

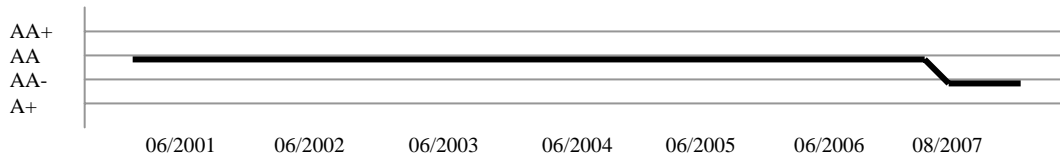
**Gasco S.A.**

**Agosto 2007**

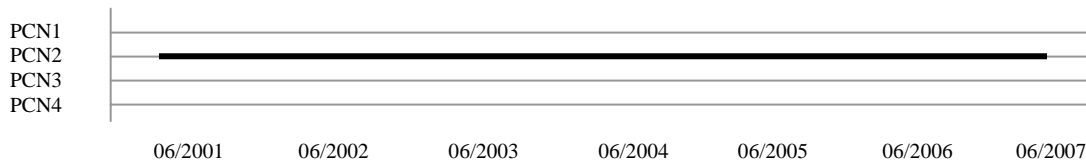
<b>Categoría de Riesgo y Contacto</b>			
<b>Tipo de Instrumento</b>	<b>Categoría</b>	<b>Contactos</b>	
Bonos Línea de Efectos de Comercio Tendencia	AA- N-1+/AA- Estable	Socio Responsable Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D. Tomás Escoda C. 56-2-204 7315 56-2-223 4937
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 2 Estable	Correo Electrónico Sitio Web	<a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a> <a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
EEFF base	30 de junio de 2007	Tipo de Reseña	Cambio de clasificación

<b>Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda</b>	
Bono Serie D	N° 209 de 23.04.99
Bono Series F1-F2	N° 238 de 27.11.00
Línea de Bonos	N° 428 de 02.08.05
Serie G	Primera Emisión
Línea de Bonos	N° 429 de 02.08.05
Serie H	Primera Emisión
Línea de Efectos de Comercio	N° 006 de 07.02.03
Series 15A, 16A, 17A	Emisiones Vigentes

**Clasificación Histórica** **Bonos**



**Clasificación Histórica** **Acciones**



<b>Estado de Resultados Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de \$ a Junio de 2007</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Año 2006</b>	<b>Junio 2007</b>
Ingreso Operacional	302.167.771	321.644.710	374.790.264	384.030.968	208.877.289
Costo Explotación	-194.989.077	-212.978.268	-254.442.046	-279.516.252	-161.495.553
Gasto Admin. y Venta	-34.203.901	-37.350.356	-40.313.874	-31.913.364	-16.013.581
Resultado Operacional	72.974.793	71.316.086	80.034.345	72.601.352	31.368.155
Resultado No Operacional	-27.860.788	-17.504.976	-28.001.885	-9.325.469	-5.306.737
Utilidad Neta	23.282.001	30.006.315	27.676.079	33.441.761	14.885.789

<b>Balance General Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de \$ a Junio de 2007</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Año 2006</b>	<b>Junio 2007</b>
Activo Circulante	71.842.216	65.132.813	67.836.199	76.688.094	98.284.643
Activo Fijo	577.570.563	609.949.854	629.125.277	636.083.599	637.208.469
Otros Activos	190.594.035	178.421.042	150.402.443	147.140.819	163.417.231
<b>Total Activos</b>	<b>840.006.814</b>	<b>853.503.709</b>	<b>847.363.919</b>	<b>859.912.512</b>	<b>898.910.343</b>
Pasivo Circulante	91.223.395	93.837.494	85.590.917	85.379.650	109.936.287
Pasivo Largo Plazo	406.270.981	392.593.442	388.126.100	383.217.843	383.763.502
Interés Minoritario	124.975.684	140.845.462	143.214.882	143.202.497	149.388.201
Patrimonio	217.536.755	226.227.311	230.432.019	248.112.522	255.822.353
<b>Total Pasivos</b>	<b>840.006.814</b>	<b>853.503.709</b>	<b>847.363.919</b>	<b>859.912.512</b>	<b>898.910.343</b>

## **Opinión**

### **Fundamento de la Clasificación**

**Gasco S.A.**, directamente y por medio de filiales y coligadas, distribuye y comercializa gas licuado a clientes residenciales, comerciales e industriales desde la II a la XII Región de Magallanes; y distribuye gas natural en las regiones Metropolitana, VI, VIII y XII, y en la zona noroeste de Argentina. Adicionalmente, por medio de su filial Gasmar S.A. importa gas licuado.

El cambio de clasificación obedece, exclusivamente, al mayor riesgo que enfrenta Metrogas, filial de relevancia para el emisor (el riesgo de Metrogas fue modificado desde Categoría AA- a categoría A+).

Según los estados financieros al 30 de junio, la inversión en Metrogas (a VPP) representa el 35% del total de activos individuales del emisor; por otra parte durante el 2006 Gasco percibió dividendos desde la referida filial del orden de los 35 millones de dólares (30 millones en el 2005). Las cifras señaladas muestran la importancia de la inversión, ello sin perjuicio que la sociedad emisora no requiere de dichos dividendos para el adecuado servicio de su deuda.

Al primer semestre del año 2007 la empresa tuvo ingresos consolidados por aproximadamente US\$ 399 millones y un Ebitda cercano a los US\$ 84 millones, implicando un aumento de 19,2% y una disminución de 6,7%, respectivamente, en relación con igual período del año anterior. Esta disminución se explica, principalmente por los menores resultados obtenidos por la distribuidora de gas natural Metrogas S.A., la cual vio afectada su operación debido a las restricciones de suministro de gas natural argentino, que afectaron sus ventas al mercado industrial, así como también por el incremento del costo del gas natural, derivado de la aplicación de un derecho de retención de 45% a la exportación de gas natural aplicado sobre el precio de importación de gas natural desde Bolivia a Argentina.

Adicionalmente, durante el primer semestre de 2007, el emisor reconoció utilidades por inversión en empresas relacionadas de US\$ 5,5 millones.

Al 30 de junio, la deuda financiera consolidada de la compañía asciende a US\$ 728 millones, de las cuales el 5,9% y el 72,8% corresponden a obligaciones por efectos de comercio y por emisión de bonos, respectivamente. Como contraparte, el emisor mantiene como disponible e inversiones de corto plazo montos cercanos a los US\$ 8 millones. Asimismo, la deuda financiera individual es de US\$ 273 millones.

Las principales fortalezas de **Gasco**, que sirven como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en **Categoría AA-**, son desempeñarse en una industria con una estructura de oferta estable (gas licuado) e, indirectamente, mantener una demanda semicautiva (participación a través de filiales en el mercado de gas natural). Asimismo, se considera el adecuado perfil de pago de su deuda, situación que le permite una alta capacidad de pago de la misma incluso ante una eventual y significativa baja en su generación de flujos.

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 las oportunidades de crecimiento de la compañía en regiones.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída fundamentalmente por la baja diferenciación del producto, situación que incentiva o podría incentivar centrar la competencia en el precio de ventas.

Otros factores de riesgo son las bajas barreras de entrada de la industria; el riesgo de la aparición de nuevas tecnologías competitivas que sustituyen el gas; el precio de los *commodities* (filial Gasmar); y los riesgos provenientes de la filial Metrogas, especialmente los relacionados con las restricciones de gas natural argentino.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la Compañía, salvo por el impacto que pudiera tener los problemas de abastecimiento que enfrenta Metrogas.

En cuanto a sus títulos accionarios, estos se clasifican en **Primera Clase Nivel 2**. A julio de 2007, la presencia bursátil alcanza casi al 83%.

A futuro, la clasificación de los bonos – dado el bajo nivel de riesgo asignado - podría verse favorecida en la medida que la empresa reduzca su endeudamiento relativo y éste se mantenga en el largo plazo.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de bonos, se hace necesario que no se deteriore la calidad de los activos del emisor, incluyendo entre ellos su participación en Metrogas. También se espera que el endeudamiento de la compañía se mantenga relativamente constante.

### ***Definición Categoría 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 instrumentos que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### ***Oportunidades y Fortalezas***

*Estructura de Oferta Estable:* 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 están presentes en él, las cuales han tendido a mantener su participación en el tiempo. En tanto, en el mercado de gas natural, la empresa es distribuidora única en los mercados en que participa. Por todo lo anterior, se concluye que la empresa participa en mercados muy estables en los cuales tiene una extensa experiencia.

*Participación en el Mercado del Gas Natural:* Si bien la llegada del gas natural le restó mercado a la industria de gas licuado y se intensificó la competencia al interior de la misma, el hecho que **Gasco** sea el principal accionista de las distribuidoras de gas natural de la Región Metropolitana y VI (Metrogas S.A.) y VIII Región (Gas Sur S.A. e Innergy Holdings S.A.), le ha permitido a éste, en relación con su competencia, compensar en mejor forma la disminución de mercado experimentada por el mercado de gas licuado. Hay que destacar que la llegada del Gas Natural provocó un crecimiento del consumo de gas dado que se intensificó su uso, con lo que el efecto de canibalización entre gas natural y gas licuado no fue tan fuerte.

*Solvencia del Accionista 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 distribución de energía eléctrica, inmobiliario y de servicios entre otros, y presenta un respaldo económico y financiero adecuado. La matriz tiene un amplio acceso a fuentes de financiamiento.

*Amplia Experiencia en el Rubro:* La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de 150 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.

*Oportunidades de Crecimiento:* La empresa no ha incursionado plenamente en regiones. Si bien en la zona Metropolitana, alcanza el 42% de participación de mercado, en regiones ésta es en promedio de un 15%, lo que implica que existe espacio para aumentar la participación. Por otra parte, se reconoce que la penetración de Gasco en regiones ha sido adecuada en el sentido de no aplicar políticas comerciales agresivas que afecten fuerte y negativamente el precio de venta.

*Alta Capacidad de Distribución:* Gasco atiende el segmento de gas licuado en cilindros a través de venta directa y de distribuidores autorizados, los cuales mayoritariamente comercializan en forma exclusiva los productos de Gasco. El segmento de gas licuado a granel por su parte, es atendido directamente por la empresa. Todo esto tiene como consecuencia un excelente servicio de distribución, el cual es clave para el negocio.

### ***Factores de Riesgo***

*Baja Diferenciación del producto:* El producto que entregan las diferentes compañías de gas licuado es básicamente el mismo, por tanto en caso de una intensificación de la competencia, ésta podría llegar a focalizarse en la variable precio, reduciendo los márgenes de la industria y repercutiendo negativamente en los resultados de todas las empresas del sector.

*Bajas Barreras de Entrada:* 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 ningún tipo de impedimento para el ingreso al mercado de conglomerados internacionales, eventualmente, con amplio

*know how* y capacidad de financiamiento. Con todo, en opinión de **Humphreys**, el sólido posicionamiento de las empresas distribuidoras de gas licuado reduce el incentivo para el ingreso de nuevos operadores.

*Riesgo Tecnológico:* El avance tecnológico puede alterar la competitividad de los distintos energéticos. En todo caso, 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.

*Precio de Commodities:* Si bien, los mercados de distribución de gas licuado y gas natural no presentan riesgo de precio de los *commodities*, la filial Gasmar S.A. se encuentra expuesta a este riesgo por el desfase en el tiempo entre la compra y la venta de gas propano, debido a que compra en el mercado internacional entre 15 y 70 días antes que se realice la venta del producto, lo que genera un riesgo por las variaciones que puedan existir durante ese período en el índice Mont Belvieu –que define el precio del gas propano–, el flete marítimo y el tipo de cambio.

En todo caso, Gasmar S.A., 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 *swaps* sobre transacciones esperadas. Con ello, el riesgo se ve atenuado mientras se mantenga dicha política.

*Riesgos de Metrogas:* Casi un 25% de los flujos totales de Gasco provienen de los dividendos de Metrogas, por tanto, la compañía está expuesta a los riesgos de Metrogas, los cuales en el último tiempo se han acrecentado debido a las restricciones de gas natural argentino que la han afectado.

## **Antecedentes Generales**

### **Historia**

La empresa se constituyó el año 1856, transformándose en sociedad anónima en 1865 con el nombre de Compañía de Gas de Santiago. En un comienzo, ésta era una empresa de alumbrado público a gas, pasando a utilizarlo como combustible doméstico e industrial el año 1910.

En 1956, la compañía inicia la distribución de gas licuado en Santiago y crea las empresas Comercial Gasco Ltda., Soquina e Indugas.

En 1981 se adjudica la distribución de gas natural y gas licuado en Punta Arenas, Puerto Natales y Porvenir, en la Región de Magallanes.

En 1986, ingresa a la propiedad de las empresas Cemento Polpaico S.A. y Electro Industrial Inversiones S.A.

En 1992, constituye la empresa Gasmar S.A., crea las filiales Gasco Argentina S.A. y Gasco Grand Cayman Limited y constituye la sociedad Gascart S.A., a través de la cual adquiere un 90% de las acciones de Gasnor S.A., que distribuye gas natural en la región noroeste de Argentina.

En 1995, constituye Metrogas S.A., sociedad a la que le transfiere sus activos productivos vinculados a la fabricación y distribución de gas de ciudad.

En 1999, se inaugura Gasoducto del Pacífico S.A., que transporta gas natural desde Neuquén (Argentina) hasta la VIII Región (Chile), siendo distribuido al sector industrial por Innergy Holdings S.A. y a los sectores comercial y residencial por Gas Sur S.A., sociedades en las cuales **Gasco** posee participación accionaria. Este mismo año, crea las empresas Gasco Norte S.A., que distribuye gas licuado entre las regiones III y V y la zona rural de la Región Metropolitana, y Gasco Sur S.A., que distribuye gas licuado entre las regiones VI y X.

En el año 2003, Gasco Magallanes comienza la distribución de gas licuado en Puerto Williams, la ciudad más austral del mundo.

En el año 2004, Gas Sur S.A. finaliza la construcción de las redes para la distribución de gas natural en la ciudad de Los Angeles, VIII región.

En el año 2006 se reorganiza el negocio de Gas Licuado de Petróleo, el cual se reunió en una sola empresa denominada Gasco GLP S.A. De esta forma se concentró el negocio de la ex unidad de negocios Gasco Santiago y de las ex filiales Gasco Norte S.A. y Gasco Sur S.A.

### Propiedad

Al 31 de junio de 2007, la estructura de propiedad de Gasco era la siguiente:

Nombre de accionistas	Nº De Acciones Pagadas	Participación
<b>Compañía General de Electricidad S.A.</b>	95.128.954	56,62%
<b>Inmobiliaria Liguai S.A.</b>	10.628.991	6,33%
<b>AFP Provida. Fondo C</b>	4.818.343	2,87%
<b>Asociación de canalistas Soc. Canal del Maipo</b>	4.182.538	2,49%
<b>Inversiones Quitralco S.A.</b>	2.907.909	1,73%
<b>María Loreto Marín Estevez</b>	2.678.781	1,59%
<b>Otros accionistas con menos del 1%</b>	47.554.484	28,37%
<b>TOTAL</b>	<b>168.000.000</b>	<b>100%</b>

El controlador de la sociedad es la Compañía General de Electricidad S.A. (CGE), quien posee el 56,62% de la propiedad de Gasco.

CGE es una sociedad anónima abierta, con inversiones en los sectores de distribución eléctrica de Chile y Argentina, inmobiliario, informático, de servicios, cemento y telefonía, entre otros; y cuyos títulos de deuda se encuentran clasificados en *Categoría AA* a nivel local.

### Empresas filiales y coligadas

#### Filiales de Gasco al 30 de junio 2007

Empresa	País	Sector	Participación
Gasco GLP S.A.	Chile	Gas Licuado	100%
Gasmar S.A.	Chile	Gas Licuado	51,00%
Automotive Gas Systems S.A.	Chile	Gas Licuado	100%
Gas Sur S.A.	Chile	Gas Natural	70,01%
Metrogas S.A.	Chile	Gas Natural	51,84%
Gasco Argentina S.A.	Argentina	Otro	100%
Gasco Grand Cayman Ltd.	Islas Cayman	Otro	100%
Inversiones Invergas S.A.	Chile	Otro	100%
Inversiones Atlántico S.A.	Chile	Otro	51,00%

**Coligadas de Gasco al 30 de junio 2007**

<b>Empresa</b>	<b>País</b>	<b>Sector</b>	<b>Participación</b>
Gasoducto del Pacífico S.A.	Chile	Gas Natural	20,00%
Innergy Holdings S.A.	Chile	Gas Natural	30,00%
Innergy Transportes S.A.	Chile	Gas Natural	0,01%
Innergy Soluc. Energéticas S.A.	Chile	Gas Natural	0,01%
Gas Natural Producción S.A.	Chile	Gas Natural	36,15%
Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A.	Argentina	Gas Natural	20,00%
Gasmarket S.A. <sup>1</sup>	Argentina	Gas Natural	50,00%
Cemento Polpaico S.A.	Chile	Otro	40,88%
Inversiones El Raulí S.A.	Chile	Otro	10,19%
Electro-Industrial Inversiones S.A.	Chile	Otro	40,77%
GNL Quintero S.A	Chile	Gas Licuado	20,00%
GNL Chile S.A	Chile	Gas Licuado	33,33%
Chilena de Gas Natural S.A.	Chile	Gas Natural	50,00%
Gascart S.A.	Argentina	Otro	50,00%

**Líneas de Negocio**
**Gas Licuado**

**Gasco GLP S.A.** es la filial de Gasco que distribuye y comercializa Gas Licuado de Petróleo entre la región de Atacama y la región de Los Lagos, en Chile. Esta empresa se formó en el presente año a través de la consolidación de los negocios de las ex filiales Gasco Norte S.A., Gasco Sur S.A. y de la ex unidad de negocios Gasco Santiago. El objetivo de esta consolidación es tener una estructura comercial más adecuada, un enfoque más global del negocio de gas licuado y una disminución de costos. La empresa opera con cuatro divisiones comerciales: Norte, Sur, Metropolitana y Grandes Empresas.

Gasco GLP S.A. distribuye y comercializa gas licuado a través de la venta de gas envasado en cilindros (66% de la venta física) y a granel (34% de la venta física).

Para la distribución de gas envasado, cuenta básicamente con tres canales de venta: el canal 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 con un canal de distribución propio.

Las ventas físicas de Gasco GLP S.A. en la región crecieron 0,3% en el año 2006 con respecto al año anterior, alcanzando aproximadamente 272.000 toneladas, lo que corresponde a una participación de mercado de 28%. Cabe destacar que en la Región Metropolitana la participación de mercado alcanza al 42%. En tanto la participación promedio en regiones es de aproximadamente 15%.

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 S.A.** desarrolla cuatro líneas de negocio en la industria del gas licuado de petróleo (GLP): i) comercialización de GLP a compañías distribuidoras, ii) servicios de carga, descarga, almacenamiento y despacho de GLP en el Terminal de Quintero, 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).

<sup>1</sup> Participación a través de filial Gasco Argentina S.A.



---

### **Gas Natural**

**Metrogas S.A.** distribuye gas natural a los mercados residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana y VI, para lo cual cuenta con un total de 4.615 kilómetros de redes de distribución de gas en la Región Metropolitana y 58 kilómetros en la VI Región. Al 31 de diciembre contaba con 372.759 clientes y una penetración de mercado de 74%. Debido principalmente a las restricciones de gas argentino, el resultado operacional del año 2006 fue un 13% menor al registrado el año 2005.

**Gas Sur S.A.** distribuye gas natural a los mercados residencial y comercial de la VIII Región. Cuenta con un total de 32.098 clientes. En el año 2006, el volumen de ventas físicas aumentó en 20%, y el resultado operacional fue un 42% mayor a lo registrado el año 2005.

**Innergy Holdings S.A.** comercializa gas natural en el mercado industrial de la VIII Región, en la cual abastece las zonas de Talcahuano, Penco, Lirquén, Laja, Nacimiento, Coronel y Arauco.

**Gasco Magallanes** (unidad de negocio) distribuye gas natural y gas licuado en la Región de Magallanes. El sistema de distribución de gas natural se extiende por 1.233 km. y abastece a Punta Arenas (85% de la venta física), Puerto Natales (11%) y Porvenir (4%). Por su parte, el gas licuado llega a los clientes más apartados de la red, y especialmente a Puerto Williams. El año 2006 la venta física de gas natural aumentó un 4% con relación al año 2005.

**Gasnor S.A.** es controlada por Gascart S.A. y distribuye gas natural a los mercados residencial, comercial e industrial de la zona noroeste de Argentina, comprendida por las provincias de Jujuy, Salta, Tucumán y Santiago del Estero.

**Gasmarket S.A.** comercializa gas natural, productos y servicios energéticos en el mercado argentino. La venta de gas natural se realiza principalmente en el noroeste argentino. Un importante segmento lo constituye 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.

**Gasoducto del Pacífico S.A.** transporta gas natural desde la provincia de Neuquén en Argentina hasta la VIII Región de Chile, suministrando este combustible a Gas Sur S.A. e Innergy Holdings S.A. Para ello, cuenta con una red de extensión total de 543 kilómetros (sin incluir ramales hacia otras localidades).

---

### **Otras Inversiones**

**Cemento Polpaico S.A.** a diciembre de 2006 contaba con una penetración de mercado de 35% y una capacidad de producción anual cercana a 2,7 millones de toneladas. La empresa cuenta con tres plantas para la producción de cemento ubicadas en Til Til, Mejillones y Coronel. El accionista controlador de esta sociedad es el conglomerado suizo Holcim a través de Holchile S.A., uno de los más importantes productores de cemento, hormigón y servicios relacionados con la construcción a nivel mundial.

**Inversiones El Raulí S.A.** tiene actualmente como negocio principal la administración y explotación de bienes raíces de su propiedad. Además se dedica a la inversión en acciones e instrumentos de renta fija. Posee el 5,21% de la sociedad Almendral S.A. (a su vez propietaria de Entel S.A.).

---



## **Antecedentes del Mercado**

### **Gas Licuado**

En el mercado nacional de distribución de gas licuado participan las empresas **Gasco**, Abastible (filial de Copec) y el Grupo Lipigas.

Este mercado es competitivo, llegando a transarse cerca de un millón de toneladas de gas anualmente<sup>2</sup>, de las cuales en el caso de Gasco, un 66% es envasado y un 34% a granel. Del total de ventas de gas licuado a nivel nacional, aproximadamente un 49% corresponde a Santiago.

En términos de ventas, el liderazgo a nivel nacional es ejercido por el grupo de empresas ligadas a Lipigas, el cual presenta una participación de mercado del 37%. Abastible y **Gasco** mantienen participaciones del 35% y 28%, respectivamente<sup>3</sup>.

**Gasco** es particularmente fuerte en la región metropolitana, en donde se ha posicionado como el líder del mercado con una participación de 42%<sup>4</sup>, y en la duodécima región, en donde no presenta competencia. En regiones tiene una participación de un 15%.

En el último tiempo y producto de las restricciones de gas natural argentino, Gasco GLP S.A. ha entregado soluciones de respaldo energético a clientes industriales que utilizan gas natural como combustible para sus procesos productivos.

### **Gas Natural**

El gas natural, por ser un producto con ventajas comparativas en relación con el gas licuado, gas de ciudad y otros tipos de energía sustitutas (tanto en términos de costos como ambientales), logra una fuerte penetración entre los consumidores. Por otra parte, la infraestructura requerida para su distribución y los niveles de inversión asociados exigen contar con elevados volúmenes de operación para rentabilizar el negocio, anulando con ello los incentivos para que nuevos oferentes ingresen al mercado. Estas situaciones permiten que el gas natural se desenvuelva en un escenario con demanda semi-cautiva y escasa competencia.

La producción y consumo de gas natural en nuestro país data del año 1964 en la región de Magallanes, iniciándose las ventas de gas natural a la industria y a clientes residenciales de la ciudad de Punta Arenas a partir de 1971.

Dentro de la industria de gas natural a nivel nacional, la empresa con mayor importancia en el mercado es **Gasco**, a través de empresas filiales y subsidiarias, participando en las regiones Metropolitana, Sexta, Octava y Décimo Segunda. Las cuatro áreas geográficas mencionadas presentan realidades disímiles.

En la Región Metropolitana, el único distribuidor de gas natural en la zona, Metrogas S.A., comenzó la distribución de gas natural a partir de 1997, mostrando actualmente niveles de ventas de 664 millones de m<sup>3</sup> de gas natural equivalente, del cual el 97,6% corresponde a gas natural y el porcentaje restante a gas de ciudad.

En Punta Arenas el negocio se encuentra consolidado y debieran esperarse crecimientos moderados, con ventas superiores a los 320 millones de metros cúbicos.

<sup>2</sup> Las ventas de 2006 alcanzaron las 994.701 toneladas, volumen 1% mayor que el vendido durante 2005.

<sup>3</sup> Fuente: Información entregada por el emisor.

<sup>4</sup> Fuente: Información entregada por el emisor.

En la VIII región, donde se iniciaron las operaciones a fines del año 1998, Gas Sur S.A. terminó el año 2006 con utilidades de MM\$ 1.107. En junio de 2006 comenzó la distribución en la ciudad de Los Ángeles, antes sólo estaba presente en la zona de Concepción-Talcahuano.

En la VI región, la distribución de gas natural a clientes industriales se inició recién en noviembre del año 2003. Su distribuidor, al igual que en la región Metropolitana, es Metrogas S.A.

Las restricciones de gas natural argentino han afectado fuertemente a las empresas del rubro, las cuales en su mayoría han debido dejar de vender gas a las industrias en los periodos más críticos.

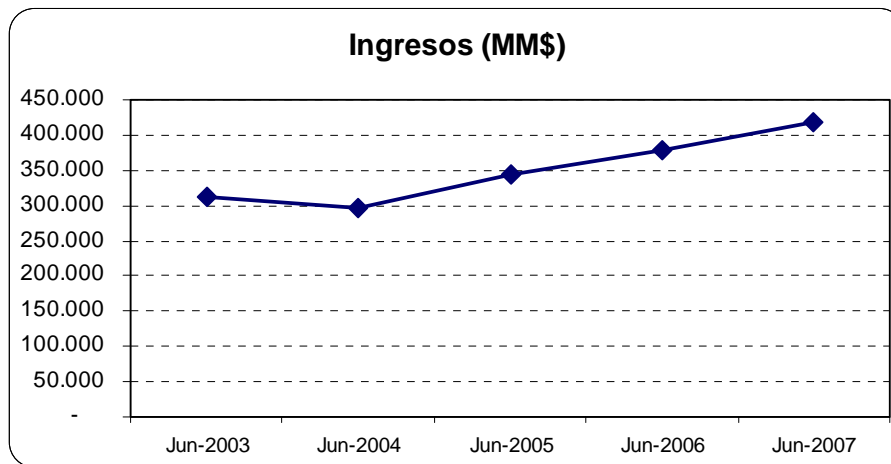
---

### **Evolución Financiera**<sup>5</sup>

El resultado de explotación del 2006, fue 9,3% inferior al del año 2005 (resultados a diciembre), llegando a \$ 72.601 millones. A junio de 2007, el resultado de explotación fue de \$ 31.368 millones, 9,3% menor al registrado en junio de 2006.

Las Ventas del año 2006 aumentaron 2,5% con relación a las del año 2005, llegando a \$ 384.031 millones. A junio de 2007 las ventas alcanzaron un valor de \$ 208.877 millones, 19,2% mayor a lo registrado en junio de 2006.

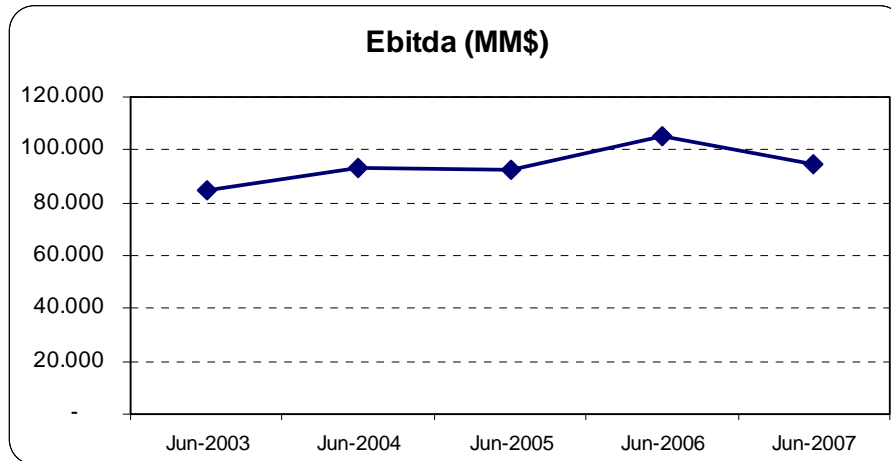
En el siguiente gráfico se muestra la evolución en ventas de la empresa:



Por su parte, el Ebitda de la Empresa a diciembre de 2006 fue de \$ 97.555 millones, un 4,8% menor a lo registrado hasta diciembre de 2005. A junio de 2007, el Ebitda fue de \$ 43.872 millones, un 6,7% por debajo de lo registrado a junio de 2006.

El siguiente gráfico muestra el Ebitda móvil de la empresa a junio de cada año:

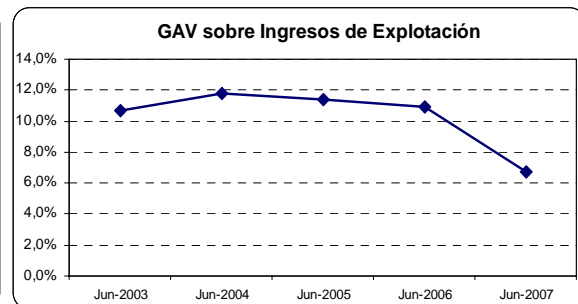
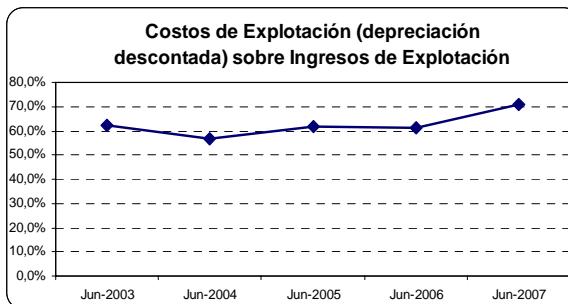
<sup>5</sup> Todas las cifras posteriores en moneda a junio de 2007. Los gráficos en años móviles a junio de cada año.



En cuanto a los costos de explotación y los gastos de administración y ventas (GAV), estos han seguido distintos patrones a lo largo de los últimos años.

La relación Costos de Explotación (sin incluir la depreciación) sobre Ingresos se había mantenido constante, pero en el último año ha aumentado básicamente por los mayores costos asociados al Gas Natural, los cuales se han visto incrementados y han sido sólo parcialmente compensados con un aumento de precios.

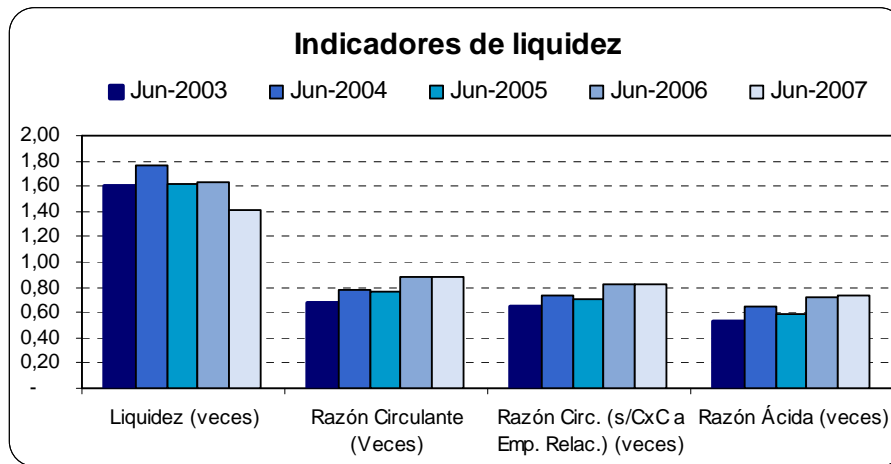
Sin embargo esto ha sido contrarrestado en parte por una fuerte baja en los Gastos de Administración y Ventas (GAV) sobre ingresos, los cuales pasaron a ser un 6,8% de los ingresos, en comparación al 10,9% que representaban en el año móvil terminado a junio de 2006.



### *Evolución de la Liquidez Financiera*

En general la empresa mantiene buenos indicadores de liquidez a lo largo de los últimos cuatro años y no se vislumbra un motivo por el cual estos podrían deteriorarse. Sólo el indicador de liquidez presenta una baja menor debido al aumento de los costos de explotación en relación a los ingresos. Sin embargo todos los demás indicadores se han fortalecido en los últimos cinco años.

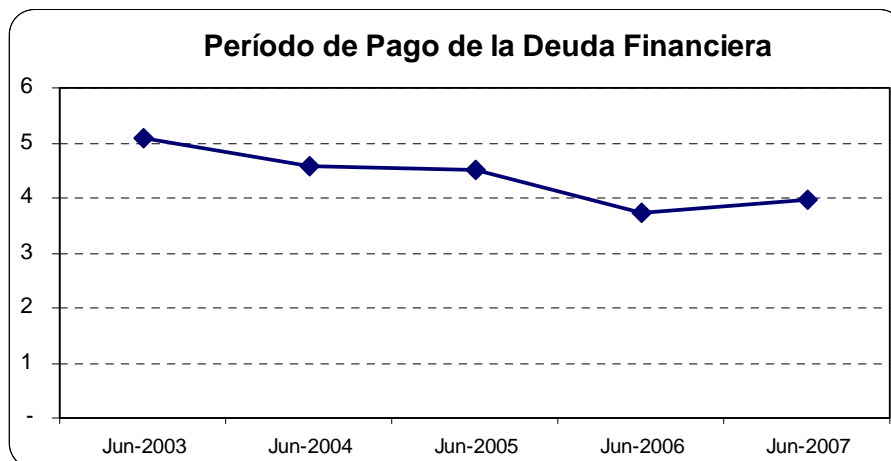
En el gráfico siguiente se muestra la evolución de los indicadores<sup>6</sup> de liquidez de la empresa para los últimos años.



#### *Evolución del Endeudamiento Financiero*

El endeudamiento relativo de Gasco – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – aumentó, debido a la menor generación de caja de la compañía, la cual no alcanza a ser compensada por la disminución de la deuda.

A junio de 2007, la empresa disminuyó ligeramente en 0,8% la deuda financiera con respecto a junio de 2006. A junio de 2007, ésta es de \$ 381.356 millones, luego de que en junio de 2006, la deuda alcanzara un valor de \$ 384.301 millones. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).



<sup>6</sup> Liquidez = Ing. x Vtas. / (Cto. De Vtas. – Depreciación)

Razón Circulante = Act. Circ. / Pas. Circ

Razón Circulante (sin CxC Empresas Relacionadas) = (Act. Circ. – CxC a Emp. Rel) / Pas. Circ)

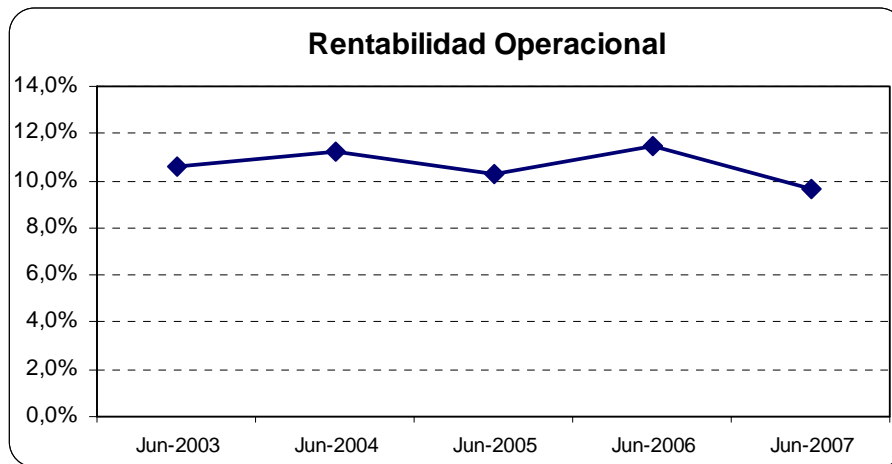
Razón Ácida = (Act. Circ. – Exist – Gtos. Pag. x Ant) / Pas.Circ.

*Evolución de la Rentabilidad*

Tanto el activo como el patrimonio de la sociedad han visto disminuida su rentabilidad.

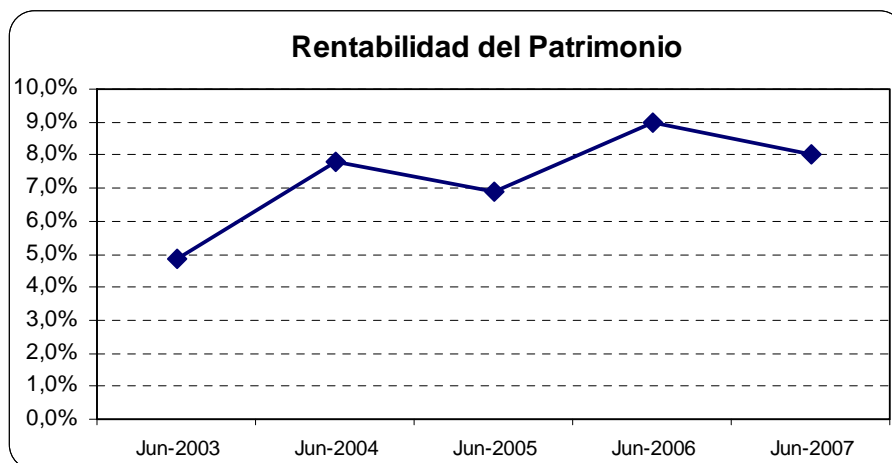
La rentabilidad operacional móvil disminuye a junio de 2007 en comparación a junio de 2006, debido a la disminución en el resultado operacional en un 14,5% entre el año móvil terminado a junio de 2006 y el año móvil terminado a junio de 2007.

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad operacional (Resultado operacional/Activos operacionales):



En tanto, la rentabilidad sobre patrimonio también disminuyó debido a que el resultado final bajó 7% entre el año móvil a junio de 2006 y el año móvil a junio de 2007.

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad sobre patrimonio (Resultado final/Patrimonio):



## **Bonos**

Actualmente **Gasco** tiene los siguientes bonos en el mercado:

### **- Bono Serie D**

- Fecha colocación: Marzo 1999
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Tasa de carátula: 7,50%
- *Duration*: 12,47
- Vencimiento: Marzo 2029
- Valor par (julio 2007): UF 1.030.453

### **- Bono Series F1-F2**

- Fecha colocación: Diciembre 2000
- Monto colocado: UF 2.400.000
- Tasa de carátula: 7,30%
- *Duration*: 10,72
- Vencimiento: Diciembre 2025
- Valor par (julio 2007): UF 2.428.564

### **- 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%
- *Duration*: 5,39
- Vencimiento: Septiembre 2012
- Valor par (julio 2007): UF 1.515.411

### **- 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%
- *Duration*: 15,44
- Vencimiento: Septiembre 2028
- Valor par (julio 2007): UF 1.521.523



Adicionalmente, **Metrogas** (filial de Gasco), tiene los siguientes bonos:

**- Bono Series B1-B2**

- Fecha colocación:	Septiembre 1999
- Monto colocado:	UF 1.000.000
- Tasa de carátula:	7,00%
- <i>Duration</i> :	10,49
- Vencimiento:	Septiembre 2024
- Valor par (julio 2007):	UF 1.009.611

**- Bono Series D1-D2**

- Fecha colocación:	Agosto 2001
- Monto colocado:	UF 4.000.000
- Tasa de carátula:	6,50%
- <i>Duration</i> :	12,79
- Vencimiento:	Junio 2026
- Valor par (julio 2007):	UF 4.041.952

**- Bono Serie F**

- Fecha colocación:	Octubre 2003
- Monto colocado:	UF 2.500.000
- Tasa de carátula:	6,00%
- <i>Duration</i> :	9,35
- Vencimiento:	Agosto 2024
- Valor par (julio 2007):	UF 2.573.499

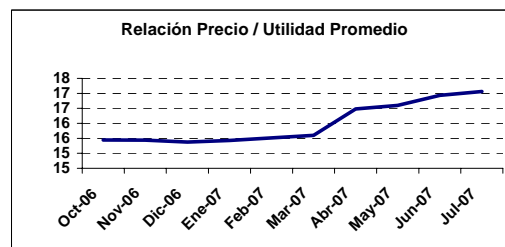
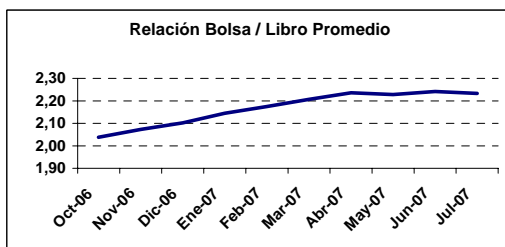
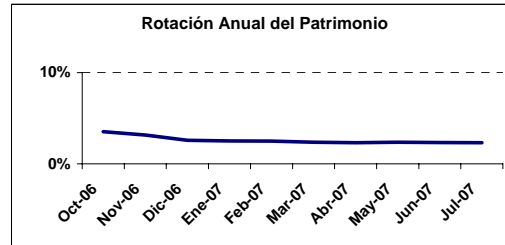
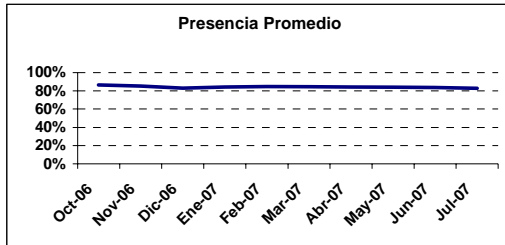
**- Línea de bonos**

- N° y fecha de inscripción:	345, 09/10/03
- Plazo de la línea:	10 años

**- Primera Emisión (Serie E)**

- Fecha colocación:	Octubre 2003
- Monto colocado:	UF 2.000.000
- Tasa de carátula:	3,75%
- <i>Duration</i> :	3,04
- Vencimiento:	Agosto 2009
- Valor par (julio 2007):	UF 848.728

**Acciones**



La presencia promedio de las acciones los últimos 12 meses alcanza a 82,8% a julio de 2007. En tanto, la rotación anual del patrimonio a julio de 2007 es de 2,3%

*“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”.*



## Anexo: Indicadores<sup>7</sup>

	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Jun-07
<b>1.- LIQUIDEZ</b>										
Liquidez (veces)	1,62	1,62	1,63	1,62	1,65	1,63	1,54	1,51	1,44	1,42
Razón Circulante (Veces)	0,79	0,77	0,78	0,80	0,85	0,88	0,87	0,90	0,88	0,88
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,73	0,71	0,72	0,75	0,80	0,83	0,81	0,83	0,82	0,83
Razón Ácida (veces)	0,63	0,59	0,61	0,62	0,67	0,72	0,70	0,72	0,71	0,73
Rotación de Inventarios (veces)	13,95	12,77	13,39	13,99	14,35	17,60	17,76	17,66	19,41	21,91
Promedio Días de Inventarios (días)	26,17	28,58	27,26	26,09	25,44	20,73	20,55	20,67	18,81	16,66
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	8,78	9,02	8,94	9,45	9,51	9,87	10,26	10,11	10,20	9,91
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	41,56	40,48	40,82	38,64	38,39	36,98	35,56	36,11	35,79	36,82
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	13,39	14,75	14,58	13,97	14,08	14,37	14,42	14,43	15,82	16,17
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	27,27	24,74	25,03	26,14	25,93	25,40	25,31	25,30	23,06	22,57
Diferencia de Días (días)	-14,29	-15,74	-15,78	-12,50	-12,47	-11,57	-10,25	-10,81	-12,72	-14,24
Ciclo Económico (días)	40,46	44,32	43,05	38,60	37,91	32,31	30,80	31,48	31,53	30,90
<b>2.- ENDEUDAMIENTO</b>										
Endeudamiento (veces)	0,58	0,57	0,57	0,57	0,56	0,56	0,55	0,55	0,55	0,55
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,37	1,34	1,33	1,31	1,29	1,25	1,23	1,21	1,20	1,20
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,25	0,26	0,27	0,26	0,25	0,23	0,23	0,23	0,23	0,25
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,79	4,52	4,14	3,98	3,65	3,73	3,83	3,89	4,19	3,96
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,22	0,24	0,25	0,27	0,27	0,26	0,26	0,24	0,25
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	83,8%	83,8%	83,2%	82,7%	82,3%	81,7%	81,0%	80,2%	79,7%	78,7%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,91	1,62	1,80	2,11	2,49	2,90	2,80	2,79	2,36	2,61
<b>3.- RENTABILIDAD</b>										
Margen Bruto (%)	31,8%	32,1%	32,5%	32,1%	33,3%	32,4%	28,8%	27,2%	24,3%	23,4%
Margen Neto (%)	8,4%	7,5%	7,1%	7,4%	8,4%	9,1%	8,7%	8,7%	7,5%	7,6%
Rotación del Activo (%) *	37,8%	39,6%	41,5%	43,3%	44,6%	44,0%	44,3%	44,5%	45,1%	47,9%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,2%	3,0%	2,9%	3,2%	3,7%	4,0%	3,8%	3,9%	3,4%	3,7%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,2%	2,9%	2,9%	3,2%	3,7%	4,0%	3,8%	3,9%	3,4%	3,7%
Inversión de Capital (%)	1,64	1,64	1,65	1,66	1,65	1,65	1,64	1,62	1,62	1,60
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-15,16	-14,17	-15,54	-18,35	-26,55	-34,68	-33,10	-41,65	-37,81	-37,73
Rentabilidad Operacional (%)	9,8%	10,3%	11,1%	11,4%	12,2%	11,5%	10,7%	10,2%	9,0%	9,7%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,5%	6,9%	6,8%	7,4%	8,5%	9,0%	8,5%	8,6%	7,5%	8,0%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	61,9%	61,7%	61,4%	61,9%	60,7%	61,4%	64,8%	66,3%	69,2%	70,6%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	68,2%	67,9%	67,5%	67,9%	66,7%	67,6%	71,2%	72,8%	75,7%	76,6%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	11,3%	11,4%	10,9%	10,8%	10,7%	10,9%	8,3%	7,8%	7,8%	6,8%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	18,2%	19,1%	20,7%	21,3%	22,9%	21,2%	19,6%	18,6%	16,4%	17,5%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	26,9%	26,9%	27,7%	27,3%	28,6%	27,8%	26,3%	25,4%	23,0%	22,6%
<b>4.- OTROS INDICADORES</b>										
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	2,4%	2,7%	2,5%	2,0%	1,5%	1,3%	1,6%	1,6%	2,0%	3,0%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	13,9%	13,1%	12,2%	11,6%	10,8%	10,6%	10,5%	10,3%	10,3%	10,0%
Capital sobre Patrimonio (%)	32,0%	31,7%	31,5%	31,4%	31,1%	30,8%	30,5%	30,1%	29,9%	29,6%

<sup>7</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)