



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

Analistas

Carlos Ebensperger H.  
Eduardo Valdés S.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00  
carlos.ebensperger@humphreys.cl  
eduardo.valdes@humphreys.cl

## Gasco S.A.

Septiembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Línea de Efecto de Comercio Tendencia	AA- N-1+/AA- Favorable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 2 Estable
EEFF base	30 Junio de 2011

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Bonos Serie D	Nº 209 de 23.04.1999
Bonos Series F1-F2	Nº 238 de 27.11.2000
Línea de Bonos a 10 años	Nº 428 de 02.08.2005
Serie G	Primera emisión
Línea de Bonos a 25 años	Nº 429 de 02.08.2005
Serie H	Primera emisión
Línea de Efectos de Comercio	Nº 006 de 07.02.2003

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2008	2009	2010	Ene-Jun 2010	Ene-Jun 2011	
Total ingresos	523.672.475	451.274.955	671.979.454	290.285.283	449.300.956	
Costo de ventas	-441.281.430	-330.750.132	-526.719.788	-230.911.366	-363.774.166	
Gtos. de administración y mercadotecnia <sup>1</sup>	-68.199.070	-71.684.996	-57.705.695	-25.728.505	-31.055.150	
Resultado operacional	19.783.759	51.833.640	88.672.558	33.974.731	55.072.103	
Gastos financieros	-26.400.504	-26.746.466	-24.311.973	-11.710.644	-12.175.188	
Resultado del ejercicio	-53.801.903	50.068.375	72.274.504	13.114.163	30.068.488	
EBITDA	49.491.048	87.032.719	124.151.151	51.161.868	73.483.860	

<sup>1</sup> Gastos de Administración y mercadotecnia = Costos de distribución + Gastos de administración + Otros gastos, por función.

Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	30-06-2010	30-06-2011
Activos corrientes	91.421.244	107.172.970	183.628.713	126.226.482	212.109.415
Activos no corrientes	1.091.994.462	1.048.906.355	1.004.477.101	1.046.953.106	1.042.826.858
Total activos	1.183.415.706	1.156.079.325	1.188.105.814	1.173.179.588	1.254.936.273
Pasivos corrientes	80.906.868	95.585.204	151.043.241	133.317.130	203.466.305
Pasivos no corrientes	594.159.556	540.842.216	482.631.855	513.449.899	487.561.014
Pasivos totales	675.066.424	636.427.420	633.675.096	646.767.029	691.027.319
Patrimonio	508.349.282	519.651.905	554.430.718	526.412.559	563.908.954
Patrimonio y pasivos, total	1.183.415.706	1.156.079.325	1.188.105.814	1.173.179.588	1.254.936.273
Deuda financiera	451.281.026	438.584.126	425.440.901	447.193.454	462.506.772

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Gasco S.A. (Gasco)** distribuye y comercializa gas licuado, de forma directa y por medio de filiales y coligadas, a clientes residenciales, comerciales e industriales, desde la II a la XII Región de Magallanes. También distribuye gas natural en las regiones Metropolitana, VI, VIII y XII, y en el noroeste de Argentina. Por otro lado, por medio de su filial Gasmar S.A., importa gas licuado desde distintos lugares del mundo. Adicionalmente, está presente en el mercado colombiano de distribución de GLP, siendo socio mayoritario y controlador de Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.

La compañía presentó en 2010 ingresos ordinarios por US\$ 1.435,8 millones bajo IFRS, contando a junio de 2011 con un 28% del mercado de gas licuado<sup>2</sup> a nivel nacional, y con un 20% en el mercado colombiano, abasteciendo a más de 547 mil clientes a través de sus filiales en el segmento de gas natural.

Las principales fortalezas de **Gasco** que sirven de fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en “Categoría AA-”, son el desempeñarse en una industria con una estructura de mercado estable (gas licuado) e, indirectamente, mantener una demanda estable en sus filiales de distribución de gas natural. También, se considera positivamente el adecuado perfil de vencimientos de su deuda financiera, lo que le permite una alta capacidad de pago de la misma incluso ante la mantención de los actuales flujos de caja; asimismo se reconoce la baja necesidad de inversión futura para la continuidad del negocio en su forma actual y su buen acceso a la fuentes de financiamiento<sup>3</sup>.

Otros atributos que apoyan y complementan la clasificación de los títulos de deuda son la solvencia del accionista controlador, la elevada experiencia en el rubro (especialmente en los aspectos logísticos del negocio) y la probada capacidad de distribución disponible.

2 En términos de ventas físicas (toneladas).

3 Dadas las actuales proyecciones de sus flujos.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra restringida fundamentalmente por la baja diferenciación del producto, especialmente en gas licuado, situación que aumenta la probabilidad que la competencia dentro del sector se centre en la variable precio, aunque se reconoce como atenuante el esfuerzo de la compañía por diferenciarse de sus competidores a través de la prestación de servicios complementarios al negocio de gas licuado.

Otros factores de riesgo son la variación de los precios de los *commodities* para la filial Gasmar (actualmente atenuado por programas de cobertura), las comparativamente bajas barreras de entrada de la industria de GLP (en relación a otros negocios de servicios básicos), la posible aparición de nuevas tecnologías competitivas que sustituyan el gas, y su incursión en Colombia, por la poca historia que posee la empresa en ese mercado.

La perspectiva de la clasificación para los bonos de la compañía se califica en *"Favorable"*, por cuanto la empresa ha mejorado sus niveles de rentabilidad y de endeudamiento en el último tiempo, y se espera que a partir del año 2013 se reduzca significativamente el servicio anual de la deuda, todo dentro de un contexto con bajas necesidades de inversión.

La clasificación de los títulos accionarios de **Gasco** se sitúa en *"Primera Clase Nivel 2"* por la adecuada solvencia asignada a la empresa y por la más que adecuada presencia bursátil de las acciones, cuyo promedio de doce meses a julio de 2011 es de 62,3%.

La perspectiva para la clasificación de las acciones de la compañía se califica *"Estable"*, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar la capacidad de pago de la compañía y la liquidez de estos títulos.

Dado el bajo nivel de riesgo asignado, en el futuro la clasificación de los bonos podría verse favorecida en la medida que no se produzcan cambios importantes en los niveles de deuda y de inversión que hasta la fecha es posible prever.

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 entre ellos su participación en Metrogas y los nuevos emprendimientos de GLP en Colombia. También se espera que el endeudamiento relativo de la compañía se mantenga en niveles similares o menores a los actuales.

## Hechos recientes

Desde 2009, **Gasco** presenta sus estados financieros bajo el estándar contable IFRS.

Durante 2010 la compañía obtuvo ingresos consolidados<sup>4</sup> por \$ 671.979 millones, lo que representa un aumento del 48,9% respecto de 2009, debido principalmente al crecimiento de 61,4% registrado en las ventas de la División Gas Natural, que se deben al inicio de operaciones del Terminal de

<sup>4</sup> La filial Gasmar vendió GLP a la filial Gasco GLP, por lo que existe un ajuste por ventas inter-empresas en los estados financieros consolidados, no analizándose por tanto el total de ventas por segmento, sólo sus tendencias.

Regasificación de Gas Natural Licuado (GNL). Las ventas físicas de este combustible llegaron a 1.036 millones de metros cúbicos en 2010, un 33,9% más que en 2009, explicado en su mayoría por la recuperación de clientes del sector industrial, sector afectado por las pasadas restricciones de suministro de materia prima.

En el área de gas licuado de petróleo (GLP), los ingresos subieron un 16% en 2010 hasta \$ 396.735 millones. Por su parte, las ventas físicas de este combustible llegaron a 385 mil toneladas, un 6,4% más que en 2009, producto de esfuerzos comerciales, y a las bajas temperaturas registradas en julio de 2010.

El resultado operacional de 2010 tuvo un fuerte incremento de 71,1%, llegando a \$ 88.673 millones, explicado fundamentalmente por el mejor resultado del área gas natural anteriormente descrito.

En términos no operacionales, la empresa pasó desde una ganancia de \$ 7.337 millones a una pérdida de \$ 8.939 millones. Las principales variaciones están dadas por la disminución de la cuenta resultados por unidades de reajuste, que pasó de \$ 9.851 millones a una pérdida de \$ 8.540 millones, debido a la variación positiva de 2,4% del valor de la unidad de fomento, lo que aumentó las cifras denominadas en esa moneda. Además, las diferencias de cambio disminuyeron en \$ 6.108 millones, explicada en su mayoría por la caída de 7,7% sufrida por el dólar durante 2010, lo que hizo disminuir los pasivos en dólares. Asimismo, hubo una contracción de \$ 13.010 millones en el ítem participación en ganancia (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos, producto de los menores resultados obtenidos de las inversiones en las sociedades Campanario Generación, Cemento Polpaico, GNL Quintero e Innenergy. Por otro lado, durante 2010 se produjo la venta de la participación de Cemento Polpaico, lo que explica gran parte del aumento de la cuenta otras ganancias, que pasó de \$ 4.795 millones en 2009, a \$ 23.585 millones en 2010.

El EBITDA de 2010, en tanto, alcanzó a \$ 124.151 millones, un incremento de 42,5% respecto de 2009, debido principalmente al mejor desempeño operacional de los negocios de la empresa.

### **Resultados al 30 de junio de 2011**

Durante el primer semestre de 2011 los ingresos totales de **Gasco** se incrementaron en un 54,8% interanual hasta \$ 449.301 millones (US\$ 959.7 millones), debido principalmente a un incremento de 62,3% en las ventas de gas natural, y a un aumento de 24,4% de la división GLP, las que llegaron a \$ 248.908 y \$ 220.831 millones, respectivamente. Producto de la mayor actividad, los costos de venta también se incrementaron en un 57,5%, llegando a \$ 363.774 millones. Con ello, el margen bruto llegó a un 19%, disminuyendo respecto del 20,5 % del primer semestre de 2010.

El total de gastos de administración y distribución creció un 20,7% en el primer semestre, principalmente por un aumento en los gastos de administración. Como consecuencia del mayor aumento de los ingresos por sobre los costos, el resultado operacional aumentó en un 62,1% hasta \$

55.072 millones (US\$ 117,6 millones). El EBITDA, en tanto, se expandió en un 43,6% en los primeros seis meses de 2011, alcanzando \$ 73.484 millones (US\$ 157 millones).

## Eventos recientes

El 10 de diciembre de 2010, **Gasco** inició el proceso de venta del 40,88% de participación de Cemento Polpaico S.A., que tenía desde 1986, y el 28 de diciembre de ese mismo año, mediante el mecanismo de subasta de libro de órdenes, se fijó un precio de \$ 7.500 por acción, por lo que la empresa dejó de ser accionista de esa sociedad. Esta operación produjo un efecto positivo aproximado de \$ 25.000 millones en el ítem "otras ganancias".

El 29 de diciembre de 2010, **Gasco** adquirió el 50% del capital accionario de Gazel S.A., pasando a controlarla en un 100%. Esta operación permitió a la empresa concentrar el desarrollo y operación de gas vehicular, bajo la denominación de Autogasco S.A.

El 28 de junio de 2011, la empresa adquirió el 30% de Gas Sur S.A., que estaba en poder de Saskenergy Chilean Holdings Limitada, por US\$ 6 millones. A través de esta operación, **Gasco** pasó a controlar el 100% de dicha sociedad.

El 07 de julio de 2011, la compañía vendió el 10,19% de la participación accionaria que mantenía en Inversiones El Raulí S.A., recaudando US\$ 11,5 millones, reconociendo una utilidad de US\$ 1,7 millones neta de impuestos. Esta sociedad de inversión contaba entre sus principales activos al 5,21% de la sociedad Almendral S.A., matriz de Entel S.A.

El día 24 de agosto de 2011, Campanario Generación S.A., empresa coligada de **Gasco**, presentó un convenio judicial preventivo, con el objeto de hacer frente a sus compromisos con sus acreedores. Además, se informó que a esa fecha, la empresa no tiene comprometidos garantías ni pasivos contingentes a favor de terceros acreedores de Campanario Generación.

El 01 de septiembre de 2011, Campanario Generación presentó una solicitud de su propia quiebra ante la Corte de Apelaciones de Santiago. Cabe destacar que a junio de 2011, **Gasco** no tiene inversiones asociadas en esta compañía.

## Definición de Categorías de Riesgo

### Categoría AA-

Corresponden a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

El signo “-” corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Categoría Primera Clase Nivel 2

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy 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.

### Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## Oportunidades y Fortalezas

**Estabilidad de sus mercados:** La empresa se desenvuelve en dos sectores: gas licuado y gas natural. El mercado de gas licuado 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. En el mercado de gas natural, en tanto, la empresa es distribuidora única en los principales mercados en que participa (regiones Metropolitana, del Biobío y Magallanes), debido a la forma de distribución asociada a este combustible (gasoductos hasta los hogares). Por todo lo anterior, se concluye que la empresa participa en mercados muy estables, en los cuales además tiene una amplia experiencia. Importante es destacar que el consumo de gas licuado, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta variaciones poco significativas en términos de años móviles.

**Posición en mercado de gas natural:** A través de su participación en la propiedad de Metrogas S.A. (Regiones Metropolitana y VI), Gas Sur S.A. e *Innenergy Holdings S.A.* (VIII Región), y su unidad de negocios Gasco Magallanes (XII Región), **Gasco** se ha convertido en el operador de mayor experiencia y volumen, a mucha distancia del siguiente participante, en la distribución de gas natural del mercado nacional. Esto hace que tenga una demanda estable en el segmento residencial-comercial, en el cual los clientes conectados enfrentan un costo asociado a cambiarse a otro tipo de combustibles (aunque actualmente existen compañías de GLP que ofrecen realizar el cambio de forma gratuita). Las filiales han puesto especial énfasis en asegurar el suministro a través de las plantas de respaldo de la compañía. El inicio de funcionamiento del terminal de regasificación de GNL en Quintero durante septiembre de 2009, significó que casi la totalidad de la demanda de la empresa fue cubierta con GNL importado del mercado internacional, lo que permitió a la empresa independizarse de los envíos de gas natural desde Argentina. Con esto, se logró retomar la distribución de gas natural al sector industrial, abastecer a la totalidad del mercado residencial y comercial, y continuar con el desarrollo del negocio.

**Participación en mercados sustitutos:** Si bien la llegada del gas natural le restó mercado a la industria de gas licuado y se intensificó la competencia en su interior, a la fecha se trata de una

situación superada. Adicionalmente, la presencia en ambos mercados agrega estabilidad a sus ingresos, en la medida que logre traspasar clientes de un sector a otro (natural a licuado o licuado a natural), evitando con ello la huida hacia otros combustibles.

**Baja concentración de clientes e incobrabilidad:** La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes y además un muy bajo riesgo de no pago. En efecto, 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 el mercado de gas natural, la cartera de clientes se encuentra atomizada, al corresponder en su mayoría a hogares; aquí también la pérdida por incobrables es baja ya corresponde a un bien de necesidad básica y además, luego de realizar las debidas gestiones de cobranza, se puede cortar el suministro a los clientes morosos (ya sea residencial, comercial o industrial).

**Amplia experiencia:** La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de más de 154 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.

**Capacidad de distribución y servicios complementarios:** **Gasco** 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. El segmento de gas licuado a granel por su parte, es atendido a través de su filial Gasco GLP. 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 cuentas 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.

En el caso del gas natural, la capacidad viene dada por la red instalada que a junio de 2011 le permitía acceder a aproximadamente 547 mil clientes en Chile.

**Solvencia del controlador:** El accionista controlador de la sociedad –Compañía General de Electricidad S.A. (CGE)– cuenta con una amplia experiencia en la entrega de servicios masivos, al participar en el sector de generación y distribución de energía eléctrica, inmobiliario y de servicios entre otros, y presenta un respaldo económico y financiero adecuado. La matriz tiene un gran acceso a fuentes de financiamiento. CGE, de forma consolidada, presentaba ingresos a diciembre de 2010 de US\$ 4.298 millones, un resultado operacional de US\$ 456 millones y una deuda financiera en torno a US\$ 3.767 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 la variable precio, reduciendo los márgenes de la industria y repercutiendo negativamente en 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, debido a que adquiere en el mercado internacional entre quince 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.

**Riesgos de Metrogas:** Si bien el proyecto de GNL disminuyó el riesgo de suministro de Metrogas, el formato de compra ha cambiado debido a que Metrogas debe efectuar sus pedidos de gas con aproximadamente seis meses de antelación, por lo que queda expuesto ante cambios puntuales en la demanda o fluctuaciones en los precios de los bienes sustitutos, existiendo en la actualidad coberturas que ayudan a atenuar el riesgo variaciones en los precios combustibles.

**Bajas barreras de entrada para gas en cilindros:** El mercado de gas licuado históricamente ha sido atendido por grupos nacionales (excepto por el ingreso de Repsol-YPF a la propiedad del Grupo Lipigas). No obstante, no existe impedimento (regulatorio, por ejemplo) para la llegada de conglomerados internacionales, eventualmente con amplio *know how* y con capacidad de financiamiento, lo que torna más riesgoso al rubro de GLP en cilindros, en comparación a otros negocios de distribución de servicios básicos, por ejemplo el GNL. Aun así, en opinión de **Humphreys**, el sólido posicionamiento de mercado de las empresas distribuidoras de gas licuado en Chile reduce el incentivo para el ingreso de nuevos operadores.

**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, cuyos efectos sobre el emisor se han compensado o eliminado al ser Metrogas, la principal empresa distribuidora de este combustible, filial de **Gasco**. En todo caso, justamente la presencia del grupo en variadas industrias energéticas (gas licuado, gas natural –transporte y distribución y electricidad) favorecen la posibilidad de anticiparse y/o reaccionar en forma oportuna a estos cambios.

**Nuevos negocios en Colombia:** Si bien el monto proyectado de la inversión para ingresar al mercado de GLP en Colombia representa un porcentaje menor en relación a los activos totales de la sociedad, no deja de ser cierto que la empresa está ingresando a un mercado nuevo, de reciente regulación y con un riesgo mayor al de la operación en Chile, tanto en términos del mercado mismo como del riesgo país. Sin embargo, esto se ve atenuado en parte por el hecho de haber comprado empresas ya en funcionamiento y por además contar con la experiencia acumulada en Chile a lo largo de su historia.

**Accionistas controladores:** En agosto de 2011, se produjo el término del pacto de actuación conjunta por parte de los dos mayores accionistas de CGE, grupo controlador de **Gasco**, debido a discrepancias en la forma en que estaba distribuido el número de directores. Esta situación podría implicar cambios al estilo de dirección que el grupo mantuvo por 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 1981 la empresa se adjudicó la distribución de gas natural y gas licuado en la Región de Magallanes, mientras que en 1986 ingresó a la propiedad de las empresas Cemento Polpaico S.A. y Electro Industrial Inversiones S.A.

Durante 1992 constituyó la filial Gasmar S.A. y la sociedad Gascart S.A., a través de la cual adquirió un 90% de las acciones de Gasnor S.A., que distribuye gas natural en la región noroeste de Argentina. Durante la misma década, se constituyó Metrogas S.A. (1995), sociedad a la que posteriormente transfiere sus activos productivos vinculados a la fabricación y distribución de gas de ciudad.

En 1999 se inauguró Gasoducto del Pacífico S.A., que transporta gas natural desde Neuquén (Argentina) hasta la VIII Región (Chile), donde es distribuido por Innergy Holdings S.A. y Gas Sur S.A., sociedades en las cuales Gasco posee participación accionaria.

En 2004 Gasco S.A. vendió el 24% de Gasmar S.A. a Abastible S.A., manteniendo el control de la firma con el 51% de participación. A partir de esta fecha Metrogas comenzó a enfrentar restricciones en el suministro de gas natural desde Argentina.

En 2006 se reorganizó el negocio de gas licuado de petróleo, reuniendo en una sola empresa denominada Gasco GLP S.A. a las ex filiales Gasco Norte S.A. y Gasco Sur S.A. y la ex unidad de negocios Gasco Santiago.

En 2007 la compañía ingresó al sector eléctrico a través de la adquisición del 20% de Campanario Generación S.A., central termoeléctrica ubicada en la Región del Biobío y que posee una capacidad instalada de 220 MW de generación.

En 2009 se inició la operación del terminal GNL Quintero. Adicionalmente, se informaron los primeros estados financieros bajo el formato IFRS.

Durante 2010 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. También comenzó la operación de Transportes e Inversiones Magallanes S.A., una flota de buses a gas natural, para el transporte público de la ciudad de Punta Arenas. Además, en el mes de diciembre, la empresa vende su participación accionaria en Cemento Polpaico S.A.

## Propiedad y administración

A continuación se describen los doce principales accionistas a junio de 2011:

Nombre	Nº de acciones	% de Propiedad
Cía. General de Electricidad S.A.	95.128.954	56,62%
Inmobiliaria Liguai S.A.	10.743.720	6,40%
Asociación de Canalistas Soc. del Canal del Maipo	4.182.538	2,49%
Inversiones El Maqui Ltda.	4.093.471	2,44%
Doña María Loreto S.A.	3.874.502	2,31%
Inversiones Quitraco S.A.	2.907.909	1,73%
AFP Provida S.A. para Fondo Pensión C	1.861.567	1,11%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1.851.486	1,10%
Inversiones Apalta S.A.	1.400.133	0,83%
Inmobiliaria Lomas de Quelén S.A.	1.337.988	0,80%
Inversiones Tunquén S.A.	1.219.365	0,73%
AFP Habitat S.A. para Fondo Pensión C	1.174.873	0,70%

El directorio está compuesto por siete integrantes, a la fecha de la clasificación éste se estructura de la siguiente forma:

Nombre	Cargo
Claudio Hornauer Herrman	Presidente Directorio
Jorge Marín Correa	Vicepresidente del Directorio
Matías Pérez Cruz	Director
Pablo Neuweiler Heinsen	Director
Pablo Guarda Barros	Director
Álvaro Vial Gaete	Director
Francisco Marín Estévez	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Gerardo Cood Schoepke	Gerente General
Carmen Figueroa Deisler	Fiscal
Pablo Sobarzo Mierzo	Gerente de Finanzas Corporativas
Rodolfo Freyre Duggan	Gerente de Desarrollo Corporativo
Lorenzo Davico Maggi	Gerente de Recursos Humanos Corporativo
Marcos Cvjetkovic Muñoz	Gerente de Gasco Magallanes
Alejandro Espinoza Querol	Contralor Corporativo

## Filiales y asociadas

A continuación se presentan las empresas incluidas en la consolidación de Gasco S.A., las sociedades de control conjunto y sus principales asociadas a junio de 2011:

### Subsidiarias al 30 de junio 2011

Empresa	País	Sector	Participación
Metrogas S.A.	Chile	Gas Natural	51,8378%
Gasmar S.A.	Chile	Gas Licuado	51,0000%
Gas Sur S.A.	Chile	Gas Natural	100,0000%
Gasco GLP S.A.	Chile	Gas Licuado	100,0000%
Gasco Argentina S.A.	Argentina	Negocios internacionales	100,0000%
Inversiones Invergas S.A.	Chile	Gas Licuado	100,0000%
Gasco Grand Cayman Ltd.	Chile	Otros negocios	100,0000%
Inversiones Atlántico S.A.	Chile	Otros negocios	100,0000%
Automotive Gas Systems S.A.	Chile	Gas Licuado	100,0000%
Transportes e Inversiones Magallanes S.A.	Chile	Gas Natural	85,0000%
Autogasco S.A.	Chile	Gas Natural	100,0000%
Inversiones Atlántico Colombia S.A.S.	Colombia	Negocios internacionales	100,0000%
Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.	Colombia	Negocios internacionales	70,0005%

**Sociedades con Control Conjunto al 30 de junio 2011**

Empresa	País	Sector	Participación
Gascart S.A.	Argentina	Negocios internacionales	50,0000%
Gasoducto del Pacífico S.A.	Chile	Otros negocios	29,9988%
Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A.	Argentina	Negocios internacionales	26,6978%
Gasoducto del Pacífico (Cayman ) Ltd.	Chile	Negocios internacionales	26,7000%
Innery Holdings S.A. <sup>5</sup>	Chile	Otros negocios	30,0000%
Innery Transportes S.A.	Chile	Otros negocios	0,0002%
GNL Quintero S.A.	Chile	Gas Natural	20,0000%
GNL Chile S.A.	Chile	Gas Natural	33,3330%

**Asociadas al 30 de junio 2011**

Empresa	País	Sector	Participación
Campanario Generación S.A.	Chile	Generación eléctrica	20,0000%
Gasmarket S.A.	Argentina	Gas natural	50,0000%
Vectores Energéticos S.A.	Argentina		25,0000%
Almallano S.A. E.S.P.	Colombia	Otro	40,0000%
Inversiones El Raulí S.A. (1)	Chile	Otro	10,1905%

(1) Esta inversión fue enajenada por Gasco con posterioridad al 30 de junio de 2011.

## Descripción del negocio

**Gasco** y sus subsidiarias participan, principalmente, en los negocios de distribución y comercialización de gas licuado y gas natural en los mercados de Chile, Argentina y Colombia. En el negocio del gas licuado está presente a través de sus subsidiarias Gasmar S.A. (que atiende a distribuidores) y Gasco GLP S.A. (en el mercado residencial e industrial), e Inversiones GLP S.A.S. E.S.P., en el mercado Colombiano.

Adicionalmente, la Compañía está presente en el negocio del gas natural a través de sus subsidiarias Metrogas (regiones Metropolitana y del Libertador Bernardo O'Higgins), Gas Sur (Región del Biobío) y su unidad de negocios Gasco Magallanes.

El detalle de las principales actividades de sus filiales y coligadas se presenta a continuación:

### Gas Licuado

Gasco GLP S.A. es la filial de **Gasco** que distribuye y comercializa gas licuado de petróleo entre la región de Antofagasta y la región de Aysén, en Chile. La empresa opera con tres divisiones comerciales: Norte, Sur, y Metropolitana.

<sup>5</sup> La influencia significativa en Innery Transportes S.A., está dada por la participación que Gasco S.A. tiene en la propiedad de Innery Holdings S.A. (30%), la que a su vez es controladora de Innery Transportes S.A. en un 99,98%.

Para la distribución de gas envasado, cuenta básicamente con tres canales: el de venta directa, los distribuidores exclusivos y los distribuidores multimarca; en tanto, en el mercado de gas licuado a granel la compañía se encuentra integrada verticalmente para atender al consumidor final, contando así con un canal de distribución propio.

Las ventas físicas de Gasco GLP, sin incluir las correspondientes al negocio de respaldo de gas natural, alcanzaron aproximadamente las 293 mil toneladas durante 2010, mostrando una expansión de 7% con respecto al año anterior, lo que se explicaría en parte por las bajas temperaturas registradas en la Región Metropolitana en julio de 2010. Su participación en el mercado nacional alcanza al 28%, similar a la de 2009.

La empresa cuenta con plantas de llenado de cilindros en Maipú (Región Metropolitana), El Belloto (V Región), Talca (VII Región) y Osorno (X Región).

Gasmar desarrolla cuatro líneas de negocio en la industria del gas licuado de petróleo (GLP): i) servicios de carga, descarga, almacenamiento y despacho de GLP en el Terminal de Quintero ii) comercialización de GLP a compañías distribuidoras, iii) respaldo con propano al suministro de gas natural para los clientes residenciales y comerciales de Metrogas S.A., y iv) almacenamiento de volúmenes programados de butano.

Posee un terminal marítimo en Quintero (V Región) para la descarga y almacenamiento de propano y butano en su forma de gas licuado, con una capacidad de almacenamiento de 85.000 m<sup>3</sup> (equivalentes a 50 mil toneladas de gas).

Inversiones GLP S.A.S. E.S.P. es la filial presente en el mercado colombiano de distribución de gas licuado de petróleo. Está presente desde 2010 a través de la adquisición del 70% de las compañías locales Plexa S.A. E.S.P., Vidagas de Occidente S.A. E.S.P. y Almacenadora de Gas de Occidente S.A. E.S.P. Esta empresa desarrolló una política de unificación y estandarización de servicio, a través de la marca Vidagas, lanzada en septiembre de 2010.

La venta de GLP está dividida en los canales de envasado y granel. La venta de envasado, con cilindros de 9, 15, 18, 35 y 45 kilos 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.

Está presente en 15 de los 32 departamentos de Colombia, y tienen una participación del 11% de ese mercado. Las ventas físicas de Vidagas durante 2010 alcanzaron 79 mil toneladas, de las cuales el 70% corresponde a ventas a clientes finales.

A fines de marzo de 2011, esta filial adquirió el 70% del grupo de empresas Unigas, alcanzando con ello una participación de mercado del 20% en Colombia en la actualidad. De esta forma, la distribución de gas licuado en ese país se realiza a través de las marcas Vidagas y Unigas. La compra se realizó en parte con los recursos obtenidos en la venta de Cementos Polpaico a fines de 2010.

## Gas Natural

Metrogas S.A. distribuye gas natural a los mercados residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana y del Libertador Bernardo O'Higgins. Al 30 de junio de 2011 contaba con más de 457 mil clientes y una penetración de mercado de 84% en los nuevos proyectos inmobiliarios de la Región Metropolitana. Con el restablecimiento del suministro de gas natural, a través del terminal de regasificación de GNL Quintero, el abastecimiento de Metrogas correspondió mayoritariamente a GNL, lo que le permite retomar las ventas del mercado industrial y bajar los costos de materia prima. Esta empresa aumentó 248% sus resultados respecto a junio de 2010, al obtener una utilidad de \$ 29.711 millones en junio último.

Gas Sur S.A. distribuye gas natural a los mercados residencial y comercial de la Región del Biobío, abasteciéndose de gas proveniente desde Neuquén, Argentina. Al 31 de diciembre de 2010, contaba con un total de 38.071 clientes, con un volumen de ventas físicas de 25 millones de m<sup>3</sup>.

Innenergy Holdings S.A. comercializa el gas natural que abastece el mercado industrial y dos empresas distribuidoras de gas residencial y comercial de la Región del Biobío. Las zonas que abastece directamente son: Talcahuano, Penco, Pirquén, Laja, Nacimiento, Coronel, Arauco, Nueva Aldea, Pemuco y Charrúa. Durante 2009 y 2010 se trabajó para lograr mayores envíos de gas natural desde argentina. Como consecuencia de ello, durante 2010 las ventas físicas anuales alcanzaron 132 millones de metros cúbicos, que implican un aumento de 40% en relación a 2009.

Gasco Magallanes (unidad de negocio) distribuye gas natural y gas licuado en la Región de Magallanes y Antártica Chilena, a través de una red aproximada de 1.310 Km. que abastece a Punta Arenas (85% de la venta física), Puerto Natales (11%) y Porvenir (4%). Tiene más de 50.000 clientes, con ventas físicas de 362 millones de m<sup>3</sup> de gas natural, un aumento de 1,4% anual. Por su parte, el gas licuado llega a los clientes más apartados de la red, especialmente a Puerto Williams, con un volumen de 1.990 toneladas en 2010.

Transportes e Inversiones Magallanes S.A. es una empresa de transporte público urbano compuesta por buses a gas natural presentes en la ciudad de Punta Arenas desde mayo de 2010. Opera bajo el nombre de Movicas y nace como una respuesta a una licitación pública del gobierno, para operar cuatro líneas urbanas por un período de cinco años, los que pueden ser extendibles a seis. Entre junio y diciembre de 2010 transportó más de 4 millones de pasajeros, logrando una penetración de mercado cercana al 35% del transporte público en sus primeros siete meses de operación.

Gasnor S.A. es controlada por Gascart S.A. y presta el servicio de distribución de gas natural por redes en las provincias de Salta, Jujuy, Santiago del Estero y Tucumán, República Argentina. La actividad principal de Gasnor S.A. se centra en la distribución de gas natural a clientes residenciales, comerciales, industriales y centrales térmicas. Gasco S.A. tiene un 50% de participación en la propiedad de esta sociedad. Al 31 de diciembre de 2010, Gasnor contaba con 420.197 clientes, vendiendo 1.756 millones de m<sup>3</sup>

Gasmarket S.A. comercializa gas natural, productos y servicios energéticos en el mercado argentino. La empresa abastece al 51% del mercado industrial del noroeste de Argentina, y el 3% de la demanda industrial de ese país. Sus ingresos provienen del abastecimiento del sector industrial y la venta de kits de conversión a gas natural comprimido. Adicionalmente comercializa materiales para obras de gas y agua, equipos generadores, equipos de aire acondicionado, climatizadores de piscina y gasodomésticos en general. Durante 2010 importó un volumen de 200 mil metros cúbicos diarios de gas de Bolivia, lo que representó un 17% en el total de las compras de gas de la comercializadora, generando un 22% adicional en el margen bruto, lo que ayudó a compensar las menores ventas producto de las interrupciones al consumo de grandes consumidores.

Gasoducto del Pacífico S.A. transporta gas natural desde la provincia de Neuquén en Argentina hasta la VIII Región de Chile. Además, transporta gas natural hacia la red local de gasoductos argentinos. Para ello, cuenta con una red de extensión total de 543 kilómetros (sin incluir ramales hacia otras localidades). Durante el año 2010, se transportó hacia Chile 132 millones de m<sup>3</sup> de gas natural, cifra 40% superior al año anterior. **Gasco** tiene un 30% de participación en la propiedad de esta sociedad. Está compuesta por Gasoductos del Pacífico Cayman Ltd., Gasoducto del Pacífico S.A. y Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A.

Autogasco S.A. comercializa gas vehicular en Chile, tanto a través de la construcción y/u operación de estaciones de servicios, propias o de terceros, que comercializan gas vehicular, y del fomento a la conversión de vehículos a gas. Durante el año 2010 comenzó la operación de las tres estaciones de servicio propias en la Región Metropolitana, con alta concentración de taxis colectivos, alcanzando el 46% de participación de mercado de estaciones comercializadoras de gas vehicular en la Región Metropolitana.

## Otras Inversiones

Campanario Generación S.A.: **Gasco** hizo su ingreso al negocio eléctrico durante 2007, a través de la adquisición del 20% de Campanario, una central termoeléctrica de ciclo combinado con una capacidad instalada de 220 MW compuesta por cuatro unidades de generación, tres de ellas capaces de operar con gas natural o diesel indistintamente, y una de ellas con diesel o IFO 180. Durante 2010, la empresa comenzó a atender sus contratos de suministro con CGE Distribución y con SAESA, por un total de 1.750 GWh al año, y una duración de catorce y doce años, respectivamente. En 2010 la empresa tuvo pérdidas por US\$ 16 millones, y fue declarada en quiebra durante septiembre de 2011. Cabe destacar que actualmente la inversión de **Gasco** en esta compañía está valorizada en 0.

En cuanto a la distribución de los ingresos por negocio, a continuación se presenta la situación de la compañía al 30 de junio de 2011 bajo el formato IFRS:

Línea de Negocio:	Gas Natural	Gas Licuado	Negocios internacionales	Otros negocios	Ajustes de Consolidación	Totales
	01-01-2011 al 30-06-2011 (MM\$)					
Ingresos Ordinarios	248.908	220.831	24.486	33	-44.956	449.301
Costo de Ventas	-191.701	-194.385	-23.218	-372	45.901	-363.774
Margen Bruto	57.207	26.447	1.267	-339	945	85.527
Gtos. de Administración y Distribución	-14.537	-13.305	-1.933	-1.921	641	0
Resultado Operacional	43.283	13.321	-665	-866	0	85.527
EBITDA	54.733	19.123	-86	-286	0	73.484
Ganancia	31.392	9.359	-1.415	14.183	-23.451	30.068

## Abastecimiento

En el negocio de gas licuado, la subsidiaria Gasmar S.A., ha mantenido elevados niveles de inventario en el último tiempo, de tal forma de cubrir los potenciales requerimientos originados por la estacionalidad del negocio, tanto de las empresas distribuidoras de gas licuado como de Metrogas. Adicionalmente, la empresa tiene la capacidad para importar este combustible desde distintos países, por lo que el riesgo de desabastecimiento en este negocio es bajo.

En este negocio, el principal riesgo es el desfase en el tiempo entre la compra y la venta de gas propano, lo que implica que puedan existir variaciones durante ese período en el precio internacional de referencia *Mont Belvieu*, en el flete marítimo y en el tipo de cambio. Para disminuir estos riesgos la empresa ha implementado un programa de cobertura a través de la compraventa de seguros de cambio y *swaps* de propano.

En el área de gas natural, el inicio de la operación comercial del Terminal de Regasificación de Gas Natural Licuado (GNL) en Quintero, en septiembre de 2009, hizo que prácticamente la totalidad de la demanda de la empresa haya sido cubierta con GNL importado desde el mercado internacional, lo que le ha permitido a Metrogas independizarse de los envíos de gas natural desde la República Argentina, lo hace altamente improbable una interrupción en la distribución de este combustible.

En el caso de la unidad de negocios Gasco Magallanes, el suministro es otorgado por ENAP mediante abastecimiento correspondiente a producción nacional.

Adicionalmente, Metrogas y Gas Sur disponen de sistemas de respaldo de gas natural sintético, el cual puede ser inyectado a las redes de distribución en reemplazo del gas natural de ser necesario, para atender clientes residenciales y comerciales.

Gas Sur, por su parte, está orientado a atender clientes residenciales y comerciales en la Región del Biobío, cuyo consumo respecto al volumen total de gas comercializado en su zona de influencia es bajo.

## Análisis Financiero<sup>6</sup>

Como se mencionó anteriormente, la compañía comenzó a presentar sus EEFF bajo las normas IFRS, por lo tanto dentro del siguiente análisis se mostrara la evolución de las cifras con las normas contables chilenas hasta 2008, e IFRS a continuación.

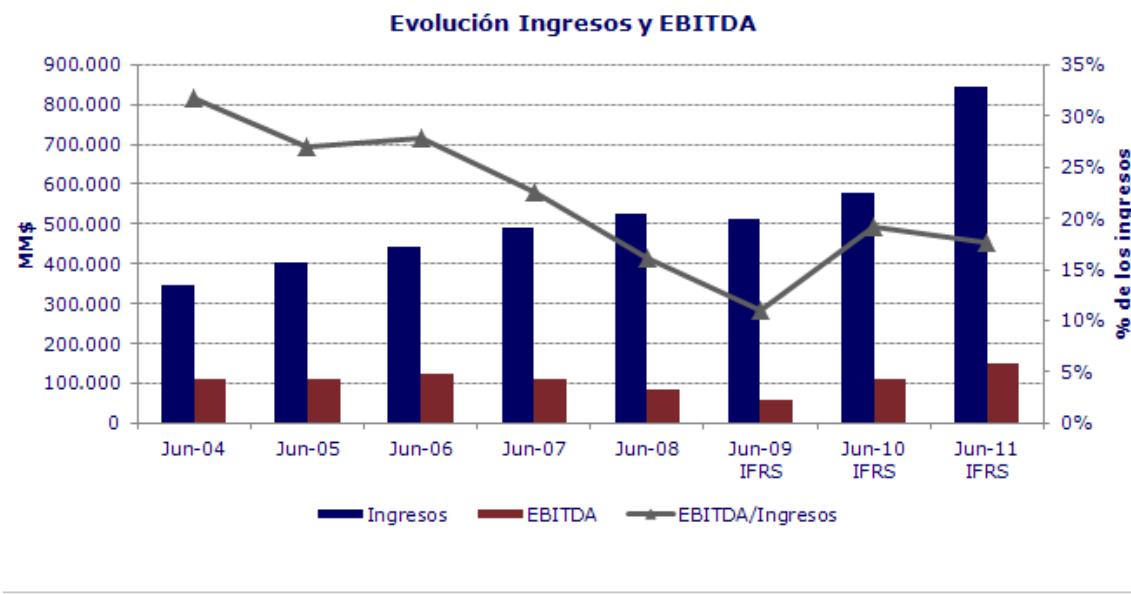
### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa de 14,8% anual durante los últimos cinco años, alcanzando los US\$ 1.801 millones entre junio de 2010 y 2011. El resultado operacional en el mismo período ha aumentado un 43,6% promedio anual, debido al explosivo crecimiento de 2010, producto del inicio de operaciones del terminal de regasificación de Quintero.

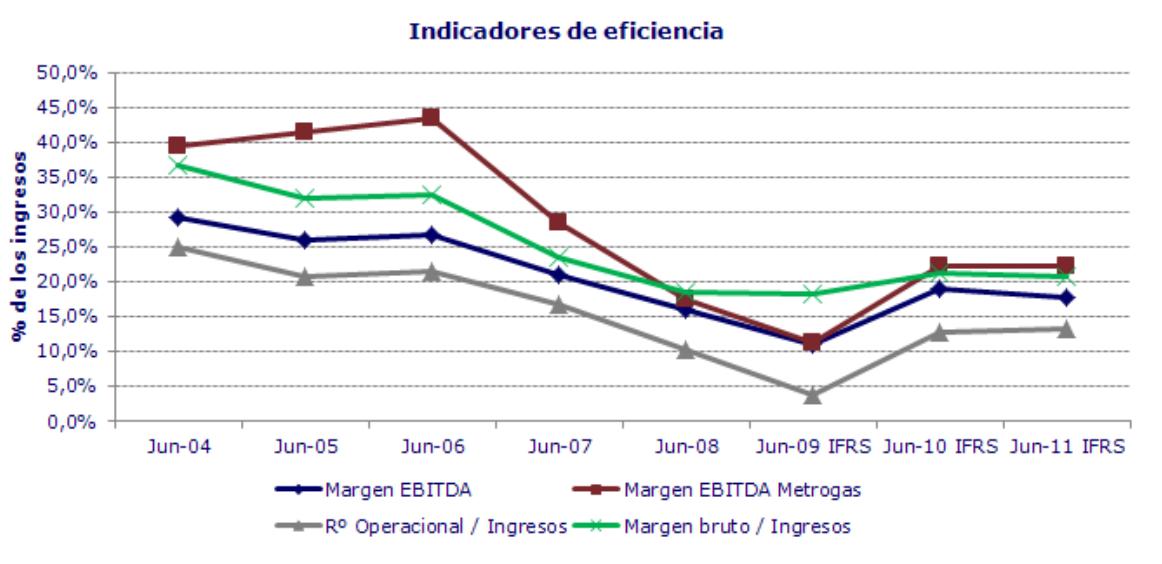
También debe considerarse que el GLP es un derivado del petróleo y por lo tanto su precio está muy asociado al de este combustible y sujeto a sus variaciones, así que buena parte de las oscilaciones en los ingresos de **Gasco** corresponden a este factor.

<sup>6</sup> Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).

Para efectos de comparación, se utilizan cifras corregidas a moneda de junio de 2011, y años móviles a junio de cada año.



A continuación se presentan la evolución de los márgenes de explotación, operacional y de EBITDA<sup>7</sup> de **Gasco**, y en el caso de este último indicador se compara con el desempeño de Metrogas:



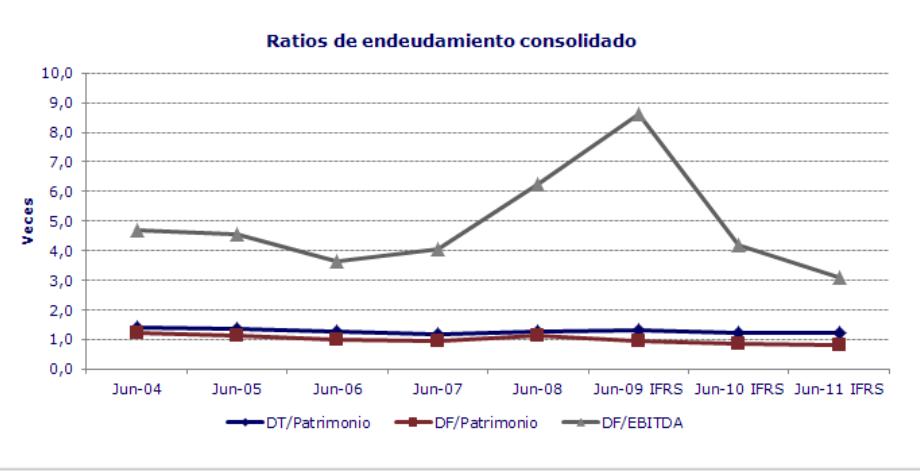
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda total de la compañía, incluyendo a Metrogas, se ha mantenido en torno a los \$ 640.000 millones en el período comprendido entre junio de 2007 y junio de 2011. La deuda financiera por su

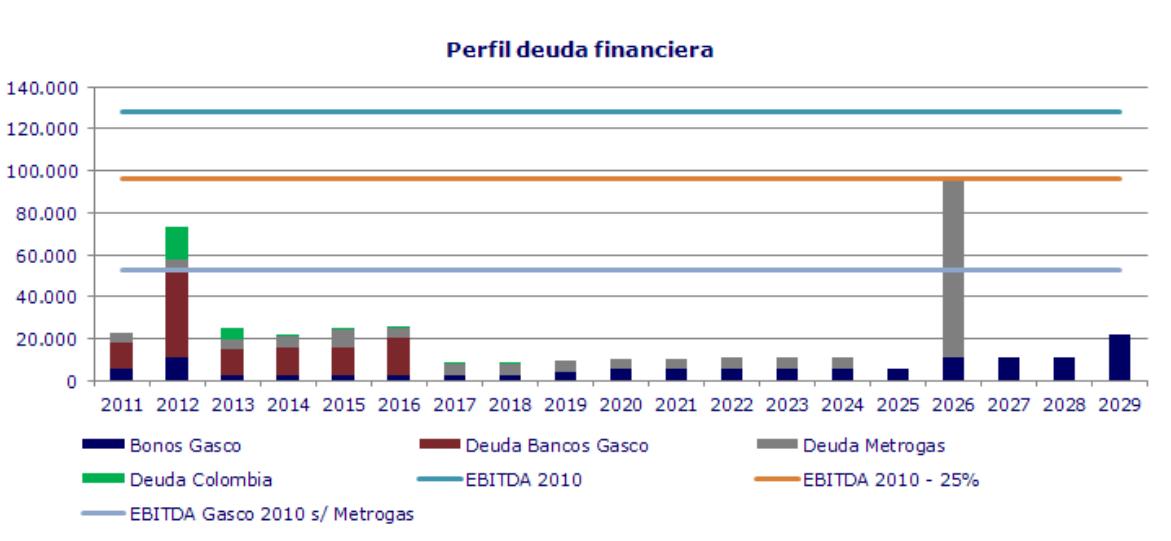
<sup>7</sup> Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos

parte, ha disminuido un 14% real entre junio de 2008 y el mismo mes de 2011, llegando hasta los \$ 462.507 millones. Esta variación se explica en su mayor parte por el prepago de deuda de Metrogas (efectos de comercio y bancos), y por la desinversión en sectores distinto del gas (El Raulí, Polpaico) que han permitido prepagar deuda financiera en la matriz.

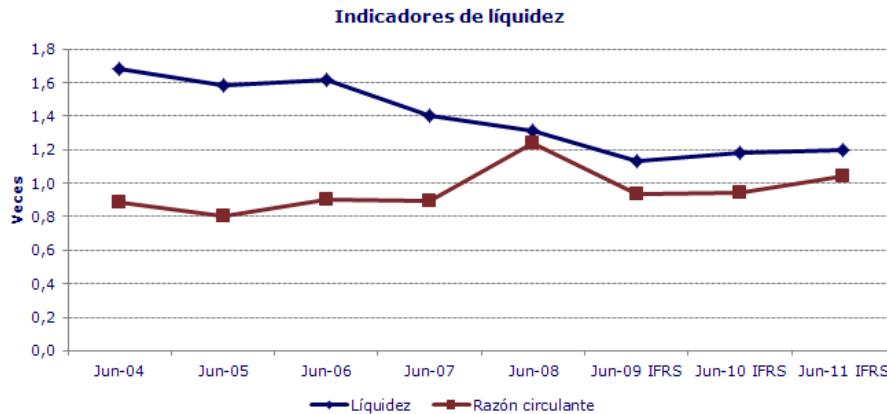
Lo mismo ha sucedido con los ratios de endeudamiento relativo, deuda total (DT) sobre patrimonio total y deuda financiera (DF) sobre patrimonio total, que se han mantenido en torno a las 1,3 (1,23 veces a junio de 2011) y 0,9 veces en promedio respectivamente, en los últimos cinco años. Distinto es el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA, puesto que el deterioro de este último valor en 2008 generó un aumento considerable en el mencionado *ratio*, el que se revirtió en buena parte desde el segundo semestre de 2009, hasta llegar a 3,1 veces en junio de 2011.



Cabe destacar que la deuda financiera está estructurada de manera que el pago máximo anual se produce en 2026, con cerca de \$ 97 mil millones, muy lejano al EBITDA de \$ 128 mil millones de 2010. A continuación se presenta el perfil de pagos anual de la deuda de **Gasco** estimado por **Humphreys**, y su comparación con distintas medidas de flujos.

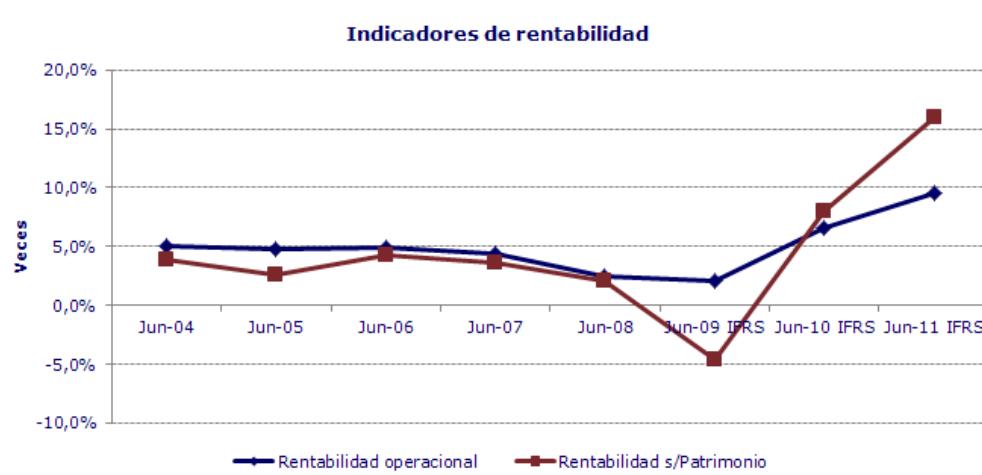


La liquidez de la empresa<sup>8</sup> había registrado un deterioro constante entre junio de 2004 y junio de 2009, derivado del aumento de los costos de explotación como proporción de los ingresos, aunque siempre se mantuvo sobre uno; situación que se revierte a partir del año 2010. En contraposición, la razón circulante ha presentado un sostenido incremento, ubicándose por sobre las 1,2 veces.



## Evolución de la rentabilidad<sup>9</sup>

Como consecuencia de los mayores costos de explotación, básicamente de la filial Metrogas, la rentabilidad operacional y del patrimonio se vio fuertemente impactada en los años 2008 y 2009. La situación más que se revierte en los últimos dos años como consecuencia de la entrada en operación del terminal Quintero que permitió normalizar las operaciones de Metrogas.

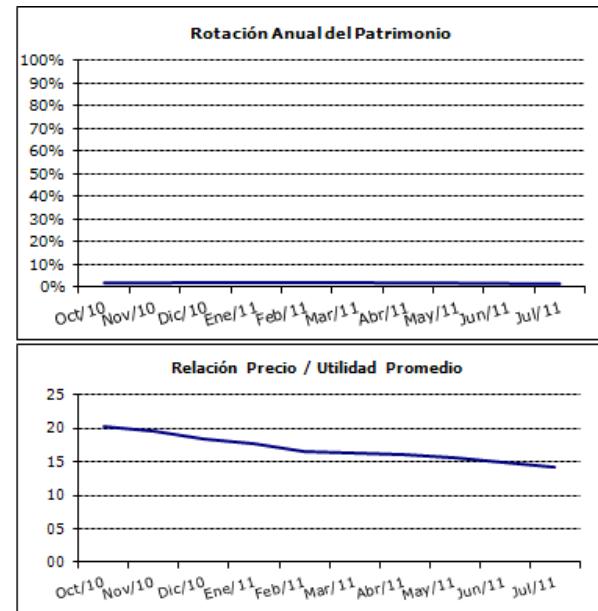
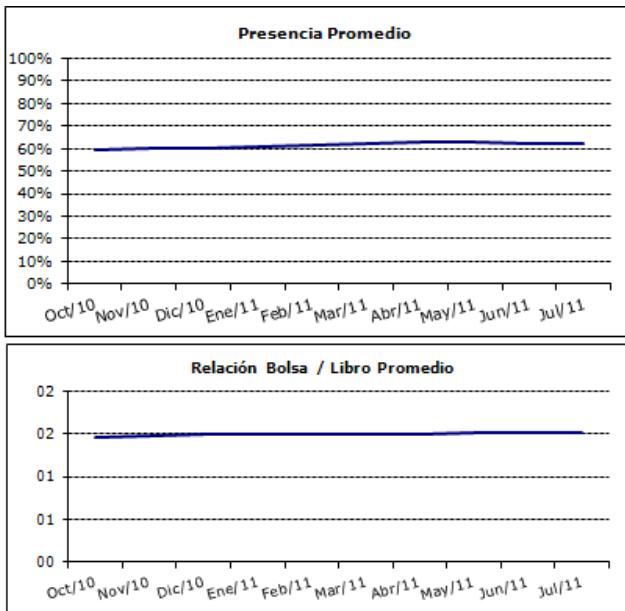


<sup>8</sup> Ingresos/(Costo de explotación-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.

<sup>9</sup> Rentabilidad operacional=resultado operacional/activos promedio; rentabilidad del patrimonio=resultado del ejercicio sobre patrimonio promedio.

## Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y de rotación anual del patrimonio. Además se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



## Anexo: instrumentos inscritos

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**

- N° y fecha de inscripción: 428, 02/08/05
- Plazo de la línea: 10 años

#### - **Primera Emisión (Serie G)**

- Fecha colocación: Septiembre 2005
- Monto colocado: UF 1.500.000
- Tasa de carátula: 2,50%
- Vencimiento: Septiembre 2012

#### - **Línea de bonos**

- N° y fecha de inscripción: 429, 02/08/05
- Plazo de la línea: 25 años

#### - **Primera Emisión (Serie H)**

- Fecha colocación: Septiembre 2005
- Monto colocado: UF 1.500.000
- Tasa de carátula: 3,50%
- Vencimiento: Septiembre 2028

**b) Efectos de Comercio**

- **Línea de efectos de comercio**
- N° y fecha de inscripción: 006, 07/02/2003
- Monto autorizado: UF 1.200.000

**Covenants Financieros:**

Los bonos de la empresa cuentan con los siguientes resguardos financieros:

- Límite de endeudamiento consolidado (Deuda Total / Patrimonio): no superior a 1,53 veces en términos consolidados. Al 30 de junio de 2011 el indicador llegaba a 1,23 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 Superintendencia de Valores y Seguros 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"*