

Empresas Gasco S.A.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:
Benjamín Espinosa
Antonio González
benjamin.espinosa@humphreys.cl
antonio.gonzalez@humphreys.cl

FECHA
Mayo 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Línea de efecto de comercio Tendencia	A+ Nivel 1/A+ Favorable¹
Acciones (GASCO) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	31 marzo 2022 ²

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 Serie J (BGASC-J)	N° 904 de 20.07.2018 Primera emisión
Línea de efectos de comercio	N° 098 de 11.09.2013

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Ingresos de activ. ordinarias	557.767.708	619.621.664	331.516.616	337.684.571	452.339.507	101.057.760
Costo de ventas	-447.583.717	-511.952.995	-240.663.571	-250.482.514	-363.706.248	-90.055.306
Ganancia bruta	110.183.991	107.668.669	90.853.045	87.202.057	88.633.259	11.002.454
Gastos de adm. y distr.	-46.910.217	-48.669.052	-45.627.292	-54.359.493	62.033.468	-13.126.290
Resultado operacional	63.273.774	58.999.617	45.225.753	32.842.564	150.666.727	-2.123.836
Costos financieros	-14.498.688	-14.990.169	-12.305.820	-11.416.105	-10.979.771	-2.977.795
Utilidad del ejercicio	34.768.836	26.304.573	32.485.876	39.158.876	117.726.192	-5.410.914
EBITDA	87.660.262	84.931.228	68.770.795	64.624.513	62.042.524	4.935.943

¹ Tendencia anterior: Estable.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2022 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.

M\$ de cada año	Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Activos corrientes	110.595.726	129.790.436	70.108.038	91.335.645	183.944.585	168.281.551
Activos mantenidos para la venta o para distribuir a los propietarios	0	0	135.250.046	109.540.760	0	0
Activos no corrientes	559.106.475	596.610.229	554.229.903	508.294.592	624.776.183	626.701.652
Total activos	669.702.201	726.400.665	759.587.987	709.170.997	808.720.768	794.983.203
Pasivos corrientes	114.875.441	135.897.978	99.921.202	92.772.843	113.094.948	107.360.016
Pasivos incluidos en grupos de activos mantenidos para la venta	0	0	68.972.230	77.284.310	0	0
Pasivos no corrientes	297.608.686	314.158.149	291.260.653	288.498.649	322.037.670	320.985.217
Total pasivos	412.484.127	450.056.127	460.154.085	458.555.802	435.132.618	428.345.233
Patrimonio total	257.218.074	276.344.538	299.433.902	250.615.195	373.588.150	366.637.970
Total patrimonio y pasivos	669.702.201	726.400.665	759.587.987	709.170.997	808.720.768	794.983.203
Deuda financiera ³	262.665.906	272.952.862	214.843.907	202.325.331	168.574.044	182.611.311

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 a 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 y su participación en proyectos eléctricos en base a GLP y en los últimos periodos generación en base a paneles fotovoltaicos, avanzando durante el último año en el desarrollo de energías renovables. 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 2021, **Gasco** presentó ingresos ordinarios por \$ 452.339 millones, contando con una participación en el mercado de gas licuado a nivel nacional igual a 25,9%, de acuerdo con los datos de la emisora. Mientras, que en Colombia la empresa alcanzó una participación en el mercado de gas licuado igual a 17,7%⁴ y

³ Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega la cuenta de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

⁴ Incluye el 33,3% de las ventas de Montagas S.A E.S.P.

ventas por cerca de \$69.574 millones. A diciembre de 2021, la compañía mantiene una deuda financiera de 168.574 millones.

El cambio de tendencia de la clasificación de riesgo de los bonos de **Gasco** desde “*Estable*” a “*Favorable*” se debe principalmente a la continua disminución del nivel de endeudamiento de la compañía de los últimos periodos (Deuda financiera sobre Flujo Caja Largo Plazo⁵), de hecho, en diciembre de 2020 (sin considerar Gasmar) el indicador alcanzaba las 3,9 veces y al cierre de 2021 el indicador se posiciona en 3,0 veces. Lo anterior, se explica, en mayor medida, por una disminución de la deuda financiera en un 21,9%, lo que ha llevado, en consecuencia, a alcanzar mayores holguras en su perfil de vencimientos. En tanto, **Humphreys** está revisando la clasificación para una posible alza, en la medida que se consolide un nivel de endeudamiento inferior a las 3,0 veces.

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 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 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, manteniendo en el caso de **Gasco** una participación cercana al 25,9% en el mercado de gas licuado a nivel nacional.

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. 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 160 años en el sector.

⁵ 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.

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 como las aplicaciones móviles las cuales permiten optimizar la logística y mejorar el servicio al cliente. Además, de acuerdo con lo expuesto 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 alta concentración de las ventas de gas licuado en una zona del país, la Región Metropolitana, donde la empresa vende cerca del 53,2% 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 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 dado el informe presentado por la Fiscalía Nacional Económica (FNE).

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 a que posee un contrato de *market maker* a la fecha correspondiente a Banchile Corredores de Bolsa S.A. La presencia bursátil de la empresa estos últimos meses se encuentra en promedio en 6,6%.

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 y trayectoria de la compañía en el sector
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.
- 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 a diciembre 2021

En 2021, **Gasco** obtuvo ingresos consolidado por \$ 452.339 millones, lo que representa un aumento del 34% respecto de 2020, en donde alcanzó un ingreso de \$337.685 millones, principalmente por mayores ventas físicas y al aumento de precio de venta provocado principalmente por el alza del costo del gas.

En cuanto al EBITDA de la compañía, este llegó a \$ 62.043 millones, lo que representa una disminución de un 4,0% de lo registrado en el año anterior que alcanzo \$64.625 millones, explicado básicamente por la disminución del Ebitda en su unidad de Negocios Gasco Magallanes y en el negocio de Soluciones Energéticas Internacional, donde presentaron menores márgenes de comercialización. Debido a lo anterior, el margen EBITDA del emisor, pasó de 19,1%, en 2020, a 13,7% en 2021.

Según los estados financieros a 2021, **Gasco**, finalizó el período con activos por \$ 808.721 millones. La deuda financiera, corresponde a \$168.574 millones; del total, un 88,2% se encuentra en el largo plazo.

Hechos recientes

En agosto del año 2021, se concreta la venta del 63,75% de participación de la sociedad Gasmar S.A dado lo ordenado por el tribunal de Defensa de la Libre Competencia, la venta se realizó al grupo inversionista "Arroyo Energy" (ARCO 4 SpA).

Se constituye la sociedad Hy2ALL SpA con participación de Gasco S.A y Hynewgen S.A, para potenciar sus inversiones y proyectos de producción de hidrogeno en Chile, junto con esto a Hynewgen S.A se le vende el 50% de participación de la empresa Copiapó Solar SpA, siendo ambas sociedades dueñas del proyecto Copiapó Energía Solar SpA de la Región de Atacama.

En Colombia se constituye la sociedad Gasco Luz Colombia S.A.S E.S.P por parte de la sociedad Gasco Luz SpA.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A (títulos de deuda de corto 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.

"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor 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 Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

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: Empresas Gasco S.A., se desenvuelve en el sector del gas licuado, además de congrega a Gasco Magallanes, dedicada a la distribución de gas natural. El mercado de gas licuado, un 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, 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 3,17% 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.

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 (menor al 10% del ingreso de forma individual) 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. Según estimaciones del Banco Mundial, a 2020, Colombia tiene un PIB per cápita⁶ de US\$ 14.931,05 (US\$ 16.012,4 en 2019) y una población equivalente a 50,8 millones de personas, mientras que Chile tiene un

⁶ Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA), a precios internacionales actuales.

PIB per cápita igual a US\$ 25.110,16 (US\$27.002,3 en 2019) y una población cercana a los 19,2 millones de personas.⁷

Según Gas Nova⁸, la asociación colombiana de GLP, el contexto económico colombiano en 2020 fue difícil al igual que el contexto mundial, Colombia presentó un decrecimiento de 6,8%, siendo una de las contracciones más fuertes que ha tenido el país. A pesar de esto las proyecciones del Banco Mundial, en junio 2021, proyectaban un crecimiento en el PIB de 5,9% para el mismo año, mientras que el Banco de la República proyecta un crecimiento de 6,5%, ambos crecimientos superiores a los esperados en 2020 con un 3,6%.

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. Entre ellos, destaca la recesión de 1982, la crisis asiática, la crisis *subprime* y cambios estructurales en el mercado de Santiago y de otras regiones con la llegada del gas natural.

Experiencia del controlador: Los socios controladores, el grupo Pérez Cruz, posee una dilatada trayectoria en el sector energético.

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. 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: El año 2016 **Empresas Gasco S.A.** 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, ya cuenta con una planta en funcionamiento desde el año 2020. Adicionalmente, en 2020, al Terminal Gas Caldera se le aprobó la concesión marítima en la Comisión de Uso del Bordo Costero 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 estos negocios, para los próximos años se poseen tres proyectos nuevos que ya cuentan con permisos ambientales aprobados y se encuentran en condiciones de comenzar a ser construidos. 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 2029 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones

⁷ Ver <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.PP.CD> (último dato 2020).

⁸ Informe anual de GLP en el año 2021 realizado por Gas Nova, <https://www.gasnova.co/wp-content/uploads/2021/12/InformeGLP2021vf.pdf>

e intereses no excede los \$ 35.217 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2021 (igual a \$ 62.043 millones), siendo este valor bastante superior a sus deudas anuales.

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*. Esto, debido a que adquieren este combustible en el mercado internacional como tomadores de precio, lo que genera un riesgo en las variaciones que puedan existir en el índice *Mont Belvieu* –que define el precio del gas propano–, en el flete marítimo o en el tipo de cambio. Situación que durante el último periodo ha impactado en los precios de venta del gas licuado y en los costos de venta de la empresa.

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.

Un elemento reciente para considerar en este punto es 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 o también en este punto se encuentra la ley N°20.999 la cual modifico a la anterior Ley de Servicios de Gas, principalmente para acotar rentabilidad. De manera adicional el marco regulatorio se encuentra en estudio por parte del Gobierno dado el informe de la Fiscalía Nacional Económica.

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 53,2% de las toneladas de GLP vendidas por **Gasco** en el año, se concentran 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.

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 que podría disminuir los incentivos al cambio de servicio.

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, según *Moody's*). 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: Las rentabilidades del negocio de distribución de GLP, podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas ya que, en comparación con otras industrias, son altas, aunque han disminuido en los últimos años. No obstante, los altos montos de inversión actúan como barrera de entrada de nuevos competidores.

Antecedentes generales

La compañía

Empresas 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 constituyendo, en conjunto con Energía Latina, la sociedad Inersa la cual tiene como objetivo el suministro de energía eléctrica en base a gas licuado, y el Terminal Gas Caldera con el fin de desarrollar de GLP en el norte de Chile. Además, recientemente ha incursionado en los negocios de generación fotovoltaica. Los controladores de **Empresas Gasco** son el Grupo Pérez Cruz con un 89,2% de la propiedad de las acciones de la Sociedad.

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

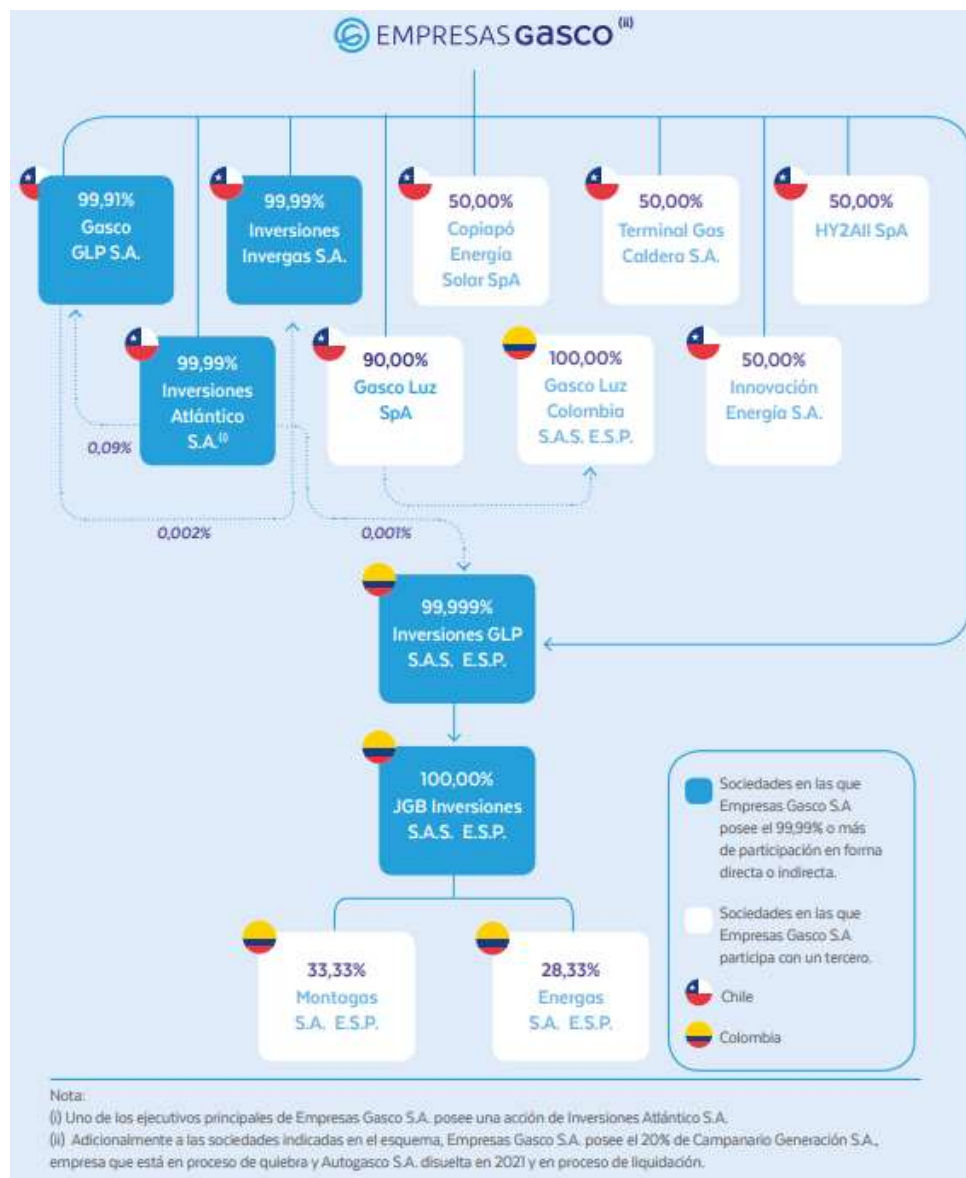


Ilustración 1: Estructura corporativa **Gasco**⁹

Composición de los flujos¹⁰

En 2021, los ingresos generados por el área de Soluciones Energéticas en Chile representaron alrededor de un 84,9% del total de la compañía y los asociados a la unidad Soluciones Energéticas Internacional

⁹ Extraído de la memoria 2021.

¹⁰ 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.

aproximadamente un 15,3%, mientras que, el negocio de Aprovisionamiento, tal como se comentó anteriormente y dada la venta de Gasmar S.A, pasa a operaciones discontinuadas (NIIF 5), como se muestra en la Ilustración 2.

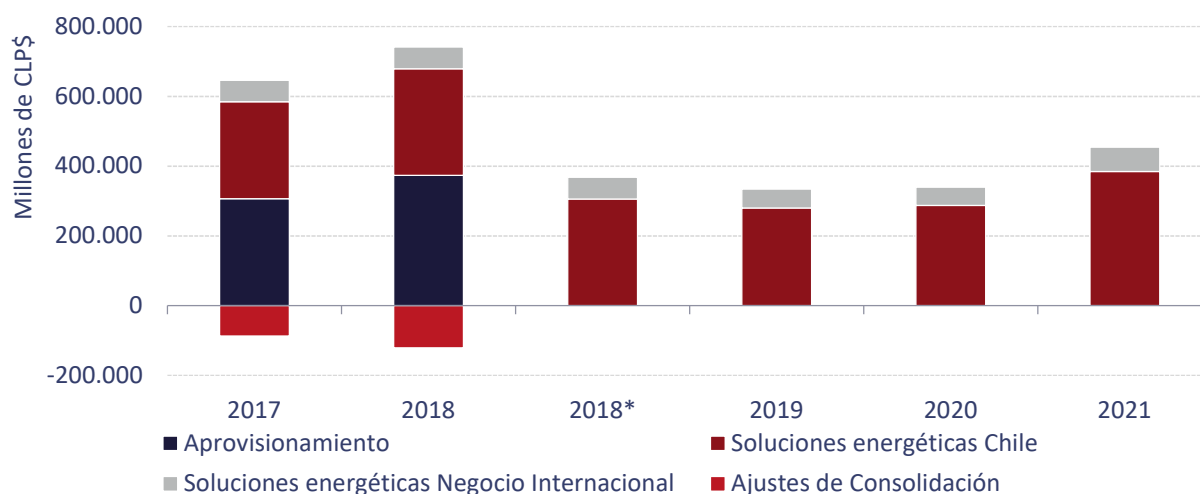


Ilustración 2: Distribución de los ingresos por segmento de negocio (2017-2021)

El 85,9% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de Soluciones energéticas Chile y el 14,1% de Internacional (Colombia). Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en la Región Metropolitana de un 53,2%, sin embargo, como se mencionó anteriormente esta concentración en la región se encuentra en disminución.

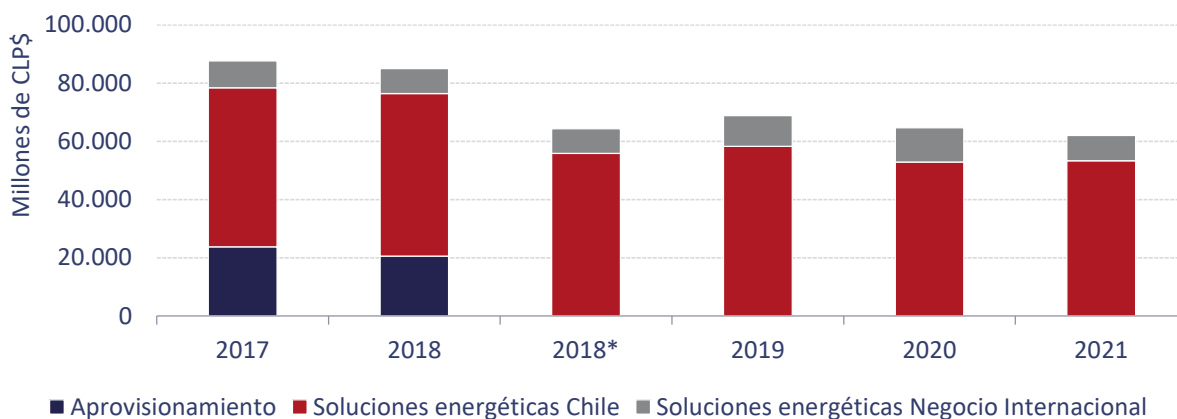


Ilustración 3: Evolución del EBITDA por segmento de negocio (2017-2021)

Líneas de 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, el mismo porcentaje, en Terminal Gas Caldera S.A. que pretende desarrollar un terminal de GLP en el norte de Chile y en Hy2All Spa que busca el desarrollo y producción de hidrógeno en Chile.

Además, 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 la misma línea de lo anterior, la compañía pasó de controlar el 100% de las acciones de Copiapó Energía Solar SpA. a poseer el 50% de la sociedad 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

Gasco GLP S.A.: Es la filial de **Gasco** que distribuye y comercializa gas licuado (GL), gas natural licuado (GNL) y gas natural comprimido de uso vehicular (GNC) a clientes residenciales, comerciales, industriales, inmobiliarios y mineros en Chile, entre las Regiones de Arica y Parícuta y de Magallanes. A ello se agrega, desde 2019 la Isla de Pascua, 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 los combustibles líquidos más contaminantes, a través de su uso en flotas comerciales, vehículos pesados, maquinarias y embarcaciones menores.

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).

En noviembre de 2021 se disuelve la sociedad Autogasco (sociedad que comercializa gas licuado (GL) y gas natural comprimido (GNC)) siendo absorbida por Gasco GLP S.A, operando con 31 de estaciones de servicios (27 de terceros), entre las regiones de Antofagasta y Magallanes, Autogasco en 2021 vendió 5.750 toneladas entre GLP y GNC.

Durante 2021, las ventas físicas de Gasco GLP alcanzaron las 362.762 toneladas de gas licuado un 8,5% superior que 2020, además vendió 7.634 toneladas equivalentes de GN. Su participación en el mercado nacional incluyendo las ventas de Gasco Magallanes llega al 25,9%.

Gasco Magallanes: Distribuye gas natural (GN) bajo régimen de concesión en la Región de Magallanes, abasteciendo a las ciudades de Punta Arenas, Puerto Natales y Porvenir. Tiene 63.080 clientes y 1.560 km. de redes de distribución. Además, comercializa gas licuado (GL) en las provincias de Tierra del Fuego, Última Esperanza, Magallanes y Antártica.

Durante 2021, las ventas físicas aumentaron un 3,6% con respecto al año 2020, desde 420 millones de m³ de gas natural hasta 435 millones de m³, explicado principalmente por un menor consumo residencial-comercial producto de bajas temperaturas en comparación con año anterior. Las ventas de gas licuado alcanzaron las 3.312 toneladas, aumentando un 1,3% en comparación a 2020 gracias a la reactivación del segmento industrial.

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.

Innovación Energía S.A (Inersa): El objetivo de la compañía es desarrollar y explotar proyectos de generación de energía eléctrica con motores a gas para respaldar a las intermitencias de las energías renovables no convencionales y vender a clientes propios. Actualmente, se cuenta con la central Teno que posee cuatro estanques de almacenamiento de GL con una capacidad de generación de 45 MW y 26 motores alimentados con propano, la cual ha iniciado sus operaciones comerciales en febrero de 2020 inyectando energía al sistema. Logró durante 2021 una generación de 55,4 GWh, consumiendo 11.215 toneladas de GL durante el ejercicio. Innovación Energía S.A registró un EBITDA de US\$ 2,5 millones y una utilidad de US\$ 0,6 millones durante 2021.

Adicionalmente, tiene cuatro proyectos de generación eléctrica de Inersa, Proyecto de ampliación Teno Gas, Proyecto El Peñon Gas, Proyecto Diego de Almagro Gas, Proyecto Trapen Gas.

Gasco Luz: La compañía ofrece el servicio para la autogeneración eléctrica fotovoltaica por hasta 300 kw, que incluye financiamiento, diseño, instalación y operación de equipos, monitoreo remoto y mantenimiento.

Durante 2021, la compañía cerró con 8,5 GWh en Chile y registró 18 MW contratados. Con respecto a su ebitda presenta un valor de \$353 millones superando el ejercicio anterior en \$181 millones y la utilidad aumentó a \$382 millones (\$154 millones en 2020).

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.

Copiapó Energía Solar SpA: Es un proyecto de energía fotovoltaica con capacidad de 150 MW y US\$130 millones de inversión estimada, en la Región de Atacama el cual actualmente está en la etapa de obtención de permisos. En su primer año desde que **Empresas Gasco** lo adquirió, Copiapó Energía Solar SpA obtuvo

la concesión de uso oneroso de suelo (CUO) por 40 años sobre 450 hectáreas en la comuna homónima de la Región de Atacama, zona con altos niveles de radiación. En agosto de 2021, En Empresas Gasco S.A. realizó la venta de 50% de la propiedad de Copiapó Energía Solar SpA a la sociedad Hynewgen S.A.

Durante 2021 este segmento a nivel de ingresos representó un aumento de 34,1%, finalizando el periodo con un total de \$ 384.194 millones. Con respecto al EBITDA, este tuvo un crecimiento de 0,8%, sin embargo, el margen EBITDA disminuyó desde 18,5% a 13,87% entre 2020 y 2021.

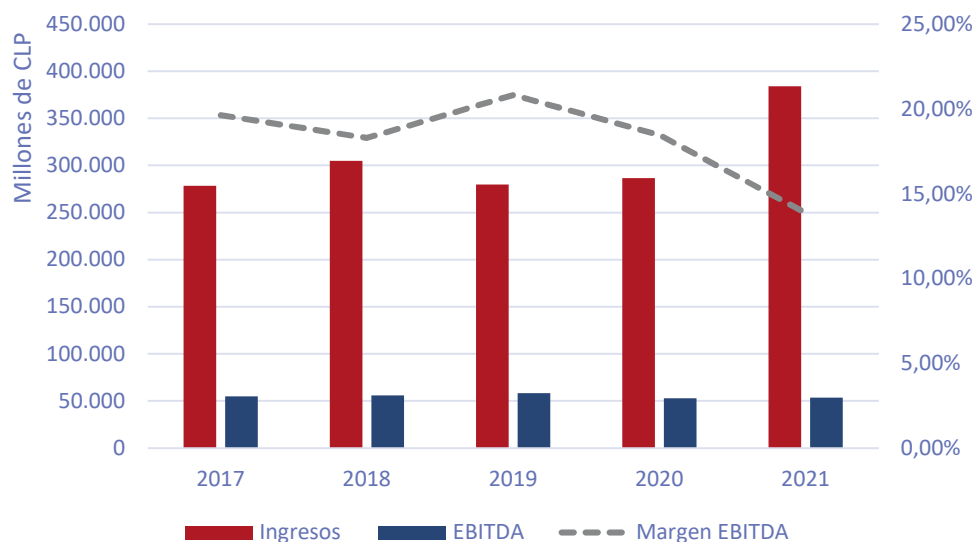


Ilustración 4: Ingresos, EBITDA, Margen EBITDA segmento soluciones energéticas en Chile (2017-2021)¹¹

Soluciones Energéticas 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 de Inversiones GLP SAS ESP – Vidagas, adicionalmente también posee el 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 2021 fueron de 123.752 toneladas de GLP¹², con una participación de mercado de 17,7%. 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. El canal granel totalizó ventas por 38.781 toneladas, y el canal envasado un total de 68.223 toneladas.

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.

¹¹ Desde el año 2018 no se considera los ingresos y EBITDA generados por Gasmar.

¹² Cifra consolidada y considera el 33% de las ventas de Montagas, sin esta filial la suma corresponde a 107.003 toneladas.

Inversiones GLP S.A.S. E.S.P. presentó durante el año 2021 un Ebitda de COP\$ 43.004 millones (disminuyendo un 21,4% con respecto a 2020) y las utilidades finalizaron en COP\$ 13.368 millones (una disminución de 46,7% frente al año anterior).

Durante 2021 el segmento Negocios internacional a nivel de ingresos representó un aumento de 30,9%, finalizando el periodo con un total de \$ 69.574 millones, sin embargo, con respecto al EBITDA, este presentó un decrecimiento de 25,5%, pasando de un margen EBITDA desde 22,1% a 12,6% entre 2020 y 2021.

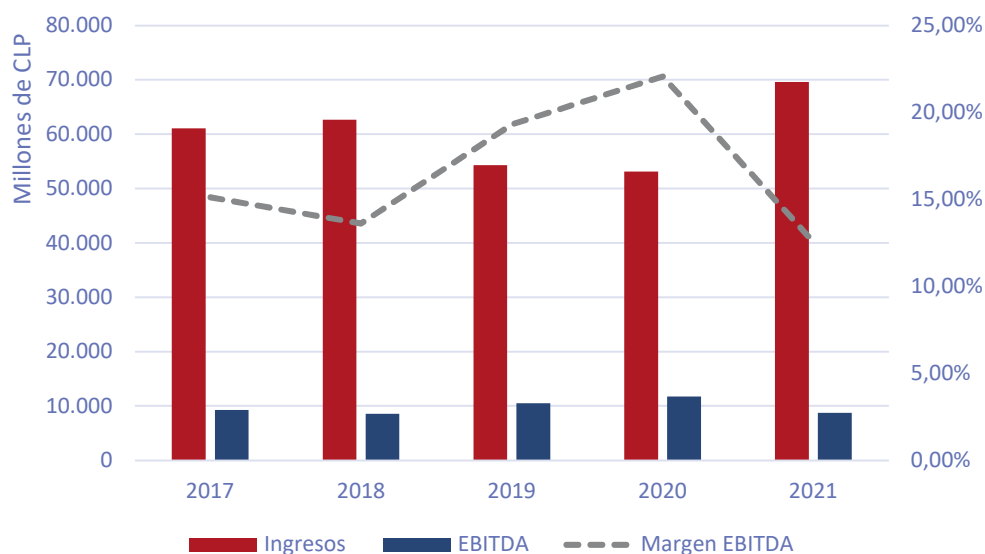


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA, Margen EBITDA segmento Soluciones energéticas Negocio Internacional (2017-2021)¹³

Aprovisionamiento¹⁴

Terminal Gas Caldera: Es un proyecto de construcción y operación de un terminal marítimo en la bahía de Caldera donde recepcionará y almacenará gas licuado en un estanque de 45 mil m³. Este proyecto obtuvo sus permisos ambientales y cumplió con los trámites requeridos para viabilizar su proyecto. Este podrá recepcionar buques de hasta 225 metros de eslora.

Adicionalmente, en 2020, se le aprobó de la concesión marítima en la Comisión de Uso del Borde Costero de Atacama. Los accionistas de esta empresa con 50% **Empresas Gasco S.A.** y 50% Energía Latina S.A.

Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.: Subsidiaria que está en Colombia, la cual posee participación en un terminal marítimo de gas licuado y un terminal de carga para las distribuidoras mayoristas. Se dedica principalmente a proveer a los negocios de Soluciones Energéticas en Colombia.

¹³ 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.

¹⁴ Este segmento no se consolida en los estados financieros de Gasmar desde el año 2019.

Análisis financiero¹⁵

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Gasco** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2017 y diciembre de 2021¹⁶.

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Durante 2021, los ingresos aumentaron un 36,6%, con respecto a 2020 dado principalmente por mayor volumen de ventas físicas de GL y al aumento en los costos que incremento el precio de venta. Por su parte, el EBITDA de la compañía, disminuyó un 4%. De esta forma, el margen EBITDA pasó de 19,1%, en 2020, a 13,8%, en 2021 dado menores márgenes de comercialización.

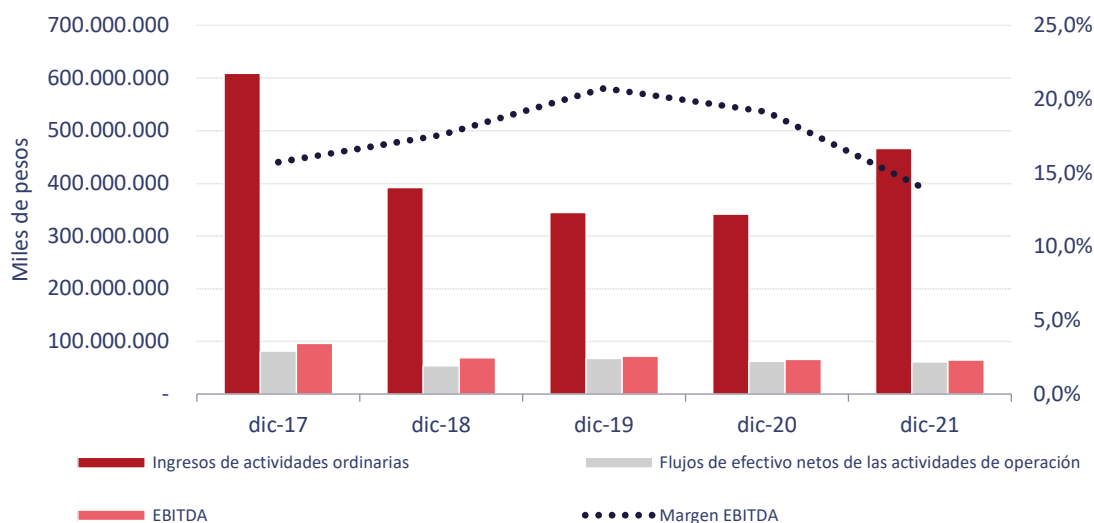


Ilustración 6: Evolución de Ingresos, EBITDA, y Margen EBITDA (2017-2021)

Con respecto a los márgenes, se observa cierta volatilidad que se explica por la variabilidad de los costos que, en definitiva, pueden ser traspasado a precio sin afectar significativamente los resultados monetarios. Así el margen EBITDA ha fluctuado entre 13,8% y 20,7% y el margen bruto entre 19,6% y un 27,4%. Por su parte, el ratio resultado operacional a ingresos, que hasta 2020 estuvo en torno al 10%, en 2021 experimenta una alza importante, llegando a 33,3%, producto de efecto de la venta de Gasmar.

¹⁵ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

¹⁶ 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.

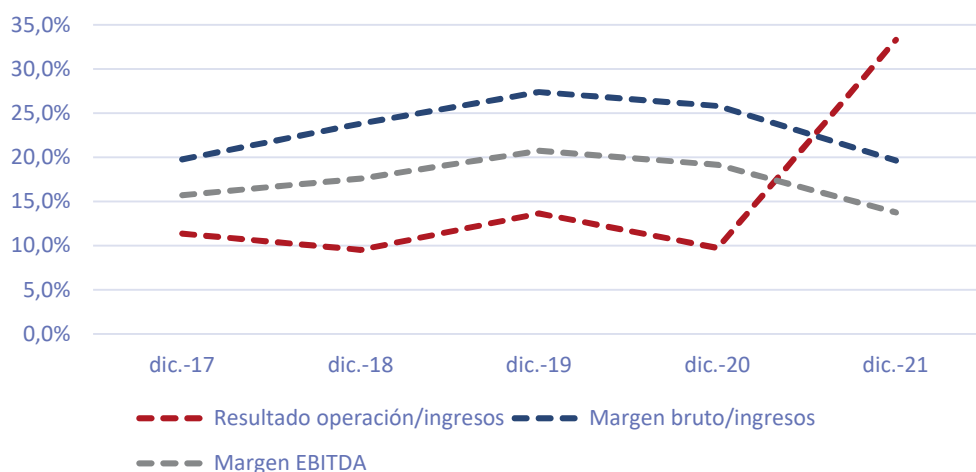


Ilustración 7: Evolución del margen bruto, operacional y EBITDA (2017-2021)

Evolución del endeudamiento

A diciembre de 2021, **Gasco** exhibe niveles de endeudamiento relativo al EBITDA iguales a 2,6 veces, ratio beneficiado por el pago de parte de la deuda bancaria. La deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) alcanza las 3,0 veces, uno de los valores más bajo de los años analizados.

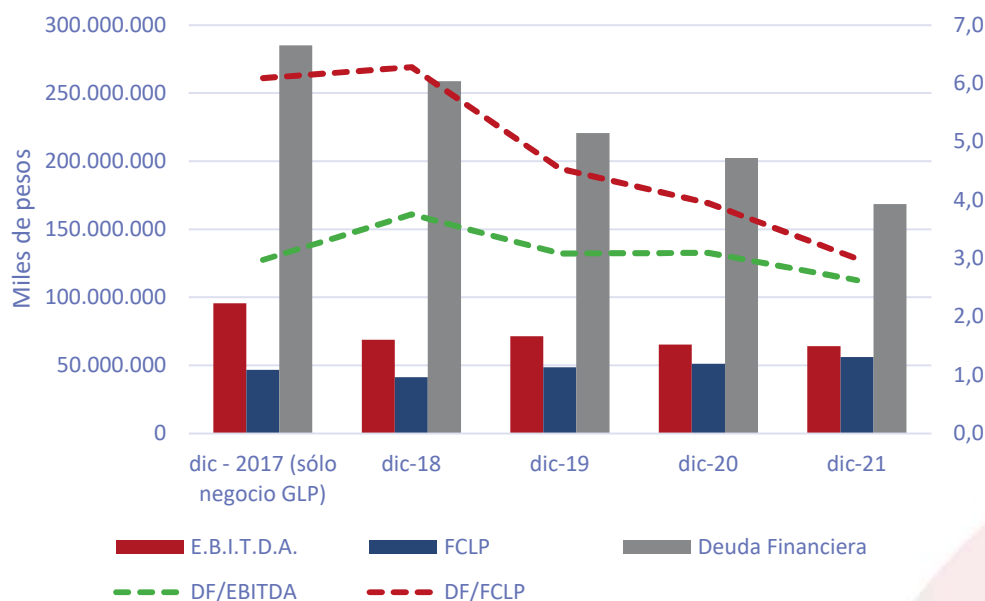


Ilustración 8: Evolución de endeudamiento (2017-2021)

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 el máximo pago anual, igual a \$ 37.689 millones (incluye intereses), cifra, en todo, caso, inferior al EBITDA de 2021 el cual tiene un valor de \$64.122 millones.

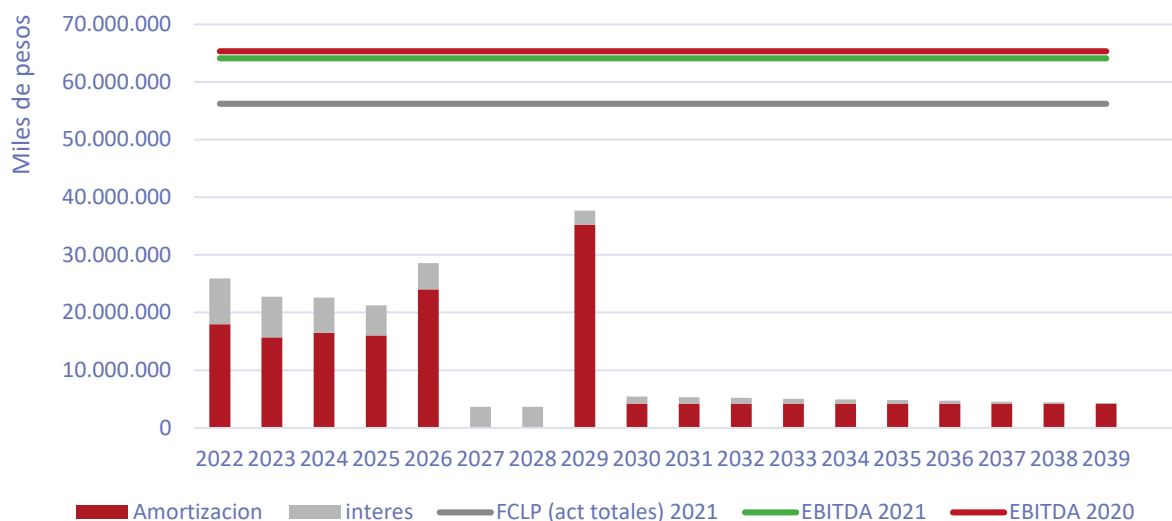


Ilustración 9: Evolución perfil de vencimiento

Evolución de la liquidez

A diciembre de 2021, la razón circulante es de 1,63 veces, presentando un aumento respecto al año anterior y el valor más alto de los años considerados en el análisis, dado que los pasivos corrientes presentaron una disminución de 34%, lo que se ve en parte atenuado por la disminución de activos corrientes en un 8%. Por su parte, el indicador presentado como liquidez es calculado como ingresos sobre costos de venta menos la depreciación, por lo tanto, el alza en los costos influye en la disminución del indicador desde 1,52 veces a 1,35 veces.

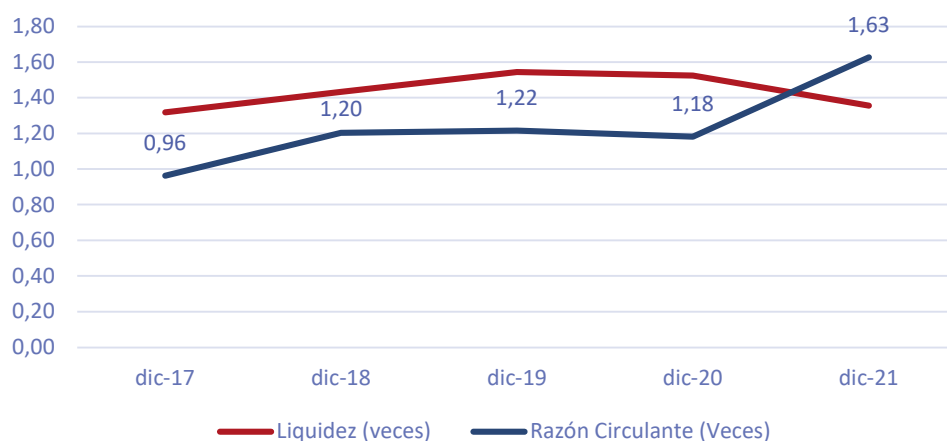


Ilustración 10: evolución de la razón circulante y liquidez (veces) (2017- 2021)

Evolución de la rentabilidad¹⁷

Se observa que durante el periodo entre 2018 y 2020 la rentabilidad del patrimonio y, particularmente, de los activos muestran una tendencia alza la cual se acentúa fuertemente en 2021 como consecuencia de la venta de la filial Gasmar; por ello es esperable que se revierta este último incremento. En cuanto a la rentabilidad operacional, ha mostrado una tendencia a la baja, situándose en 2021 muy por debajo de lo exhibido en 2017.

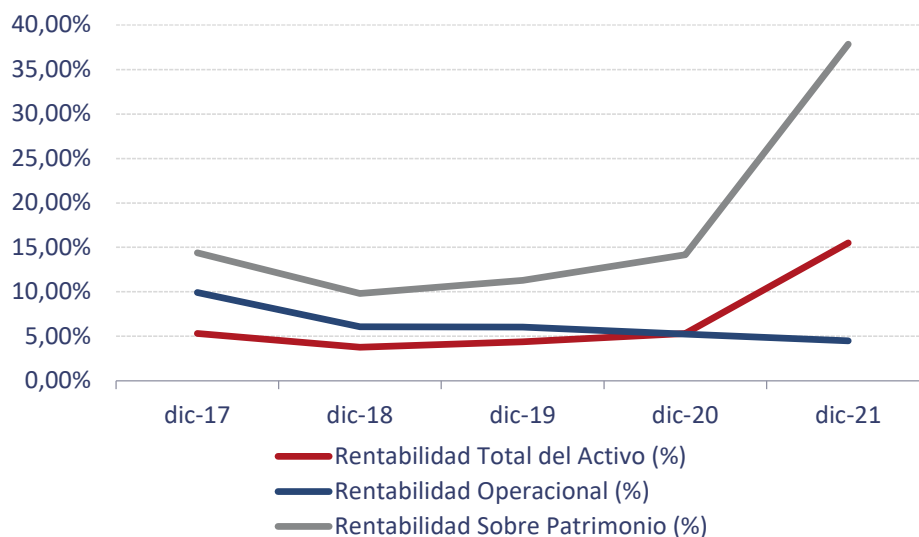


Ilustración 11: Evolución de las rentabilidades (%) (2017-2021)

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio presenta una presencia a abril 2022 de 10,4% y en promedio desde esa fecha hacia 10 meses atrás presenta un 8,0%, mencionar que **Gasco** posee un *market maker*.

¹⁷ Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
 Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.



Ilustración 12: Presencia Promedio (%) (jul2021- abril2022)

Covenants financieros

A diciembre de 2021 los *covenants* de la empresa son los siguientes:

Covenants línea de bonos		
	Límite	Valor a dic 2021
Endeudamiento consolidado	$\leq 1,3x$	0,19 veces
Patrimonio Total mínimo	$\geq \$ 170.000$	\$ 373.588
Activos libres de prenda/pasivos exigibles no garantizados	$\geq 1,2x$	1,86 veces
Activos libres de prenda/pasivos exigibles	$\geq 0,5x$	1,86 veces
Deuda financiera neta sobre Ebitda	$\leq 3,25$	1,13 veces

Ratios financieros¹⁸

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez (veces)	1,32	1,43	1,55	1,52	1,35
Razón Circulante (Veces)	0,96	1,20	1,22	1,18	1,63
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,92	1,17	1,22	1,18	1,63
Razón Ácida (veces)	0,63	0,83	1,12	1,05	1,44
Rotación de Inventarios (veces)	12,71	7,11	8,49	12,91	16,52
Promedio Días de Inventarios (días)	28,72	51,33	42,98	28,27	22,10
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	15,25	7,15	10,45	10,50	11,32
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	23,93	51,08	34,94	34,75	32,23
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	8,33	3,58	5,68	5,23	5,81
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	43,84	101,83	64,30	69,80	62,79
Diferencia de Días (días)	19,91	50,76	29,36	35,05	30,55
Ciclo Económico (días)	-8,81	-0,58	-13,62	6,78	8,45

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021
Endeudamiento (veces)	0,62	0,62	0,61	0,65	0,54
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,60	1,63	1,54	1,83	1,16
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,39	0,32	0,58	0,59	0,35
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,98	3,76	3,09	3,10	2,63
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,34	0,27	0,32	0,32	0,38
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	63,68%	54,44%	46,69%	44,12%	38,74%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,13%	0,07%	0,00%	1,26%	0,02%
Veces que se gana el Interés (veces)	3,12	1,61	2,37	1,51	12,79

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

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto (%)	19,76%	23,81%	27,39%	25,83%	19,63%
Margen Neto (%)	6,24%	7,16%	9,80%	11,57%	26,03%
Rotación del Activo (%)	83,74%	51,07%	44,17%	48,11%	57,62%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	5,33%	3,78%	4,40%	5,34%	15,61%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,30%	3,75%	4,37%	5,30%	15,50%
Inversión de Capital (%)	208,91%	206,49%	161,93%	189,77%	156,83%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-131,0	17,0	9,2	11,1	6,6
Rentabilidad Operacional (%)	9,94%	6,07%	6,03%	5,22%	4,50%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	14,39%	9,82%	11,28%	14,14%	37,85%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	75,87%	69,80%	64,55%	65,63%	73,82%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	80,24%	76,19%	72,61%	74,17%	80,37%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	4,50%	6,18%	6,92%	6,93%	5,70%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	26,17%	15,35%	14,58%	12,97%	10,48%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	15,72%	17,58%	20,74%	19,15%	13,76%

Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,74%	1,10%	0,05%	0,09%	0,02%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	20,25%	21,77%	11,70%	10,65%	13,38%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	1,05%	1,41%	1,54%	1,60%	1,90%
Capital sobre Patrimonio (%)	18,31%	17,04%	15,73%	15,76%	10,57%

"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."