el resultado extraordinario generado en la venta de la sociedad Gasmar en 2021 (y también por disminución de los cobros y pagos neto de la operación, principalmente en la subsidiaria Gasco GLP y Gasco Luz).

Con todo lo anterior, el margen EBITDA mantuvo cierta tendencia a la baja entre 2020 y 2022 alcanzando un 11,6% en 2022 (13,8% en 2021) tal como se muestra en la ilustración 8.

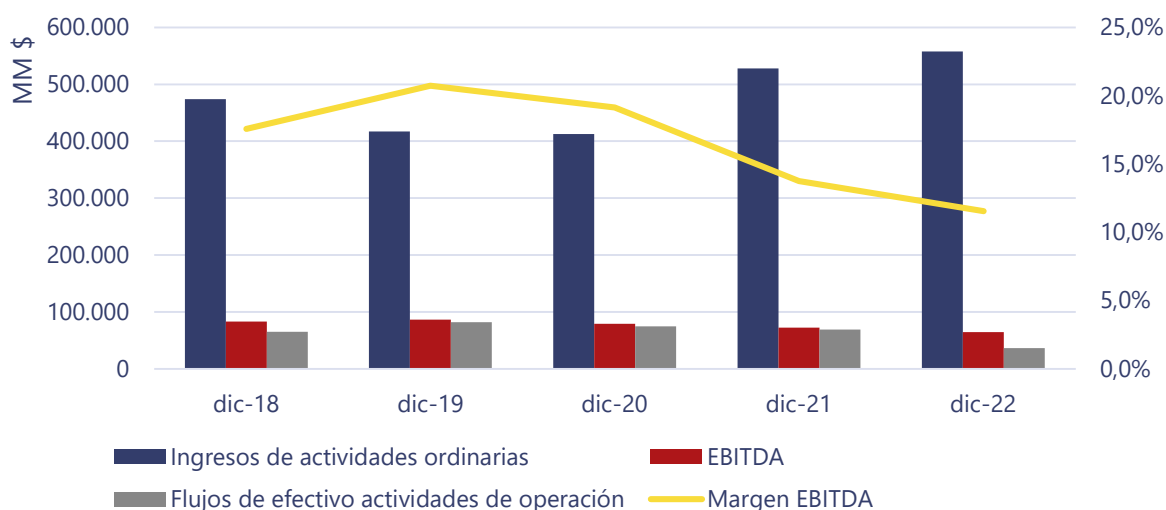


Ilustración 8: Evolución de Ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

Evolución del endeudamiento

Durante el horizonte de evaluación se exhibe una constante disminución de la deuda financiera, pasando desde los \$ 312.905 millones hasta los \$ 190.046 millones en 2022. De esta manera, al analizar los indicadores en endeudamiento relativo se obtiene un valor de 2,9 veces para la deuda financiera sobre EBITDA (2,6 veces en 2021) y 4,1 veces para la deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (3,0 veces en 2021). No obstante, si se ajusta este último²⁸, se obtendría un *ratio* de 3,1 veces en 2022 (el cual podría situarse bajo 3 veces si se considera que los flujos del año 2022 estuvieron comparativamente más bajos que los años anteriores).

²⁸ Eliminando efectos del 2021 por la venta de Gasmar (otras ganancias elevadas, efecto sobre impuestos y efecto sobre el nivel de activos), incorporando flujos de Inersa dado que ese año se alcanzaron a consolidar cinco meses, y se ajustó la deuda financiera por exceso transitorio de inventario por el cambio en el modelo de adquisición del gas licuado, vía importación marítima directa a partir del 2023.

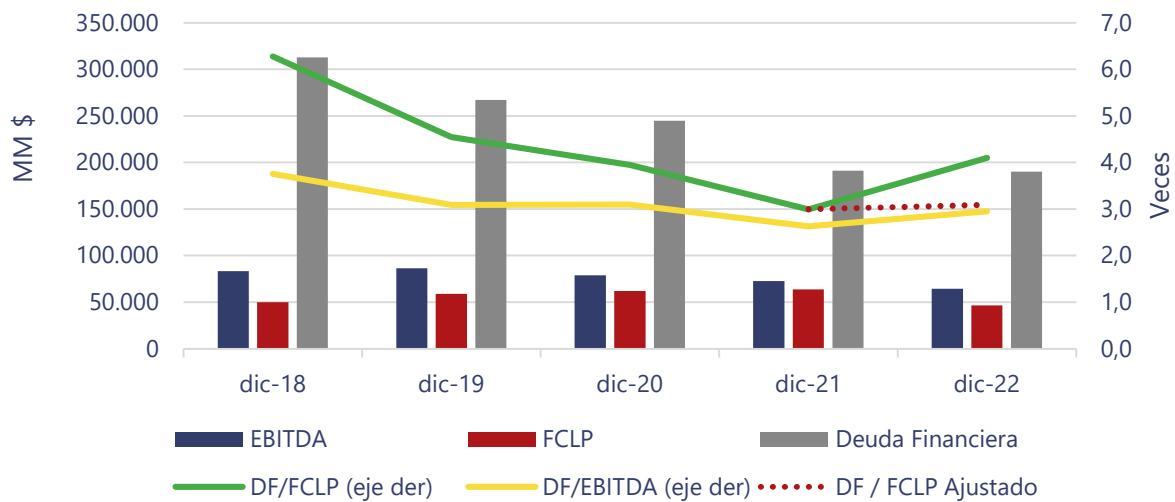


Ilustración 9: Evolución de endeudamiento

Con respecto al perfil de vencimientos, cabe señalar que el endeudamiento financiero está estructurado en el largo plazo, pero presenta los mayores vencimientos en los primeros cinco años y en el ejercicio de 2029 en donde se registraría la máxima amortización anual, igual a \$ 39.321 millones, cifra, en todo, caso, inferior al Flujo de Caja de Largo Plazo de 2022 el cual alcanzó un valor de \$ 46.387 millones.

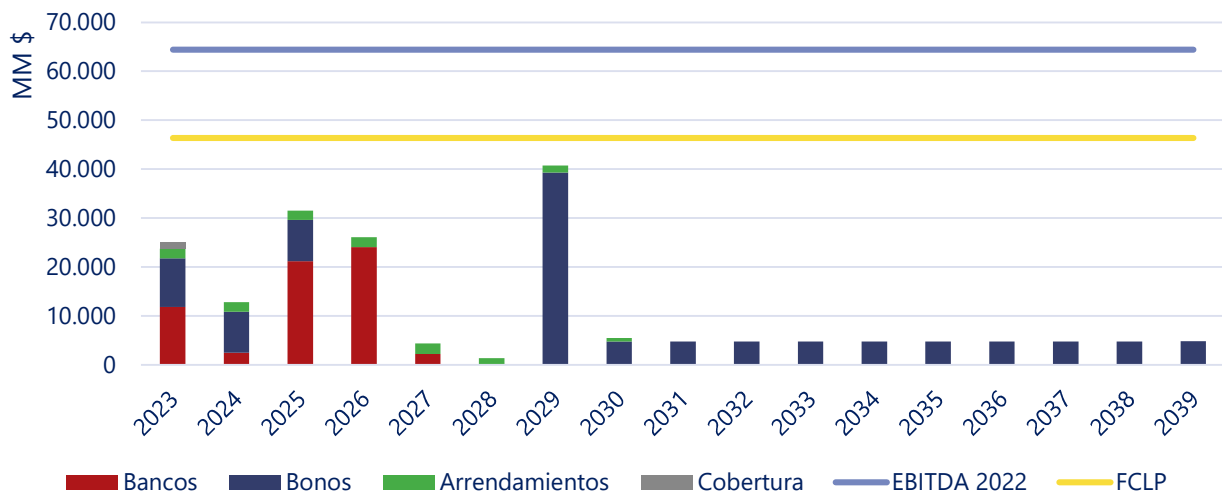


Ilustración 10: Evolución perfil de vencimiento

Evolución de la liquidez

La liquidez medida a través de la razón circulante, se mantuvo relativamente estable en el periodo de evaluación, a excepción de 2021 donde se presentó un alza importante por mayor efectivo y equivalentes, la disminución de los pasivos clasificados para la venta, y una baja de los préstamos bancarios. Desde 2018,

la liquidez se mantuvo sobre la unidad, alcanzando su *peak* en 2021 (1,6 veces), obteniendo 1,3 veces en 2022 (similar al comportamiento histórico).

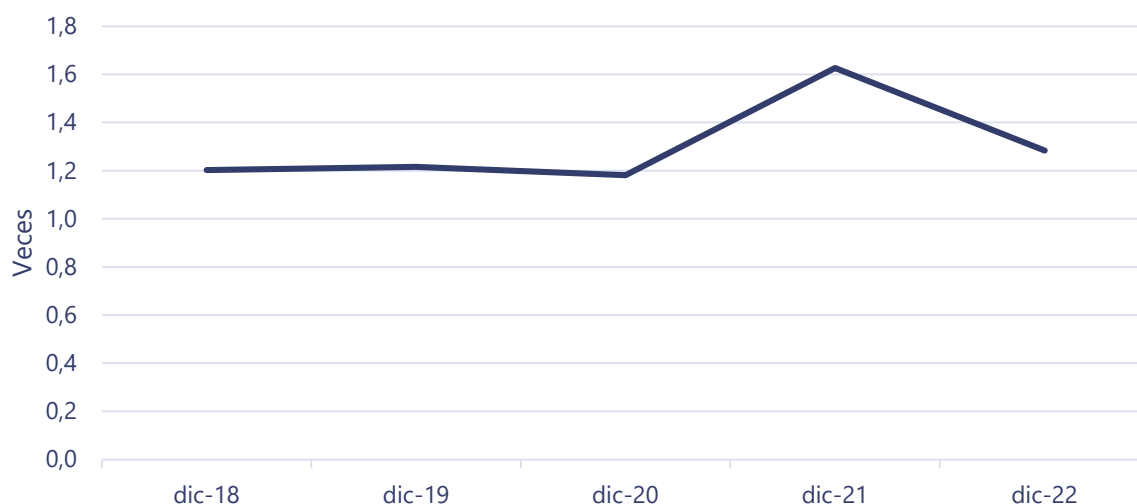


Ilustración 11: evolución de la razón circulante

Evolución de la rentabilidad²⁹

Las rentabilidades sobre activo y patrimonio exhibieron una leve tendencia al alza entre 2018 y 2020 (la primera pasó de 3,75% en 2018 a 14,4% en 2020, y la segunda de 9,82% en 2018, a 5,3% en 2020). Posteriormente, en 2021 se exhibieron utilidades elevadas por concepto de ingresos extraordinarios, como consecuencia de la venta de la filial Gasmar lo cual afectó los indicadores llevándolos a niveles históricamente altos. En 2022, los *ratios* presentaron contracciones hasta alcanzar valores de rentabilidad sobre activo y patrimonio de 1,5% y 3,3%, respectivamente (15,5% y 37,9% en 2021, respectivamente). Por su parte, la rentabilidad operacional mantuvo un comportamiento a la baja desde 2020, pasando desde 5,2% en ese año a 3,7% en 2022.

Cabe mencionar, que, si se sustrae el efecto de la venta de acciones sobre los otros ingresos en 2021 (ingresos extraordinarios), y para el todo el periodo de evaluación se considera únicamente la utilidad, activos, pasivos y patrimonio³⁰ de operaciones continuadas; las rentabilidades sobre activo³¹ y patrimonio³² exhibirían bajas en 2021 hasta alcanzar 1,6% y 3,9% respectivamente (3,1% y 8,4% respectivamente en 2020), y en 2022, obteniendo valores de 1,5%, y 3,3% respectivamente. Las disminuciones de 2021 se explican principalmente por menor ganancia bruta y resultados inferiores en otras ganancias y unidades

²⁹ 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.

³⁰ Activos de operaciones continuadas – pasivos de operaciones continuadas.

³¹ Además de los ajustes mencionados se utiliza la misma fórmula anterior, que considera activos promedio.

³² Además de los ajustes mencionados se utiliza la misma fórmula anterior, que considera patrimonio promedio.

de reajuste. Por otro lado, en 2022, se explica por menores resultados por unidad de reajuste (más negativo) y mayores costos financieros. Por su parte, la rentabilidad operacional mantendría su tendencia a la baja desde 2020, alcanzando valores de 6,4% en 2020 (6,7% en 2019), 4,9% en 2021 y 3,7% en 2022. Lo anterior explicado por disminuciones en la ganancia bruta, alzas en los costos de distribución, y además en 2021 y 2022 por menores resultados por unidad de reajuste.

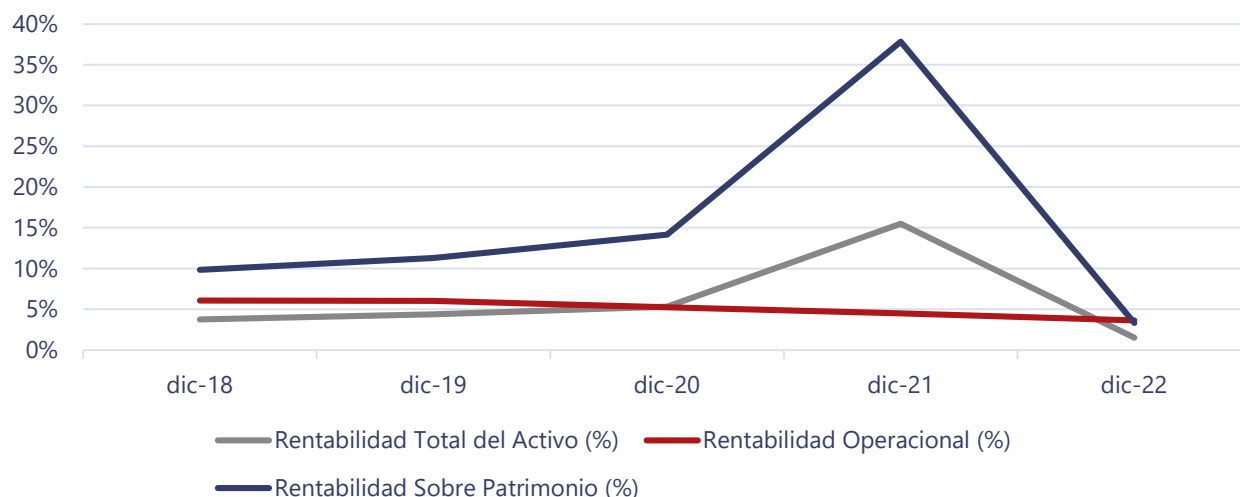


Ilustración 12: Evolución de las rentabilidades

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio presenta una presencia a abril 2023 de 4,4%. Cabe mencionar que **Gasco** posee un *market maker*. (Banchile Corredores de Bolsa S.A. 07-11-2016 / 29-09-2023).

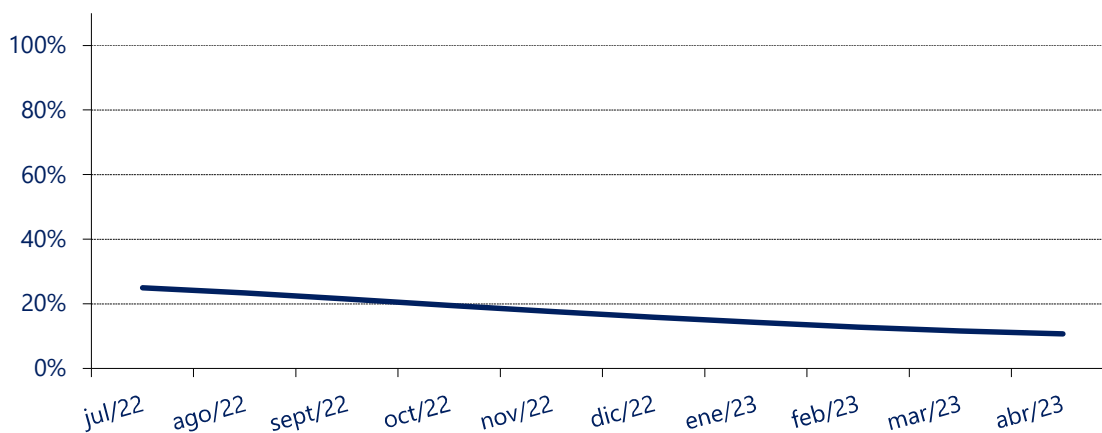


Ilustración 13: Presencia Promedio (%)

Covenants financieros

A diciembre de 2022 los *covenants* de la empresa son los siguientes:

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a dic 2022
Endeudamiento consolidado	$\leq 1,3x$	0,41 veces
Patrimonio Total mínimo	\geq MM \$ 170.000	MM \$ 367.201
Activos libres de prenda/pasivos exigibles no garantizados	$\geq 1,2x$	1,76 veces
Activos libres de prenda/pasivos exigibles	$\geq 0,5x$	1,76 veces
Deuda financiera neta sobre Ebitda	$\leq 3,25$	2,40 veces

Ratios financieros³³

Ratios de liquidez	Ratios Financieros				
	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez (veces)	1,43	1,55	1,52	1,35	1,30
Razón Circulante (Veces)	1,20	1,22	1,18	1,63	1,28
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,17	1,22	1,18	1,63	1,28
Razón Ácida (veces)	0,83	1,12	1,05	1,44	0,90
Rotación de Inventarios (veces)	7,11	8,49	12,91	16,52	13,73
Promedio Días de Inventarios (días)	51,33	42,98	28,27	22,10	26,58
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,15	10,45	10,50	11,32	10,17
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	51,08	34,94	34,75	32,23	35,89
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,58	5,68	5,23	5,81	6,04
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	101,83	64,30	69,80	62,79	60,42
Diferencia de Días (días)	50,76	29,36	35,05	30,55	24,53
Ciclo Económico (días)	-0,58	-13,62	6,78	8,45	-2,06

³³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (veces)	0,62	0,61	0,65	0,54	0,55
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,63	1,54	1,83	1,16	1,25
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,32	0,58	0,59	0,35	0,34
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,76	3,09	3,10	2,63	2,95
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,27	0,32	0,32	0,38	0,34
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	54,44%	46,69%	44,12%	38,74%	41,54%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,07%	0,00%	1,26%	0,02%	0,02%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,61	2,37	1,51	12,79	0,82

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto (%)	23,81%	27,39%	25,83%	19,63%	17,00%
Margen Neto (%)	7,16%	9,80%	11,57%	26,03%	2,37%
Rotación del Activo (%)	51,07%	44,17%	48,11%	57,62%	67,63%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,75%	4,37%	5,30%	15,50%	1,52%
Inversión de Capital (%)	206,49%	161,93%	189,77%	156,83%	174,78%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	17,00	9,20	11,07	6,58	17,13
Rentabilidad Operacional (%)	6,07%	6,03%	5,22%	4,50%	3,66%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	9,82%	11,28%	14,14%	37,85%	3,34%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	69,80%	64,55%	65,63%	73,82%	76,89%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	76,19%	72,61%	74,17%	80,37%	83,00%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,18%	6,92%	6,93%	5,70%	5,20%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	15,35%	14,58%	12,97%	10,48%	7,68%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	17,58%	20,74%	19,15%	13,76%	11,55%

Otros indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,10%	0,05%	0,09%	0,02%	0,08%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	21,77%	11,70%	10,65%	13,38%	14,54%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	1,41%	1,54%	1,60%	1,90%	0,68%
Capital sobre Patrimonio (%)	17,04%	15,73%	15,76%	10,57%	10,76%

"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."