



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Carlos García B.

Tel. 56 – 22433 5200

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Empresas Gasco S.A.

Mayo 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Línea de Efecto de Comercio Tendencia	A Nivel 1/A Estable
Acciones (GASCO) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	31 de marzo de 2019 <sup>1</sup>

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Bonos Serie D (BGASC-D)	Nº 209 de 23.04.1999
Bonos Series F1 (BGASC-F1) Bonos Series F2 (BGASC-F2)	Nº 238 de 27.11.2000 Nº 238 de 27.11.2000
Línea de Bonos	Nº 429 de 02.08.2005
Línea de Bonos Serie I (BGASC-I)	Nº 903 de 20.07.2018 Primera emisión
Línea de Bonos Serie J (BGASC-J)	Nº 904 de 20.07.2018 Primera emisión
Línea de Efectos de Comercio	Nº 098 de 11.09.2013

Miles de pesos	Estados de resultado consolidado IFRS					
	Gasco (sociedad continuadora)					
2014	2015	2016	2017	2018	2019.03	
Ingresos	615.485.687	401.516.358	490.269.078	557.767.708	619.621.664	103.416.051
Costo de ventas	-519.945.476	-299.151.943	-385.190.000	-447.583.717	-511.952.995	-82.707.488
Ganancia bruta	95.540.211	102.364.415	105.079.078	110.183.991	107.668.669	20.708.563
Gastos de administración y distribución	-45.305.518	-44.277.530	-42.735.830	-46.910.217	-48.669.052	-11.331.172
<b>Resultado operacional</b>	<b>50.234.693</b>	<b>58.086.885</b>	<b>62.343.248</b>	<b>63.273.774</b>	<b>58.999.617</b>	<b>9.377.391</b>
Gastos financieros	-16.296.027	-14.393.752	-15.443.669	-14.498.688	-14.990.169	-3.419.148
Resultado del ejercicio	108.559.152	90.145.756	29.272.023	34.768.836	26.304.573	4.822.473
EBITDA	74.103.327	81.679.075	84.383.728	87.660.262	84.931.228	16.197.115

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 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.

Balance general consolidado IFRS						
Miles de pesos	2014	2015	2016	2017	2018	2019.03
Activos corrientes	186.271.926	93.577.565	98.137.251	110.595.726	129.790.436	128.589.190
Activos mantenidos para la venta o para distribuir a los propietarios	0	1.029.891.627	704.742	0	0	0
Activos no corrientes	1.516.517.313	533.170.571	539.407.502	559.106.475	596.610.229	605.239.594
<b>Total activos</b>	<b>1.702.789.239</b>	<b>1.656.639.763</b>	<b>638.249.495</b>	<b>669.702.201</b>	<b>726.400.665</b>	<b>733.828.784</b>
Pasivos corrientes	209.398.468	119.073.254	120.669.238	114.875.441	135.897.978	107.067.245
Pasivos incluidos en grupos de activos mantenidos para la venta	0	472.320.667	0	0	0	0
Pasivos no corrientes	668.847.211	293.818.110	292.780.720	297.608.686	314.158.149	348.816.377
Pasivos totales	878.245.679	885.212.031	413.449.958	412.484.127	450.056.127	455.883.622
<b>Patrimonio</b>	<b>824.543.560</b>	<b>771.427.732</b>	<b>224.799.537</b>	<b>257.218.074</b>	<b>276.344.538</b>	<b>257.892.330</b>
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>1.702.789.239</b>	<b>1.656.639.763</b>	<b>638.249.495</b>	<b>669.702.201</b>	<b>726.400.665</b>	<b>733.828.784</b>
Deuda financiera	481.846.896	271.823.254	269.643.434	262.665.906	272.952.862	240.962.463

## Opinión

### Fundamento 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 a su incursión, mediante asociaciones, al desarrollo de un terminal de GLP en Caldera y su participación en proyectos eléctricos en base a GLP y, recientemente en generación distribuida 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 2018, **Gasco** presentó ingresos ordinarios por \$619.622 millones (US\$ 891,8 millones<sup>2</sup>), contando con una participación en el mercado de gas licuado a nivel nacional igual a 25,7%, de acuerdo con los datos de la emisora. Mientras, que en Colombia la empresa alcanzó una participación en el mercado de gas licuado igual de 18,5% y ventas por cerca de \$62.625 millones.

Una de las principales fortalezas de **Gasco**, que sirve de fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "Categoría A", es la estabilidad de las ventas que exhibe la empresa en el mercado donde

<sup>2</sup> Tipo de cambio utilizado: \$694,77/US\$ al 31/12/2018.

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.

Otros elementos positivos son la atomización de su base de clientes y la baja tasa de incobrabilidad, 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, lo que hace menos probable el ingreso a este mercado. 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. Cabe señalar, que la distribución de mercado en la industria se ha mantenido relativamente estable en el tiempo y **Gasco** figura con una participación cercana al 25,7% en el mercado de gas licuado a nivel nacional.

La evaluación incorpora también como factores positivos el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Colombia, país clasificado en grado de inversión, y el adecuado 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.

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 esfuerzo de la compañía por diferenciarse de sus competidores, a través de la prestación de servicios complementarios al negocio de gas licuado. En los últimos años, se implementaron aplicaciones móviles las cuales permitieron optimizar la logística y mejorar el servicio al cliente. Además, de acuerdo con lo expuesto en su nuevo 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 que la sociedad está llevando a cabo con Energía Latina y la constitución de Gasco Luz que le permitiría desarrollar proyectos de generación distribuida por medios fotovoltaicos.

Otro factor de riesgo es la variación de los precios de los *commodities* para la filial Gasmar, pero esto se ve mitigado por la implementación de un programa de cobertura.

La alta concentración de las ventas de gas licuado en una zona del país, la Región Metropolitana, donde la empresa vende cerca del 59% de las toneladas de gas licuado, 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.

Los altos grados de competencia del sector y los cambios regulatorios que podrían afectar a esta industria es otro aspecto que restringe la evaluación de riesgo. Si bien la agenda energética del Gobierno ha estado enfocada en modificaciones al marco legal del gas natural por redes, a futuro podría hacerse extensiva al gas licuado, lo que implicaría efectos en los flujos de la compañía.

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.

Por su parte, la clasificación de las acciones de la sociedad en “*Primera Clase Nivel 3*” se debe al nivel de liquidez que han alcanzado sus títulos accionarios en el último periodo.

A futuro, la clasificación de los bonos emitidos por **Empresas Gasco S.A.** podría mejorar en la medida que los niveles de endeudamiento relativo disminuyan y/o exista una menor concentración de las ventas en una región.

Por otra parte, para la mantención de la clasificación de los bonos, es necesario que no se deteriore la calidad de los activos del emisor, en términos de los flujos generados, incluyendo los nuevos emprendimientos de GLP en Colombia.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

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

### Fortalezas complementarias

- Bien asimilable a los de primera necesidad.
- Flujos estables por parte de su unidad de negocios Gasco Magallanes.

### Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos.
- Experiencia del controlador.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- Oportunidad en Colombia.
- Adecuado perfil de pago de deuda.

### 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).
- Volatilidad de los precios de los *commodities*: riesgo recurrente, pero de bajo impacto y administrable.
- Riesgo de Colombia: riesgo acotado.

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2018

En 2018, **Gasco** obtuvo ingresos consolidado por \$619.622 millones, lo que representa un aumento del 11,1% respecto de 2017, consecuencia de las alzas experimentadas por las tres líneas de negocios en los que participa la sociedad.

No obstante el incremento en el ingreso, el EBITDA de la compañía llegó a \$84.931 millones, inferior en un 3,1% de lo registrado en el año anterior, explicado principalmente por la caída del EBITDA de Gasmar y una disminución en las ventas físicas de gas licuado del negocio de soluciones energéticas internacional contrastado, en menor medida, por un aumento del negocio de soluciones energéticas a gas Chile dado por un mejor desempeño de Gasco Magallanes que aumentó un 4% la distribución de gas natural en la región, debido a los mayores esfuerzos realizados para aumentar su número de clientes, además, de las menores temperaturas promedio del año en esa localidad. Debido a lo anterior, el margen EBITDA de **Gasco**, pasó de 15,7%, en 2017, a 13,7% en 2018.

Según los estados financieros a 2018, **Gasco**, finalizó el período con activos por \$726.401 millones (US\$ 1.045,5 millones). El pasivo financiero, asciende a \$272.953 millones (US\$ 392,9 millones); del total, un 78,6% se encuentra en el largo plazo.

## Definición categorías de riesgo

### Categoría A (títulos de deuda de largo plazo)

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.

### 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 (acciones)

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 aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Estabilidad de sus mercados:** **Empresas Gasco S.A.**, la compañía continuadora, se desenvuelve en el sector del gas licuado, además de congregar a Gasco Magallanes, dedicada a la distribución de gas natural. El mercado de gas licuado, un bien asimilable a los de primera necesidad, 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 1,29% entre 2010 y 2018. Así, es importante destacar que, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta cambios poco significativos en términos de años móviles.

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 e incobrabilidad:** La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes 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.

**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 región. Además, es un país productor de este combustible, en el que aún el uso de leña es preponderante. En 2018, los ingresos provenientes de Colombia alcanzaron \$ 62.625 millones, 2,5% superior a lo obtenido en 2017 (\$61.085 millones) y 29,0% superior que en 2016 (\$48.558 millones).

**Amplia experiencia:** La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de más de 160 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. Asimismo, los socios controladores son de una dilatada trayectoria en el sector.

**Capacidad de distribución y servicios complementarios:** **Empresas Gasco S.A.**, 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. La reciente incorporación de servicios complementarios a la distribución de Gasco GLP, como es el pago de otros servicios a través de los camiones de venta, ha potenciado esta fortaleza al permitirle diferenciar en parte la oferta de GLP a hogares, en relación a su competencia. 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.

## 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:** Las filiales enfrentan fluctuaciones en el precio al que pueden abastecerse, situación propia de los *commodities*. Adicionalmente, la filial Gasmar S.A. se encuentra expuesta al riesgo del desfase entre el tiempo de compra y de venta de gas propano. Esto, debido a que adquiere este combustible en el mercado internacional entre 15 y 70 días antes que se realice la venta del producto, lo que genera un riesgo por las variaciones que puedan existir durante ese período en el índice *Mont Belvieu* –que define el precio del gas propano–, en el flete marítimo o en el tipo de cambio. En todo caso, Gasmar, con el fin de disminuir este riesgo, ha implementado un programa de cobertura

a través de la compra o venta de seguros de cambio y de swaps sobre transacciones esperadas. Con ello, mientras se mantenga dicha política, el riesgo probablemente se vea atenuado.

**Riesgo regulatorio:** Posibles cambios regulatorios que 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.

**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.

**Concentración de las ventas de GLP en la Región Metropolitana:** Cerca del 59% de las toneladas de GLP vendidas por **Gasco** en el año, se concentran en la Región Metropolitana y hay una región del país donde no existe presencia de la entidad continuadora y tiene poca presencia en las regiones hacia el sur del país.

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.

**Negocios en Colombia:** Pese al monto proyectado de la inversión para ingresar al mercado de GLP en Colombia en 2010, y al hecho que este proceso hoy se encuentra en consolidación, 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 soberano de Chile es A1 y el de Colombia es Baa2). Sin embargo, esto se ve atenuado, en parte, 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.

## Antecedentes generales

### Historia

La empresa se constituyó 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, como la creación de la empresa Comercial Gasco Ltda. en 1956. En 1977, CGE entró a la propiedad de la compañía. En 1995, se constituyó Metrogas S.A. luego de la adquisición del negocio de distribución de gas natural en la Región de Magallanes.

Durante 2010, el emisor ingresó al negocio de la distribución de gas licuado en Colombia, a través de la adquisición del 70% de la Sociedad de Inversiones GLP S.A.S. E.S.P., mediante la marca Vidagas.

En 2014, la empresa española Gas Natural Fenosa adquirió el 97,37% de la Compañía General de Electricidad (CGE) para posteriormente dividir la compañía en dos sociedades, una dedicada al negocio de gas natural y otra al del gas licuado de petróleo (GLP), que mantendrá la denominación de **Empresas Gasco S.A.** Al finalizar el proceso de división el Grupo Pérez Cruz pasó a ser controlador de **Empresas Gasco S.A.** con el 94,1% de las acciones de la Sociedad.

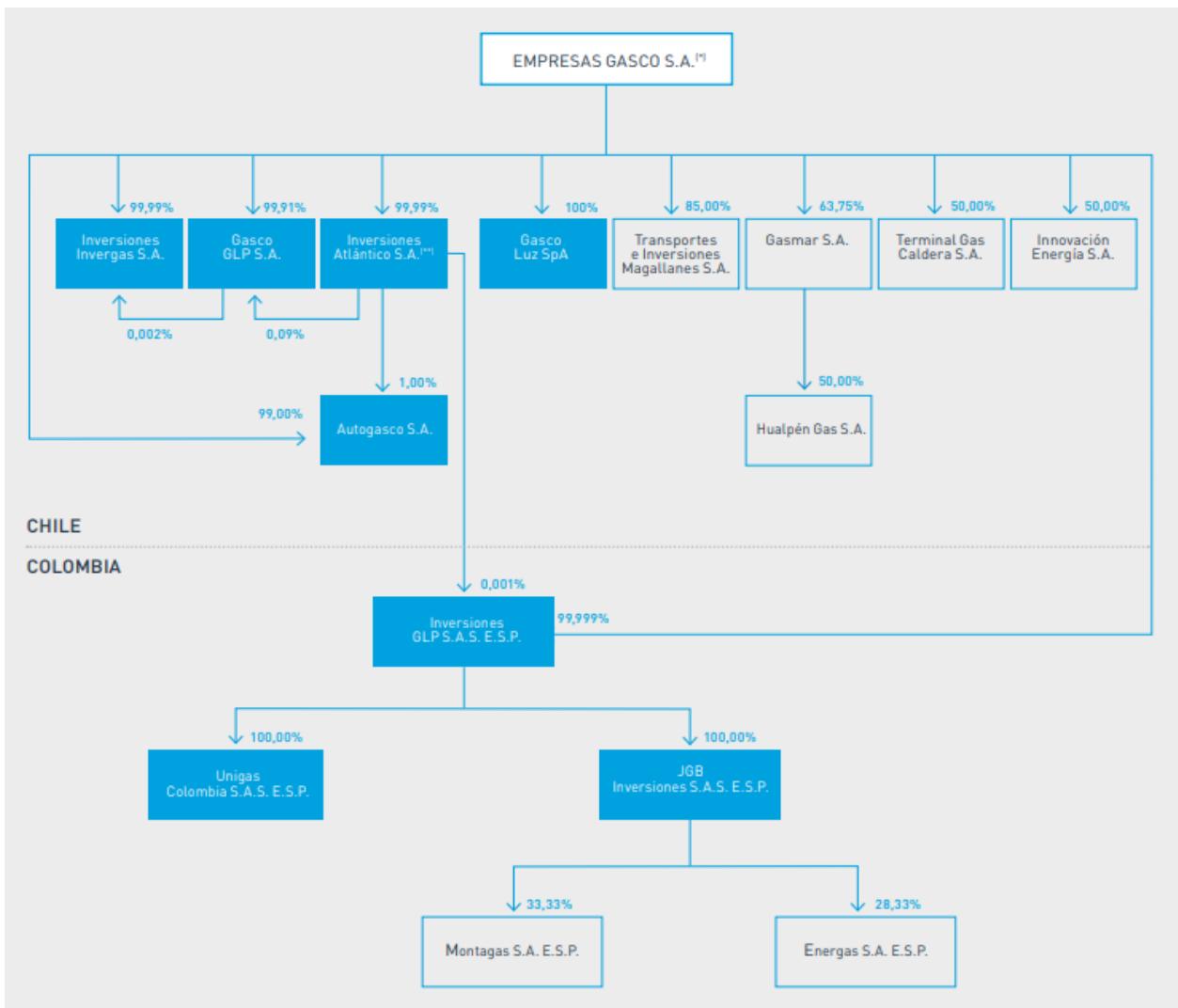
En 2016, **Empresas Gasco** en conjunto con Energía Latina S.A., constituyen en partes iguales la sociedad Inersa la cual tiene como objetivo el suministro de energía eléctrica en base a gas. En 2017, se creó el Terminal Gas Caldera con el fin de desarrollar de GLP en el norte de Chile. Finalmente, en 2018, **Empresas Gasco** adquiere el 30% faltante de Inversiones GLP S.A.S E.S.P. alcanzando el 100% de la propiedad y además constituye la empresa Gasco Luz de generación fotovoltaica.

## Propiedad y filiales

A continuación, se describen los principales accionistas a diciembre de 2018:

Nombre	Número de acciones pagadas	% de propiedad
Inmobiliaria Liguai S.A.	67.927.596	40,43%
Inversiones el Maqui Limitada	34.055.663	20,27%
Inmobiliaria Lomas de Quelén S.A.	25.659.250	15,27%
Inversiones Apalta S.A.	5.526.575	3,29%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	4.103.646	2,44%
Otros	30.727.270	18,30%

A continuación, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Gasco**:



## Descripción del negocio

**Empresas 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, una participación de 50% en Innovación Energía S.A., empresa dedicada a la generación eléctrica en base a GLP y, el mismo porcentaje, en Terminal Gas Caldera S.A. que pretende desarrollar un terminal de GLP en el norte de Chile.

También, en noviembre de 2018, se constituyó la subsidiaria Gasco Luz SpA., dedicada a desarrollar proyectos de generación por medios fotovoltaicos.

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

### **Soluciones Energéticas a Gas Chile**

**Gasco GLP S.A.:** es la filial de **Gasco** que distribuye y comercializa gas licuado (GL) y gas natural licuado (GNL) a clientes residenciales, comerciales, industriales e inmobiliarios entre las Regiones de Tarapacá y Aysén, a través de las líneas de negocio envasado, granel, soluciones energéticas y transportes.

Para la distribución de gas envasado, cuenta básicamente con tres canales: venta directa, subdistribuidores exclusivos y operadores locales en regiones. En el mercado de gas licuado a granel la compañía abastece a los clientes en forma directa.

El área de soluciones energéticas, en lo relacionado con la venta de GLP, busca entregar respuestas integrales a la medida de cada cliente. En lo relativo a transportes, el objetivo es hacer del gas licuado una alternativa factible a combustibles líquidos más contaminantes, a través de su uso en flotas comerciales, vehículos pesados, maquinarias y embarcaciones menores.

Durante 2018, las ventas físicas de Gasco GLP alcanzaron las 327.878 toneladas de gas licuado y otras 12.179 toneladas equivalentes de GNL y GNC, logrando un crecimiento en ventas de un 2,2% respecto del año 2017. Su participación en el mercado nacional llega al 25,7%.

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).

**Gasco Magallanes:** distribuye gas natural (GN) bajo régimen de concesión en la Región de Magallanes, abasteciendo a las ciudades a Punta Arenas, Puerto Natales y Porvenir. Tiene 57.808 clientes y 1.458 km. de redes de distribución. Además, comercializa gas licuado (GL) en las provincias de Tierra del Fuego, Ultima Esperanza, Magallanes y Antártica.

Durante 2018, las ventas físicas alcanzaron a 424 millones de m<sup>3</sup> de gas natural, cifra superior en 4,3% respecto de 2017, explicado por el aumento de clientes y el efecto de las menores temperaturas registradas durante el periodo. Las ventas de gas licuado alcanzaron las 3.256 toneladas, 6,4% superior que en 2017.

A fines de 2018 se cerró un contrato de suministro de gas natural de hasta 100.000 m<sup>3</sup>/día por un año, de carácter interrumpible con Total, petrolera francesa que cuenta con yacimientos de gas en la cuenca austral argentina, lo que permitirá entregar GN a clientes no regulados, abriendo de esta forma un nuevo mercado.

Esta filial atiende a clientes residenciales, comerciales, industriales y generadora eléctrica, con tarifas reguladas, y ofrece soluciones energéticas a clientes alejados de la red de distribución.

## Aprovisionamiento

**Gasmar:** tiene como objetivo tanto la importación y comercialización de gas licuado a clientes mayoristas como la gestión del propano que se mantiene como respaldo ante la eventualidad de escasez de gas natural.

La empresa adquiere la materia prima principalmente en el mercado internacional, que luego descarga y almacena en su terminal refrigerado en Quintero, el cual tiene una capacidad de 145 mil m<sup>3</sup>. Luego el producto es transportado por gasoductos o camiones a las instalaciones de sus clientes entre las regiones de Antofagasta y del Maule. En 2018, las ventas de gas licuado de Gasmar alcanzaron las 610.000 toneladas.

Además, tiene participación en Hualpén Gas S.A. empresa que otorga servicios de recepción y almacenamiento de gas (con una capacidad de 40.000 m<sup>3</sup> adicionales).

## Soluciones Energéticas a Gas negocio Internacional

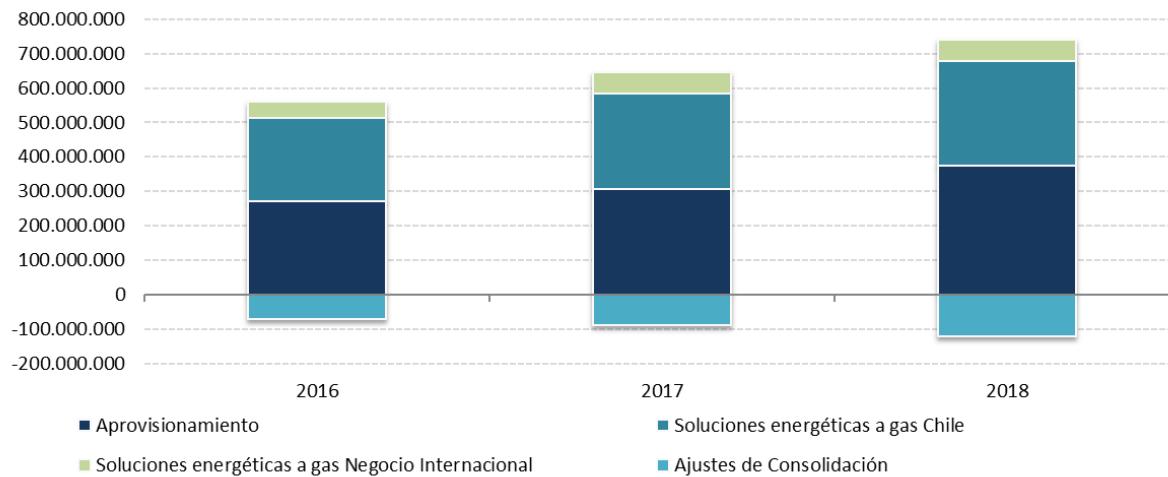
**Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.:** es la subsidiaria de **Gasco** dueña del 100% de Unigas Colombia S.A. E.S.P. y del 33% de Montagas S.A. E.S.P. La empresa comercializa soluciones energéticas a gas licuado en 28 de los 32 departamentos de Colombia. Además, comercializa gas licuado a distribuidores mayoristas en el país.

Las ventas físicas del grupo en 2018 fueron de 114.582 toneladas de GLP, con una participación de mercado de 18,5%.

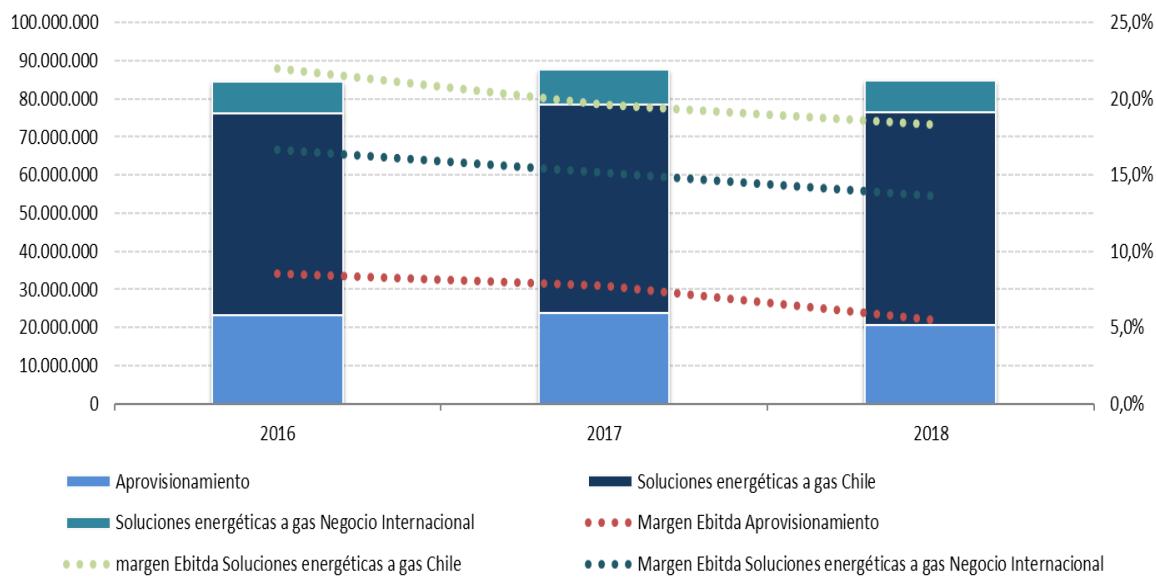
La venta de GLP está dividida en los canales de envasado y granel. La comercialización de envasado, con cilindros de 4,5; 9; 15; 18; 33 y 45 kg. se realiza a través de venta directa, comercializadores y expendios, mientras que la venta a granel es atendida con camiones con tanque y tanques estacionarios, incluyendo ventas a comercializadores minoristas y clientes finales.

Su principal proveedor es Ecopetrol, empresa estatal colombiana, e importaciones directas a través de su participación en un terminal de importación marítima de gas licuado en Cartagena.

*Ilustración 1*  
**Evolución de los ingresos por segmento de negocio**  
(M\$. 2016-2018)



*Ilustración 2*  
**Evolución del EBITDA por segmento de negocio**  
(M\$. 2016-2018)



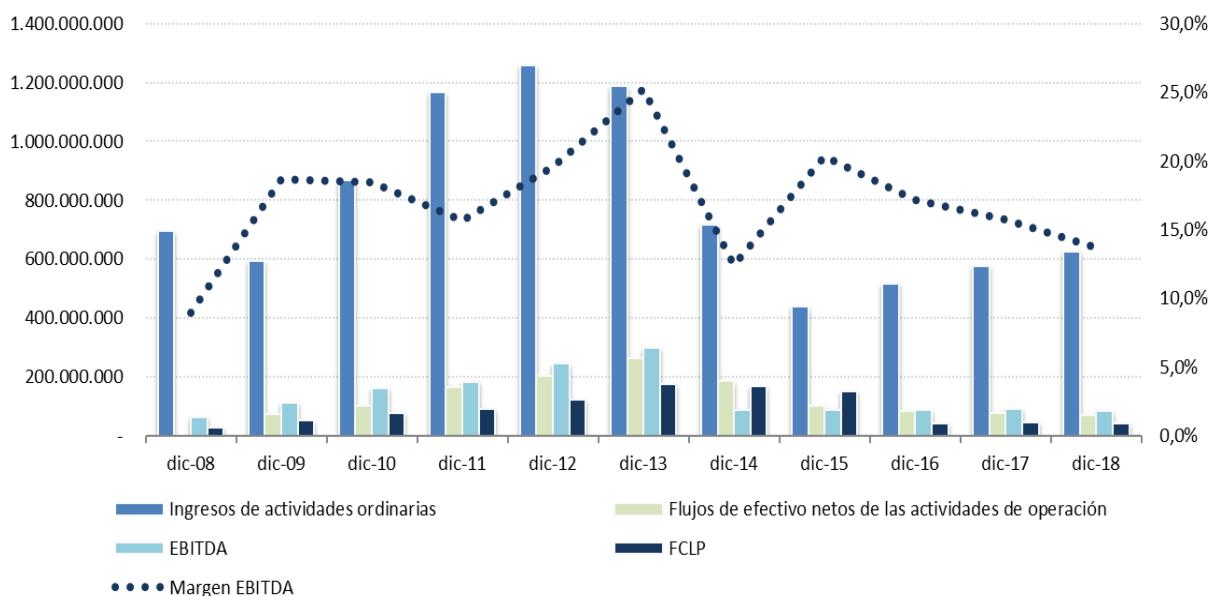
## Análisis financiero<sup>3</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Gasco** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2008 y diciembre de 2018.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Durante 2018, los ingresos aumentaron un 8,6%, mientras que el costo de venta aumentó en un 11,9% con respecto a 2017. Con esto, el EBITDA de la compañía, disminuyó un 5,4%. De esta forma, el margen EBITDA pasó de 15,7%, en 2017, a 13,7%, en 2018.

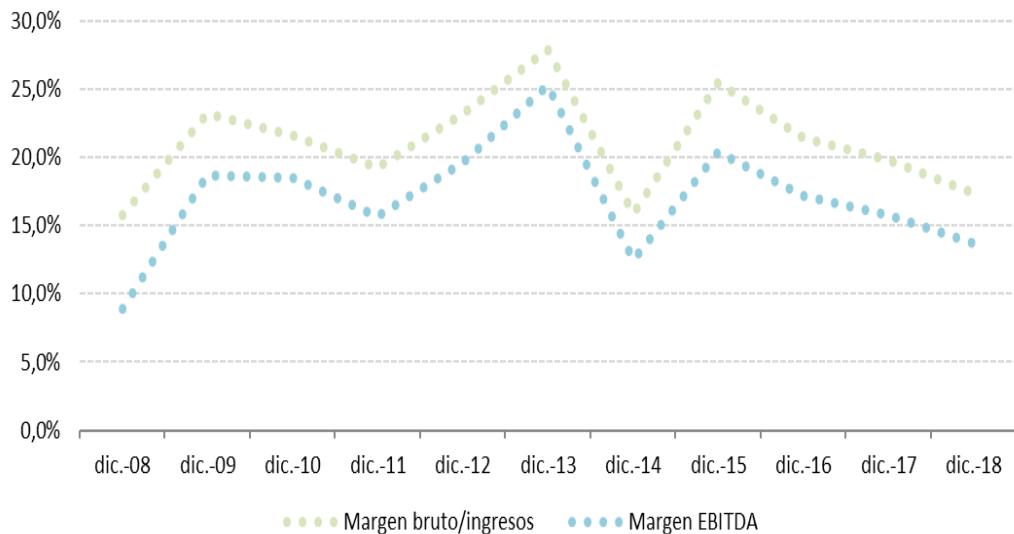
*Ilustración 3*  
**Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de efectivo de la operación**  
(M\$. 2008-2018)



A diciembre de 2018, se visualiza una baja en los márgenes de todos los indicadores, respecto de los valores a diciembre de 2017, pero superiores a los del año 2014, constatando la volatilidad de los mismos lo cual, no obstante, no afecta la estabilidad del EBITDA. En los hechos, para mantener un EBITDA relativamente estable, se requiere que los márgenes varíen en forma inversa a la evolución de los precios del gas.

<sup>3</sup> Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de diciembre de 2018. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada. También, cabe precisar que producto de la fusión, las cifras históricas no son representativas de la estructura actual de Gasco; no obstante, se mantiene para efectos de reflejar el cambio producido.

*Ilustración 4*  
**Evolución del margen bruto, operacional y EBITDA**  
 (%. 2008-2018)

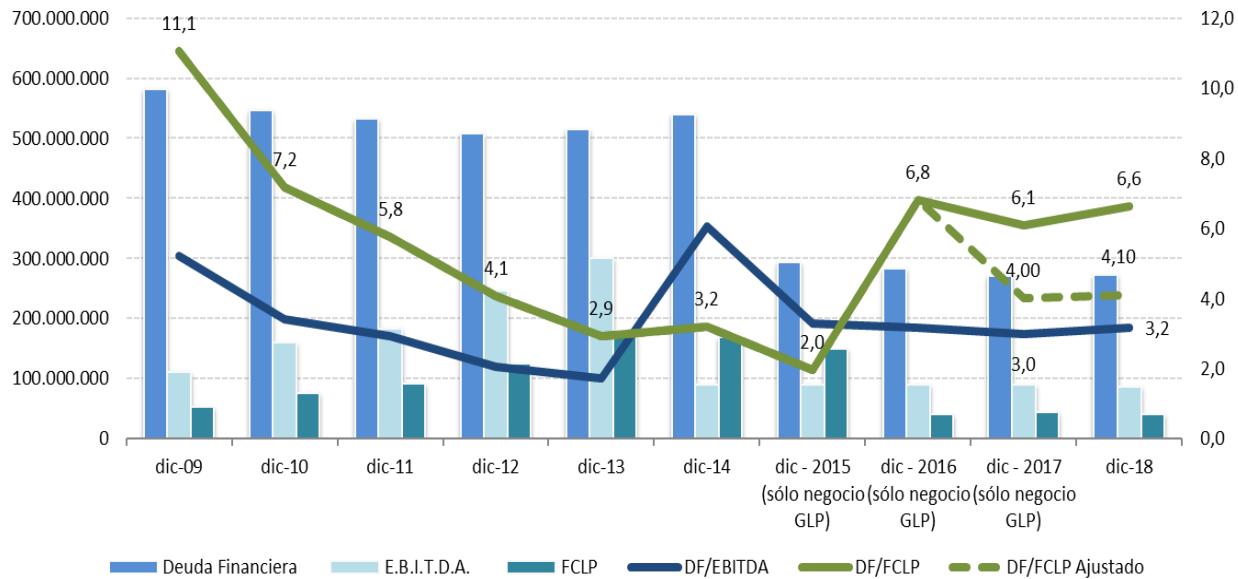


## Evolución del endeudamiento y la liquidez

A diciembre de 2018, **Gasco** exhibe niveles de endeudamiento relativo al EBITDA iguales a 3,2 veces, mientras que relativo al Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>4</sup> (FCLP) este valor alcanza las 6,6 veces. Sin embargo, si se ajusta el indicador deuda financiera sobre FCLP tomando como referencia el retorno de los activos sólo de los últimos tres años (dada la reestructuración de negocio llevada a cabo), el indicador alcanza un valor de 4,1 veces.

<sup>4</sup>El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

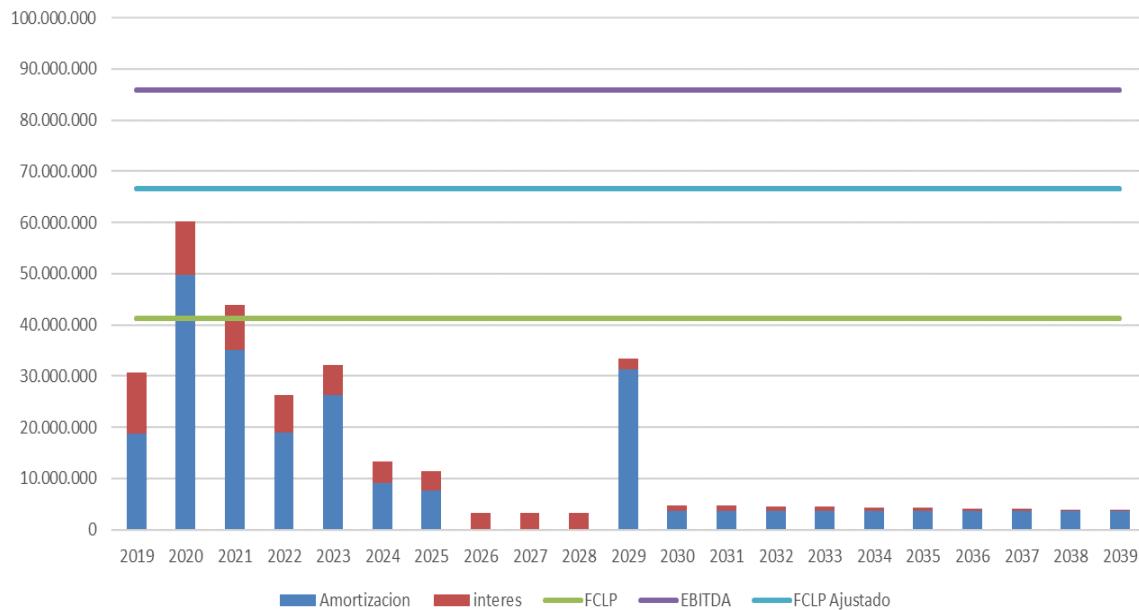
*Ilustración 5*  
**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
 (M\$. 2008-2018)



Con respecto al perfil de vencimientos, cabe señalar que el endeudamiento financiero está estructurado en el largo plazo, con pagos elevados los primeros cinco años, registrando en 2020 el máximo pago anual, igual a \$60.164 millones (incluye intereses), cifra inferior al EBITDA registrado durante 2018, igual a \$85.797 millones, y superior al FCLP que alcanza un valor de \$41.233 millones; sin embargo, si tomamos en cuenta el FCLP Ajustado por el promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos dos años, debido a que es más representativo del futuro de la compañía, este valor alcanza \$66.704 millones lo que logra cubrir con holgura las amortizaciones y los intereses.

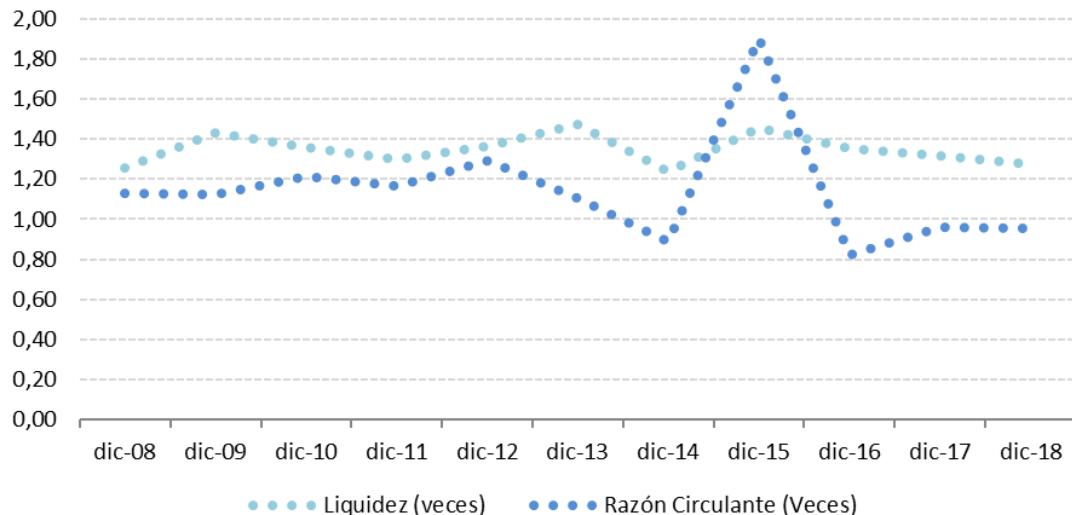
Cabe señalar que, de acuerdo a lo informado por **Gasco**, parte de los próximos vencimientos serán refinaciados en el largo plazo.

*Ilustración 6*  
**Evolución del perfil de vencimientos de Gasco**  
(M\$. 2019-2039)



A diciembre de 2018, la razón circulante era de 0,96 veces, manteniéndose igual respecto de 2017 (0,96 veces) y mayor a lo exhibido el año 2016 (0,82 veces).

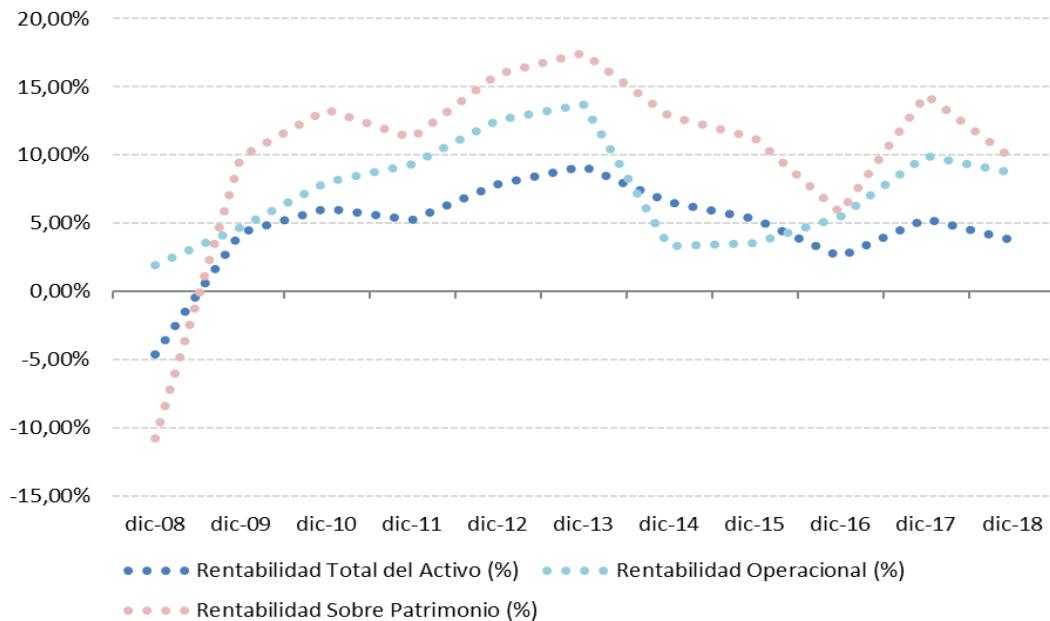
*Ilustración 7*  
**Evolución de la razón circulante y liquidez**  
(Veces. 2008-2018)



## Evolución de la rentabilidad<sup>5</sup>

A diciembre de 2018, se observa una disminución en los índices de rentabilidad del patrimonio y del activo, respecto de 2017, producto de la menor utilidad generada por la compañía.

*Ilustración 8*  
**Evolución de las rentabilidades**  
(%. 2008-2018)

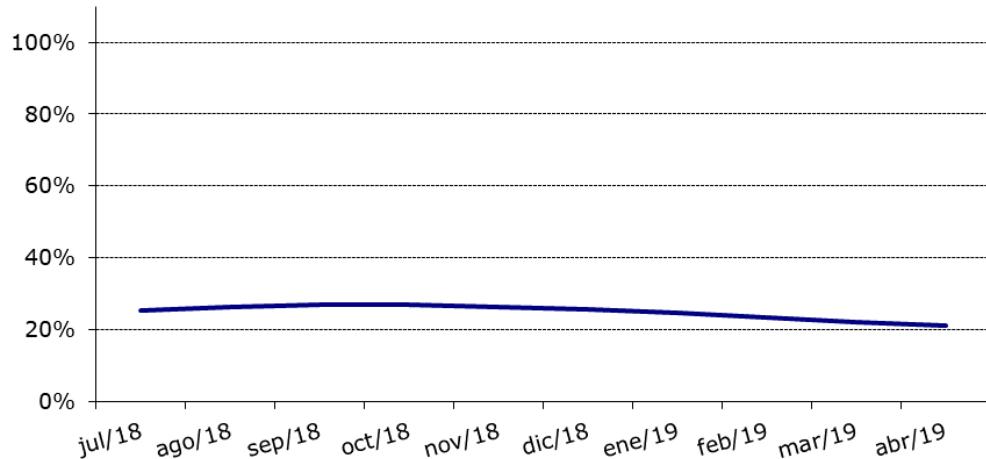


<sup>5</sup> Rentabilidad operacional= Resultado Operacional/Activos Corrientes Promedio +Propiedades Planta y Equipo Promedio; rentabilidad del patrimonio= Ganancia (Pérdida)/Patrimonio Total Promedio; Rentabilidad total del activo= Ganancia (pérdida)/ Activos Totales Promedio.

## Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio:

*Ilustración 9  
Presencia Promedio*



## Títulos de deuda

Actualmente, **Gasco** tiene los siguientes bonos y efectos de comercio en el mercado:

### a) Bonos

#### - Bono Serie D

- Fecha colocación: Marzo 1999
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Tasa de carátula: 7,50%
- Vencimiento: Marzo 2029

#### - Bono Series F1-F2

- Fecha colocación: Diciembre 2000
- Monto colocado: UF 2.400.000
- Tasa de carátula: 7,30%
- Vencimiento: Diciembre 2025

- **Línea de bonos**

- Nº y fecha de inscripción: 429, 02/08/05
- Plazo de la línea: 25 años

- **Línea de bonos**

- Nº y fecha de inscripción: 903, 20/07/18
- Plazo de la línea: 10 años

- **Línea de bonos**

- Nº y fecha de inscripción: 904, 20/07/18
- Plazo de la línea: 30 años

**b) Efectos de Comercio**

- Línea de efectos de comercio
- Nº y fecha de inscripción: 098, 11/11/2013
- Monto autorizado: UF 1.500.000

**Covenants financieros:**

A diciembre de 2018 los covenants de la empresa son los siguientes:

- Límite de endeudamiento consolidado (Deuda Total / Patrimonio): no superior a 1,30 veces en términos consolidados. Al 31 de diciembre de 2018, el indicador llegaba a 0,91 veces.
- Patrimonio total no inferior a \$170.000 millones: Al 31 de diciembre de 2018, alcanza \$276.345.
- Mora en el pago de obligaciones en dinero a terceros: superior a 1,2% de los activos totales del emisor. Al 31 de diciembre de 2018, es igual a 0.
- Aceleración en el pago de un crédito por cualquier otro acreedor del emisor mayor o igual a 1,2% de los activos totales del emisor. Al 31 de diciembre de 2018, es igual a 0.
- Activos libres de prenda/ Pasivos exigibles no garantizados mayor o igual a 1,2 veces. Al 31 de diciembre de 2018, es de 1,61 veces.
- Activos libres de prenda/Pasivos exigibles mayor o igual a 0,5 veces. Al 31 de diciembre de 2018, es de 1,61 veces.
- Razón Deuda Financiera y EBITDA no superior a 3,5 veces hasta el tercer trimestre de 2018. Luego, esta medición disminuye a 3,25 veces en el cuarto trimestre de 2018, para todos los trimestres de 2018, de 2019 y los tres primeros trimestres de 2020. Finalmente, el ratio

---

disminuye a 3,0 veces a partir del cuarto trimestre de 2020 en adelante. A diciembre de 2018, es de 2,95 veces.

*"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".*