



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un nuevo  
Instrumento**

Analista

Carlos García B.

Tel. 56 – 22433 5200

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

## Empresas Gasco S.A.

Junio 2018

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A Estable
Otros instrumentos: Líneas de bonos y bonos Línea de efectos de comercio Acciones Tendencia	A Nivel 1/A Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	31 de marzo de 2018

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años y 30 años
Monto máximo de colocación	UF 3.000.000 cada línea (sin embargo, conjuntamente no pueden superar las UF 3.000.000).
Moneda de emisión	Los bonos se podrán expresar en Pesos, Dólares o UF y, se pagarán en Pesos, según su equivalencia de la UF a la fecha establecida de pago.
Representante de los tenedores de bonos	Banco Bice.
Uso de fondos	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) Refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del Emisor y/o filiales, independiente de que estén expresados en moneda nacional o extranjera.</li> <li>ii) Financiamiento del programa de inversiones del Emisor y/o sus filiales.</li> <li>iii) Otros fines corporativos generales del Emisor y/o sus filiales.</li> </ul>
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nivel de Endeudamiento no superior a 1,30 veces.</li> <li>- Mantener activos libres de toda prenda, hipoteca u otro gravamen por a lo menos 1,2 veces sus Pasivos Exigibles no garantizados y de 0,5 veces sus Pasivos Exigibles.</li> <li>- Patrimonio Mínimo de \$ 170.000 millones.</li> <li>- Deuda Financiera sobre EBITDA no superior a 3,50 veces para el primer, segundo y tercer trimestre de 2018, 3,25 veces para el cuarto trimestre de 2018, para el año 2019 y el primer, segundo y tercer trimestre de 2020 y 3,0 veces a partir del cuarto trimestre de 2020 en adelante.</li> </ul>
Prepago	El emisor definirá en cada Escritura Complementaria si podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los Bonos de cualquiera de las series y sub series.
Garantías	La emisión no contempla garantías.

**Estados de resultado consolidado IFRS**

<b>Miles de pesos</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Gasco (sociedad continuadora)</b>						
			<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Mar-17</b>	<b>Mar-18</b>	
Ingresos	993.022.540	1.100.914.457	615.485.687	401.516.358	490.269.078	557.767.708	83.736.164	120.880.946	
Costo de ventas	-716.572.581	-846.734.816	519.945.476	299.151.943	385.190.000	447.583.717	66.757.527	104.665.446	
Ganancia bruta	276.449.959	254.179.641	95.540.211	102.364.415	105.079.078	110.183.991	16.978.637	16.215.500	
Gastos de administración y distribución	-75.069.018	-81.562.139	-45.305.518	-44.277.530	-42.735.830	-46.910.217	-9.510.090	-10.277.671	
<b>Resultado operacional</b>	<b>201.380.941</b>	<b>172.617.502</b>	<b>50.234.693</b>	<b>58.086.885</b>	<b>62.343.248</b>	<b>63.273.774</b>	<b>7.468.547</b>	<b>5.937.829</b>	
Gastos financieros	-28.836.779	-30.210.441	-16.296.027	-14.393.752	-15.443.669	-14.498.688	-3.434.288	-3.378.964	
Resultado del ejercicio	139.716.132	108.559.152	108.559.152	90.145.756	29.272.023	34.768.836	3.344.434	1.265.106	
EBITDA	250.049.965	229.539.840	74.103.327	81.679.075	84.383.728	87.660.262	12.733.075	12.365.888	

**Balance general consolidado IFRS**

<b>Miles de pesos</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Mar-18</b>
Activos corrientes	199.276.367	186.271.926	93.577.565	98.137.251	110.595.726	126.089.160
Activos mantenidos para la venta o para distribuir a los propietarios	0	0	1.029.891.627	704.742	0	0
Activos no corrientes	1.400.332.300	1.516.517.313	533.170.571	539.407.502	559.106.475	560.816.346
<b>Total activos</b>	<b>1.599.608.667</b>	<b>1.702.789.239</b>	<b>1.656.639.763</b>	<b>638.249.495</b>	<b>669.702.201</b>	<b>686.905.506</b>
Pasivos corrientes	179.923.145	209.398.468	119.073.254	120.669.238	114.875.441	129.950.592
Pasivos incluidos en grupos de activos mantenidos para la venta	0	0	472.320.667	0	0	0
Pasivos no corrientes	561.735.460	668.847.211	293.818.110	292.780.720	297.608.686	300.650.843
Pasivos totales	741.658.605	878.245.679	885.212.031	413.449.958	412.484.127	430.601.435
<b>Patrimonio</b>	<b>857.950.062</b>	<b>824.543.560</b>	<b>771.427.732</b>	<b>224.799.537</b>	<b>257.218.074</b>	<b>256.304.071</b>
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>1.599.608.667</b>	<b>1.702.789.239</b>	<b>1.656.639.763</b>	<b>638.249.495</b>	<b>669.702.201</b>	<b>686.905.506</b>
Deuda financiera	436.111.200	481.846.896	271.823.254	269.643.434	262.665.906	266.302.837

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Empresas Gasco S.A. (Gasco)** es una empresa que distribuye y comercializa gas licuado y gas natural, de forma directa y por medio de filiales y coligadas, a clientes residenciales, comerciales e industriales entre las regiones de Tarapacá y Magallanes.

Además, por medio de su filial Gasmar S.A., **Gasco** importa gas licuado desde distintos lugares del mundo, está presente en el mercado colombiano de distribución de GLP mediante las marcas Vidagas y Unigas.

Por otro lado, en el marco de su plan estratégico, **Gasco** creó dos nuevas sociedades en conjunto con Energía Latina S.A. con un 50% de participación en cada una de ellas: i) Innovación Energía S.A. dedicada a la generación eléctrica en base gas GLP para complemento a ERNC (despacho por coordinador para hacer frente a la variabilidad de la generación ERNC solar y/o eólica), cogeneración y generación Off-grid y ii) la sociedad Terminal Gas Caldera S.A. que dedicará su primera etapa a evaluar el desarrollo de un terminal de GLP para mejorar la oferta de GLP en el norte de Chile.

En 2017, **Gasco** presentó ingresos ordinarios por \$557.768 millones (US\$ 907 millones<sup>1</sup>), contando con una participación en el mercado de gas licuado a nivel nacional igual a 25,7%, de acuerdo con los datos de la emisora. Mientras, que en Colombia la empresa alcanzó una participación en el mercado de gas licuado igual de 19,5% y ventas por cerca de \$61.085 millones. A marzo de 2018, presentó ingresos por \$120.880 millones (US\$200 millones<sup>2</sup>), un Ebitda de \$12.366 millones (US\$20 millones) y un patrimonio de \$686.906 millones (US\$1.138 millones).

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de dos líneas de bonos a 10 y 30 años, por parte de **Gasco**, por la suma de hasta UF 3.000.000 cada una, sin embargo, la totalidad de las colocaciones que se efectúen con cargos a dichas líneas no podrán, conjuntamente, exceder la suma de UF 3.000.000.

Una de las principales fortalezas de **Gasco**, que sirve de fundamento para la calificación de las líneas de bonos 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

<sup>1</sup> Tipo de cambio utilizado: \$614,75/US\$ al 31/12/2017.

<sup>2</sup> Tipo de cambio utilizado \$603,39/US\$ al 31/03/2018.

nuevos competidores requeriría altos montos de inversión por parte de estos últimos, lo que hace menos probable el ingreso a este mercado. Además, la compañía recibe los flujos de parte de Gasco Magallanes, que es un negocio de gas natural regulado en la Región de Magallanes, aportando a **Gasco** flujos conocidos y estables. Cabe señalar, que la distribución de mercado en la industria se ha mantenido relativamente estable y **Gasco** figura con una participación cercana al 25,7% en el mercado de gas licuado a nivel nacional.

La evaluación incorpora también como factores positivos el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Colombia, país clasificado en grado de inversión, y el adecuado perfil de vencimientos de su deuda financiera, lo que le permite una buena capacidad de pago de la misma, incluso si hubiese un deterioro en los márgenes de explotación.

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

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo se ve restringida fundamentalmente por la baja diferenciación del producto gas licuado en el segmento envasado, dado su carácter de “commodity”, lo que aumenta la probabilidad que la competencia se centre en la variable precio. Un atenuante es el esfuerzo de la compañía por diferenciarse de sus competidores, a través de la prestación de servicios complementarios al negocio de gas licuado. Durante 2017, se implementaron aplicaciones móviles las cuales permitieron optimizar la logística y mejorar el servicio al cliente. Además, de acuerdo con lo expuesto en su nuevo plan estratégico, **Gasco** se ha definido como una empresa de soluciones energéticas, lo cual amplía sus oportunidades de desarrollo; dentro de este contexto se enmarcan los proyectos que la sociedad está llevando a cabo con Energía Latina.

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

La alta concentración de las ventas de gas licuado en una zona del país, la Región Metropolitana, donde la empresa vende cerca del 61,9% de las toneladas de gas licuado, es otro elemento que afecta la clasificación, debido a que la capital corresponde a una zona de crecimiento para el mercado de gas natural.

Además, si bien la presencia de **Gasco** en Colombia es positiva en términos de expansión de la compañía, este país exhibe un mayor riesgo operacional, en comparación a Chile, lo que eleva la incertidumbre respecto de los flujos futuros provenientes de esa nación. Además, Colombia, en comparación con Chile, presenta un mayor nivel de informalidad en la venta del combustible, sin embargo, se trata de una situación que ha mejorado considerablemente en los últimos años como consecuencia de las regulaciones introducidas en el mercado.

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

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

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

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

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

#### Fortalezas complementarias

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

#### Fortalezas de apoyo

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

#### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2017

En 2017, **Gasco** obtuvo ingresos consolidado por \$557.768 millones (US\$ 907,3 millones), lo que representa un aumento del 13,8% respecto de 2016, principalmente por un alza en los ingresos de la subsidiaria Gasco GLP, Gasmar S.A., gasco Magallanes e Inversiones GLP S.A.S. en Colombia, esto debido al aumento de las ventas físicas en todos los negocios que participa **Gasco**.

Así, el EBITDA de la compañía llegó a \$87.660 millones, lo que significa un crecimiento de 3,9% explicado por un aumento del 3,0% en el negocio de Soluciones Energéticas a Gas en Chile debido al crecimiento de las ventas físicas y una mejora en los márgenes de comercialización, además, del aumento en la distribución de gas natural en la región de Magallanes en un 6,3%. Por su parte, el negocio de Soluciones Energéticas Internacional aporta un crecimiento del 14,0% por un mayor volumen de ventas físicas. El área de Aprovisionamiento, muestra un crecimiento de 2,3% en el EBITDA por mayores ventas con respecto a 2016. Debido a lo anterior, el margen EBITDA de **Gasco**, pasó de 17,2%, en 2016, a 15,7% en 2017.

Según los estados financieros a 2017, **Gasco**, finalizó el período con activos por \$669.702 millones (US\$ 1.089,3 millones). El pasivo financiero, asciende a \$262.666 millones (US\$ 427,2 millones); del total, un 78,9% se encuentra en el largo plazo.

### **Resultados a marzo de 2018**

En los primeros tres meses de 2018, **Gasco** obtuvo ingresos de explotación por \$ 120.881 millones, lo que implica un crecimiento de 44,4% respecto del igual periodo del año anterior. Dicha alza estuvo generada fundamentalmente por un aumento en los ingresos del negocio de Aprovisionamiento y de Soluciones Energéticas en Chile principalmente por el aumento de las ventas físicas.

Los costos de venta, crecieron un 56,8% en marzo de 2018, respecto del mismo periodo de 2017. Mientras que el resultado operacional alcanza los \$ 5.938 millones, cifra 20,5% inferior a lo obtenido en marzo de 2017, originado por la menor ganancia bruta y un mayor costo de distribución y administración.

Por su parte, el EBITDA de la compañía, fue de \$ 12.366 millones, cifra 2,9% inferior a los \$ 12.733 millones del mismo periodo anterior, en línea con la disminución de la ganancia bruta y el resultado operacional.

La deuda financiera finalizó en \$ 266.303 millones, lo que representa un aumento de 1,4%, respecto de diciembre de 2017. La empresa exhibe un patrimonio de \$ 256.304 millones, presentando una disminución de 0,4% respecto de las cifras al 31 de diciembre de 2017.

## **Definición categorías de riesgo**

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

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

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

### **Primera Clase Nivel 3 (acciones)**

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

### **Tendencia Estable**

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

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl) en la sección Corporaciones – Bonos.*

*"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".*