



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a

Carlos García B.

Tel. 56 – 2 – 2433 52 00

carlos.garcia@humphreys.cl

## Gasco S.A.

Agosto 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Línea de Efecto de Comercio Tendencia	<b>AA</b> <b>N-1+/AA</b> <b>Estable</b>
Acciones Tendencia	<b>Primera Clase Nivel 2</b> <b>Estable</b>
EEFF base	30 de junio de 2013

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
Línea de Bonos a 25 años	Nº 429 de 02.08.2005
Serie H	Primera emisión
Línea de Efectos de Comercio	En proceso de inscripción

Estado de resultados consolidado IFRS <sup>1</sup>						
M\$ de junio de 2013	2009	2010	2011	2012	Ene-Junio 2012	Ene-Junio 2013
Total ingresos	493.461.738	720.579.665	967.449.547	1.043.139.317	490.743.770	480.433.207
Costo de ventas	-378.913.259	-564.894.832	-781.562.831	-801.599.885	-404.738.953	-335.190.690
Gtos. de administración y mercadotecnia <sup>2</sup>	-60.715.283	-61.901.086	-74.787.924	-78.477.926	-36.973.958	-36.329.787
Resultado operacional	53.904.673	94.980.956	112.163.965	163.608.335	49.441.076	109.038.037
Gastos financieros	-29.211.708	-26.098.990	-27.384.021	-28.206.408	-14.223.925	-14.587.678
Resultado del ejercicio	54.701.844	77.168.277	65.871.226	106.222.255	43.462.291	77.247.552
EBITDA	92.284.135	133.145.945	151.597.865	204.243.723	69.353.658	132.600.442

<sup>1</sup> Los EEFF presentados en estas tablas han sido corregidos por variación del IPC a junio de 2013.

<sup>2</sup> Gastos de Administración y mercadotecnia = Costos de distribución + Gastos de administración + Otros gastos, por función.

#### Balance general consolidado IFRS

M\$ de junio 2013	Dic-2009	Dic-2010	Dic-2011	Dic-2012	jun-2012	jun-2013
Activos corrientes	116.869.554	195.425.456	173.584.596	215.634.220	198.597.966	223.402.637
Activos no corrientes	1.143.825.451	1.069.007.089	1.077.474.905	1.245.221.564	1.080.172.433	1.251.088.169
Total activos	1.260.695.005	1.264.432.546	1.251.059.501	1.460.855.785	1.278.770.399	1.474.490.806
Pasivos corrientes	104.233.172	160.746.617	148.664.355	167.022.031	175.194.558	151.165.873
Pasivos no corrientes	589.784.864	513.637.269	518.464.188	544.245.317	501.382.594	554.304.244
Pasivos totales	694.018.036	674.383.885	667.128.543	711.267.348	676.577.151	705.470.117
Patrimonio	566.676.969	590.048.661	583.930.957	749.588.437	602.193.247	769.020.689
Patrimonio y pasivos, total	1.260.695.005	1.264.432.546	1.251.059.501	1.460.855.785	1.278.770.399	1.474.490.806
Deuda financiera	481.831.326	452.772.232	441.385.780	420.575.459	441.622.098	432.095.144

## 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 norte 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 2012 ingresos ordinarios por \$ 1.043.139 millones, contando a marzo de 2013 con una participación, de acuerdo a la emisora, de un 27% del mercado de gas licuado a nivel nacional, y con un 22% en el mercado colombiano. El segmento de gas natural abastece a más de 613 mil clientes en el mercado nacional, y más de 464 mil clientes en el mercado argentino.

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 constante de sus filiales de distribución de gas natural, particularmente en el segmento residencial y comercial. 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, su buen acceso a la fuentes de financiamiento y su diversificación entre los mercados de

gas natural y gas licuado, que posibilita que sus resultados no se vean afectados en forma sustancial ante cambios en el precio relativo de estos combustibles.

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 del producto que exhibe la compañía. Adicionalmente, el perfil del pago de la deuda es otro elemento incluido entre los elementos favorables del proceso de clasificación.

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 y la caída en la importancia del gas licuado en el EBITDA de la compañía durante los últimos años.

También se reconoce como riesgo la dependencia de su filial Metrogas al abastecimiento de gas natural licuado desde el terminal de Quintero.

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, y que actualmente está siendo objeto de una restructuración para alcanzar mayores niveles de eficiencia y consolidar los negocios adquiridos y donde no se prevén nuevas adquisiciones.

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 presencia bursátil de las acciones, cuyo promedio de doce meses a julio de 2013 es de 63%.

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

En el futuro la clasificación de los bonos podría verse favorecida en la medida que su deuda, ya reducida, disminuyera aún más en el futuro, en forma porcentualmente significativa; o en su defecto, que se redujeran los riesgos de su filial Metrogas en cuanto a la falta de alternativas de canales de abastecimiento..

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 de los nuevos emprendimientos de GLP en Colombia.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### **Fortalezas centrales**

- Filial con demanda semi-cautiva, precios competitivos y altas barreras de entrada
- Demanda de gas licuado altamente estable (salvo por estacionalidad mensual)

### **Fortalezas complementarias**

- Adecuado perfil de pago de deuda
- Bien asimilable a los de primera necesidad

### **Fortalezas de apoyo**

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos
- Insumo de baja contaminación comparativa (Filial)
- Adecuado apoyo controlador

### **Riesgos considerados**

- Interrupción de suministro de GNL (de baja probabilidad, pero de impacto severo)
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado)
- Riesgos tecnológicos (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 2012<sup>3</sup>**

Durante 2012 la compañía obtuvo ingresos consolidados por \$ 1.043.1398 millones, lo que representa un aumento del 7,8% respecto de 2011, debido principalmente al crecimiento de más de 11% registrado en las ventas de la División Gas Licuado. No obstante, en términos de ganancia bruta, el incremento real de casi 30% se origina principalmente en el segmento de Gas Natural, debido a los menores costos en que incurre la subsidiaria Metrogas, en el marco de la renegociación de los contratos de provisión con British Gas.

Las ventas físicas del gas natural llegaron a 1.530 millones de metros cúbicos en 2012, un 8,0% más que en 2011. Si se excluyen las ventas a empresas eléctricas, cuya demanda depende de las condiciones hidrológicas, el crecimiento en términos de volumen alcanzó el 2,7%.

En el área de gas licuado de petróleo (GLP), los ingresos subieron un 11,4% en 2012 hasta \$ 554.408 millones. Por su parte, las ventas físicas de este combustible llegaron a más de 430 mil toneladas, un 0,4% más que en 2011.

El resultado operacional de 2012 tuvo un incremento de casi 46%, llegando a \$ 163.608 millones, explicado fundamentalmente por el resultado del área gas natural anteriormente descrito.

En términos no operacionales, la empresa pasó desde una pérdida de \$ 33.835 a un resultado negativo de \$ 14.790, que se explica principalmente por la disminución de la cuenta "Otras Ganancias", que

<sup>3</sup> Los valores han sido expresados pesos de junio de 2013

varía desde \$ 472 millones en diciembre 2011, a \$ 9.200 millones en diciembre 2012, debido principalmente a los menores pagos indemnizatorios por el término del juicio arbitral que mantenía la subsidiaria Metrogas con Gas Andes.

El EBITDA de 2012, en tanto, alcanzó a \$ 204.244 millones, un incremento de 34,7% respecto de 2011, influido principalmente por el desempeño operacional de los negocios de la empresa, en particular el de su filial Metrogas, compañía que opera en el segmento de gas natural.

### **Resultados al 30 de junio de 2013**

Durante el primer semestre de 2013 los ingresos totales de **Gasco** disminuyeron en 2,1% respecto al mismo período del año anterior, hasta \$ 480.433 millones, debido principalmente al crecimiento de las ventas en el segmento de gas licuado, que se incrementan en 18,7% en el período.

Por su parte el costo de ventas disminuyó 17,2%, llegando a \$ 335.191 millones, debido principalmente a la caída del costo del gas natural. Con ello, el margen bruto llegó a un 30,2%, aumentado respecto del 17,5% registrado durante el primer semestre de 2012.

El total de gastos de administración y mercadotecnia cayó en 1,7% en el primer semestre, principalmente por la caída de 5% en los gastos de administración. Como consecuencia del mayor aumento de los costos y gastos por sobre los ingresos, el resultado operacional aumentó en 120,5% hasta \$ 109.038 millones. El EBITDA, en tanto, se incrementó en más de 91% en el primer semestre de 2013, alcanzando \$ 132.600 millones.

### **Eventos recientes**

Recientemente se ha fijado un nuevo precio de venta del gas natural del terminal de GNL de Quintero, lo cual significará una caída de aproximadamente 20% en promedio en el precio de este combustible, lo cual incrementará su competitividad. No obstante, de acuerdo a la tendencia histórica, no debiera afectar el precio del gas licuado de petróleo, con excepción de los clientes cercanos a la red de gas natural en la región metropolitana. Gasco participa directa o indirectamente en ambos mercados.

## Definición de categorías de riesgo

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

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.

### 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.

(+): El signo "+" representa a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Primera Clase Nivel 2 (acciones)

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.

## 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 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. En efecto, las ventas físicas de gas natural muestran una variación promedio anual de 0,4% en el período 2003-2012, mientras que las del gas licuado se expanden a una tasa anual de 6,4% en el mismo período. No obstante, mientras la mayor caída en las ventas de gas natural se registró en 2007, período en que, debido a la crisis del gas natural argentino los despachos cayeron en 23,6% anual, en el caso del gas licuado la mayor caída se registra en 2008, año en que sus despachos se contraen sólo en 8,6%.

**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 Innergy 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 partícipe, 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. De esta manera, el número total de clientes de gas natural (Metrogas, GasSur y Gasco Magallanes) creció en 2,4% durante 2012, y, además, Metrogas ha comenzado la distribución de gas natural mediante el uso de camiones, existiendo actualmente cinco grandes clientes servidos a través de esta modalidad, y otros tres en fase de conexión.

**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. En la práctica, en años recientes los ingresos por concepto de Gas Licuado y Gas Natural (que considera Metrogas, GasSur y Gasco Magallanes) han sido de magnitud similar, aun cuando aquellos del segmento Gas Natural se han visto influidos positivamente por las ventas a centrales eléctricas. Con todo, los ingresos obtenidos por el segmento de Gas Natural son de una magnitud similar al segmento gas licuado

**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 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, con más de 451 mil

clientes de gas natural y 21 mil clientes de gas de ciudad, correspondiendo 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 detener 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. Además, la compañía se encuentra incorporando la distribución de gas natural a partir de camiones, lo cual le permitiría implementar un sistema de "gasoducto virtual".

En el caso del gas natural, la capacidad viene dada por la red instalada que a diciembre de 2012 le permitía acceder a aproximadamente 552 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. Además, la matriz presenta un fluido acceso a fuentes de financiamiento. A diciembre de 2012 presenta un patrimonio de \$ 1.694 miles de millones y utilidades anuales que alcanzaron \$ 165 miles de millones durante 2012,

## 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.

**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 -principal empresa distribuidora de este combustible- una 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 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.

## 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.

Los actuales controladores ingresaron a la propiedad en 1977. En 1981 la empresa se adjudicó la distribución de gas natural y gas licuado en la Región de Magallanes. Durante 1992 comienza la operación de distribución de gas natural en la región noroeste de Argentina. Durante la misma década, se constituyó Metrogas S.A. (1995) la cual actualmente distribuye gas natural y gas de ciudad en las regiones metropolitana y VI región. Adicionalmente, sus filiales Innergy Holdings y Gas Sur distribuyen gas natural en la VIII región.

Cabe señalar que a partir de 2004 Metrogas comenzó a enfrentar restricciones en el suministro de gas natural desde Argentina, los cuales hicieron crisis en 2007, pero que fueron finalmente superados mediante la construcción del terminal de GNL de Quintero.

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 2013:

Nombre	Nº de acciones	% de Propiedad
Cía. General de Electricidad S.A.	95.128.954	56,62%
Inmobiliaria Liguai S.A.	11.059.644	6,58%
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%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1.982.209	1,18%
Banco Santander por cuenta de Inv Ext.	1.910.862	1,14%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	1.806.920	1,08%
Rentas Kurewen S.A.	1.672.523	1,00%
Rentas e Inv San Antonio Ltda	1.469.479	0,87%

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

Nombre	Cargo
Claudio Hornauer Herrman	Presidente Directorio
Jorge Marín Correa	Vicepresidente del Directorio
Francisco Marín Estévez	Director
Sergio de la Cuadra Fabres	Director
Rodrigo del Solar Concha	Director
Eduardo Morandé Montt	Director
Pablo Neuweiler Heinsen	Director
Matías Pérez Cruz	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Carmen Figueroa Deisler	Fiscal
Mauricio Balbontín O'Ryan	Gerente de Finanzas Corporativas
Rodolfo Freyre Duggan	Gerente de Desarrollo Corporativo
Lorenzo Davico Maggi	Gerente de Recursos Humanos Corporativo
Oscar Facusse Lederman	Gerente de Gasco Magallanes
Alejandro Espinoza Querol	Contralor Corporativo

## Filiales y asociadas

A continuación se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Gasco**, las sociedades de control conjunto y sus principales asociadas:

### Subsidiarias al 30 de junio 2013

Empresa	País	Sector	Participación
Metrogas S.A.	Chile	Gas Natural	51,84%
Gasmar S.A.	Chile	Gas Licuado	51,00%
Gas Sur S.A.	Chile	Gas Natural	100,00%
Gasco GLP S.A.	Chile	Gas Licuado	100,00%
Gasco Argentina S.A.	Argentina	Negocios internacionales	100,00%
Inversiones Invergas S.A.	Chile	Gas Licuado	100,00%
Gasco Grand Cayman Ltd.	Chile	Otros negocios	100,00%
Inversiones Atlántico S.A.	Chile	Otros negocios	100,00%
Automotive Gas Systems S.A.	Chile	Gas Licuado	100,00%
Transportes e Inversiones Magallanes S.A.	Chile	Gas Natural	85,00%
Autogasco S.A.	Chile	Gas Natural	100,00%
Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.	Colombia	Negocios internacionales	70,00%

### Sociedades con Control Conjunto al 30 de junio 2013

Empresa	País	Sector	Participación
Gascart S.A.	Argentina	Negocios internacionales	50,00%
Gasoducto del Pacífico S.A.	Chile	Otros negocios	30,00%
Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A.	Argentina	Negocios internacionales	26,71%
Gasoducto del Pacífico (Cayman ) Ltd.	Chile	Negocios internacionales	26,70%
Innery Holdings S.A. <sup>4</sup>	Chile	Otros negocios	30,00%
Innery Transportes S.A.	Chile	Otros negocios	0,001%
GNL Quintero S.A.	Chile	Gas Natural	20,00%
GNL Chile S.A.	Chile	Gas Natural	33,33%
Gasnor S.A.	Argentina	Negocios Internacionales	2,60%

### Asociadas al 30 de junio 2013

Empresa	País	Sector	Participación
Campanario Generación S.A.	Chile	Generación eléctrica	20,00%
Gasmarket S.A.	Argentina	Gas natural	50,00%

## 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>4</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 305 mil toneladas durante 2012, mostrando una expansión de 2,7% con respecto al año anterior. Su participación en el mercado nacional alcanza al 27%, levemente inferior a la de 2011.

La empresa cuenta con plantas de llenado de cilindros en Maipú (Región Metropolitana), El Belloto (V Región), Talca (VII Región), Osorno (X Región) y la recientemente inaugurada planta de Mejillones (II 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), y actualmente se encuentra en construcción el quinto estanque refrigerado de 60.000m<sup>3</sup> el cual aumentará a 145.000 m<sup>3</sup> la capacidad de almacenamiento.

Inversiones GLP S.A.S. E.S.P. es la filial que desde 2010 opera en el mercado colombiano de distribución de gas licuado de petróleo. Durante 2012 Inversiones GLP continuó con su proceso de crecimiento a través de la compra de los activos de la empresa Intergas Corona y del 33% de Montagas, empresa líder en el departamento de Nariño.

Durante el ejercicio, la compañía se reorganizó en tres Gerencias Regionales, optimizando así sus operaciones comerciales y atendiendo de manera eficiente, a sus más de ochocientos mil usuarios, en los distintos mercados en que participa.

La venta de GLP está dividida en los canales de envasado y granel. La comercialización 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.

La filial está presente en 25 de los 32 departamentos de Colombia y, dada sus ventas físicas de 115.000 toneladas, exhibe una participación de mercado a fines de 2012 que alcanza al 23%.

## 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 31 diciembre de 2012 contaba con casi 472 mil clientes.

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 2012, contaba con un total de 27.740 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 2012 las ventas físicas anuales alcanzaron 60 millones de metros cúbicos.

Gasco Magallanes (unidad de negocio) distribuye gas natural y gas licuado en la Región de Magallanes y Antártica Chilena que abastece a Punta Arenas (85% de la venta física), Puerto Natales (11%) y Porvenir (4%). Tiene más de 51.000 clientes, con ventas físicas de 372 millones de m<sup>3</sup> de gas natural durante 2012, cifra superior en 3,9% respecto del año anterior.

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. Durante 2012 esta compañía registró una pérdida de \$387 millones, lo que significó para **Gasco** reconocer una pérdida de \$329 millones.

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 2012 Gasnor contaba con 457.726 clientes, vendiendo 2.063 millones de m<sup>3</sup>

Gasmarket S.A. comercializa gas natural, productos y servicios energéticos en el mercado argentino. La empresa abastece al 60% del mercado industrial del noroeste de Argentina, y el 4% 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. La compañía se abastece en un 52% de compras que realiza a Pan American, un 25% a Enarsa, 10% a YPF, 7% a Pluspetrol, 5% a Total Austral y 1% a Petrobras Argentina.

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 2011, se transportó hacia Chile 43 millones de m<sup>3</sup> de gas natural, cifra inferior en más de un 52% respecto al año anterior. **Gasco** tiene un 30% de participación en la propiedad de esta sociedad.

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 2012 se continuó con la política de incrementar la red de estaciones a lo largo del país, llegando a 42 puntos de venta, los cuales vendieron el equivalente a 11.380 toneladas de gas licuado.

En cuanto a la distribución de los ingresos por segmento, a continuación se presenta la situación de la compañía al 30 de marzo de 2012:

Línea de Negocio:	Gas Natural	Gas Licuado	Negocios internacionales	Otros Negocios	Ajustes de Consolidación	Totales
	01-01-2013 al 30-06-2013 (MM\$)					
Ingresos Ordinarios	239.854	267.902	27.017	28	-55.822	478.979
Costo de Ventas	-142.423	-228.768	-19.368	-321	57.022	-333.858
Margen Bruto	97.431	39.134	7.649	-292	1.199	145.121
Gtos. de Administración y Distribución	-14.770	-12.658	-3.975	-2.593	730	33.266
Resultado Operacional	79.841	25.202	3.605	1.990	-3	106.658
EBITDA	96.080	31.930	5.101	-621	0	132.489
Ganancia	61.560	18.125	1.420	40.518	-44.439	77.184

### 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 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. Más aún, durante julio de 2012 la subsidiaria Metrogas renegoció el contrato de aprovisionamiento con British Gas, que le permitió reducir sus tarifas a sus clientes.

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 injectado 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>5</sup>

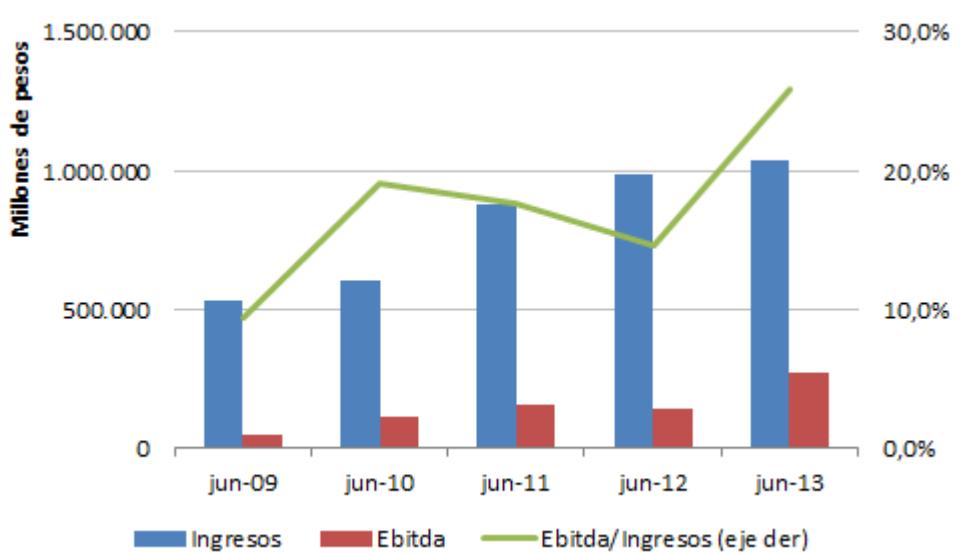
### Evolución de los ingresos y EBITDA

A partir del año móvil finalizado en junio 2009, los ingresos de la compañía han crecido en promedio a una tasa de 18,7% anual durante los últimos cuatro años, alcanzando los US\$ 2.054 millones entre junio de 2012 y junio 2013. El resultado operacional en el mismo período ha aumentado un 82% promedio anual, debido al explosivo crecimiento a partir de 2010, producto del inicio de operaciones del terminal de regasificación de Quintero, y el reciente mejoramiento de resultados debido al menor costo de gas.

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.

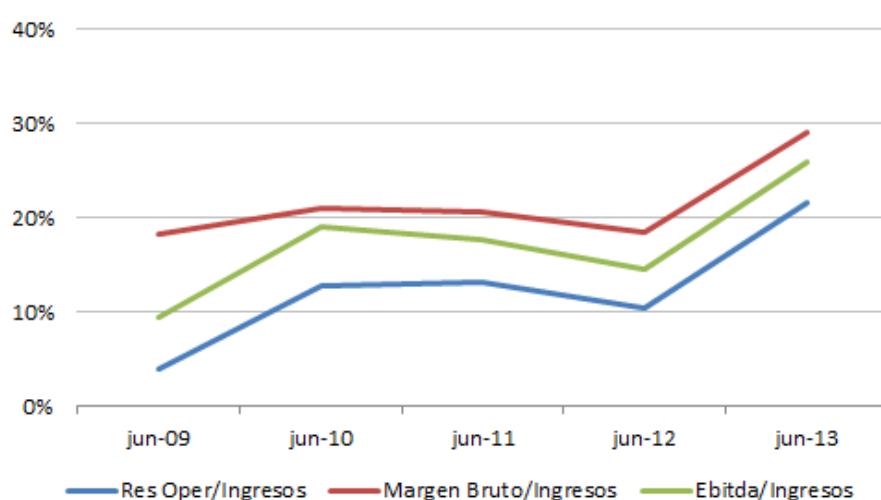
<sup>5</sup> Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la SVS y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl). Para efectos de comparación, se utilizan cifras corregidas a moneda de junio de 2013, y años móviles a marzo de cada año.

### Evolución Ingresos y EBITDA



A continuación se presentan la evolución de los márgenes de explotación, operacional y de EBITDA<sup>6</sup> de **Gasco**, como porcentaje de su ingreso. Se aprecia que los diversos indicadores de eficiencia considerados muestran una fuerte recuperación hacia junio de 2013, debido a los mejores resultados del segmento de gas natural.

### Indicadores de Eficiencia

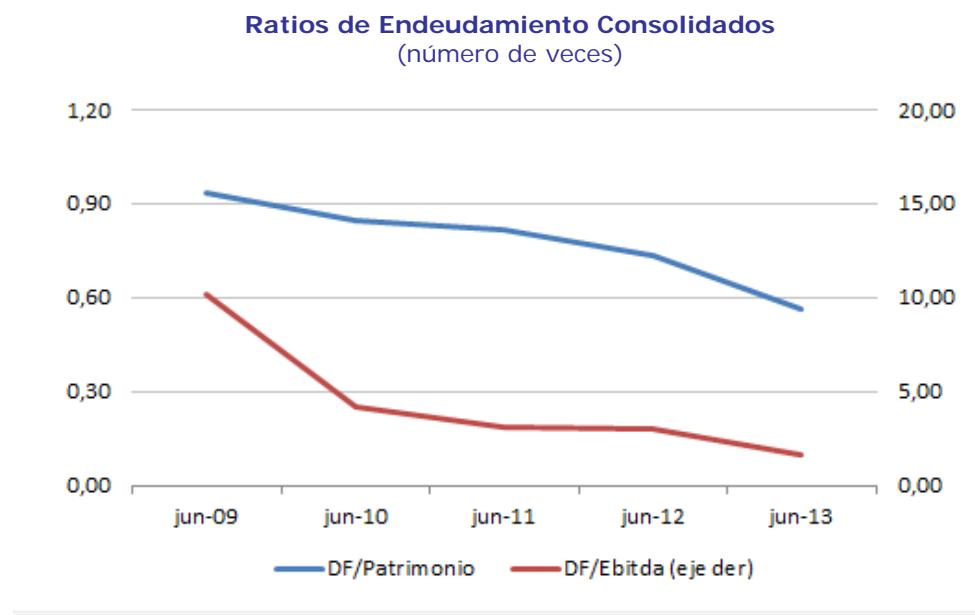


<sup>6</sup> Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos.

## Evolución del endeudamiento y la liquidez

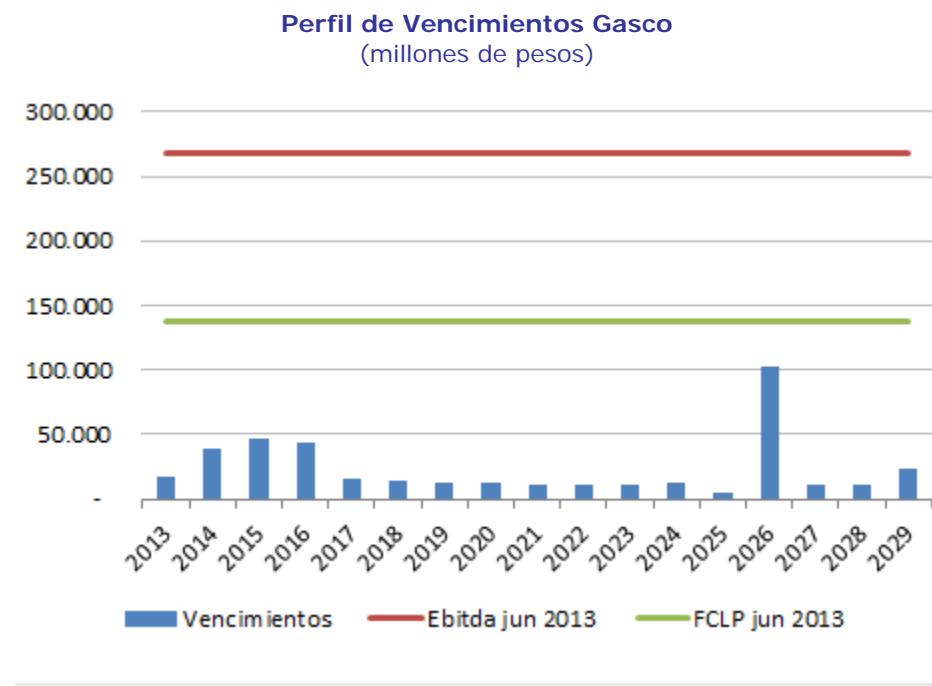
La deuda financiera de la compañía, incluyendo a Metrogas, ha caído desde niveles aproximados de \$ 509.000 millones en junio 2009, hasta valores cercanos a los \$ 432.095 millones en junio de 2013, lo cual representa una tasa de variación promedio real anual de -4%.

Esta tendencia se ha traducido en caídas de los indicadores de ratios de endeudamiento relativo. Así, la deuda financiera sobre patrimonio se ha reducido consistentemente en el periodo, situándose actualmente en niveles inferiores a 0,6 veces. En el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA, su alto valor en 2009 es consecuencia de la crisis en el suministro de gas argentino, que llevó a un incremento en los niveles de endeudamiento y reducción del EBITDA. Al recuperarse el suministro de gas, este indicador se recuperó rápidamente, situándose en la actualidad en 1,6 veces.

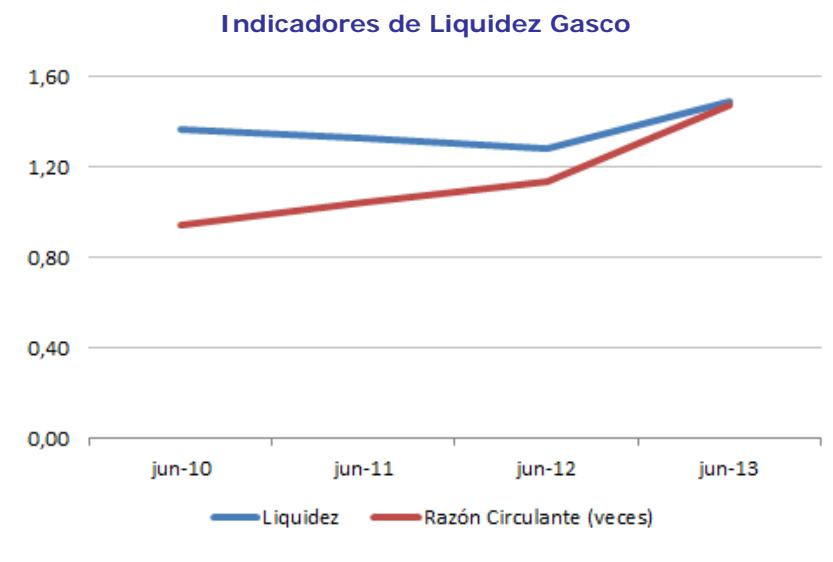


Cabe destacar que la deuda financiera está estructurada de manera que el pago máximo anual se registra en 2026, con cerca de \$ 100 mil millones, muy inferior al EBITDA de 2012 de aproximadamente \$ 250 mil millones e inferior incluso al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP),<sup>7</sup> indicador más restrictivo calculado por **Humphreys**.

<sup>7</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.



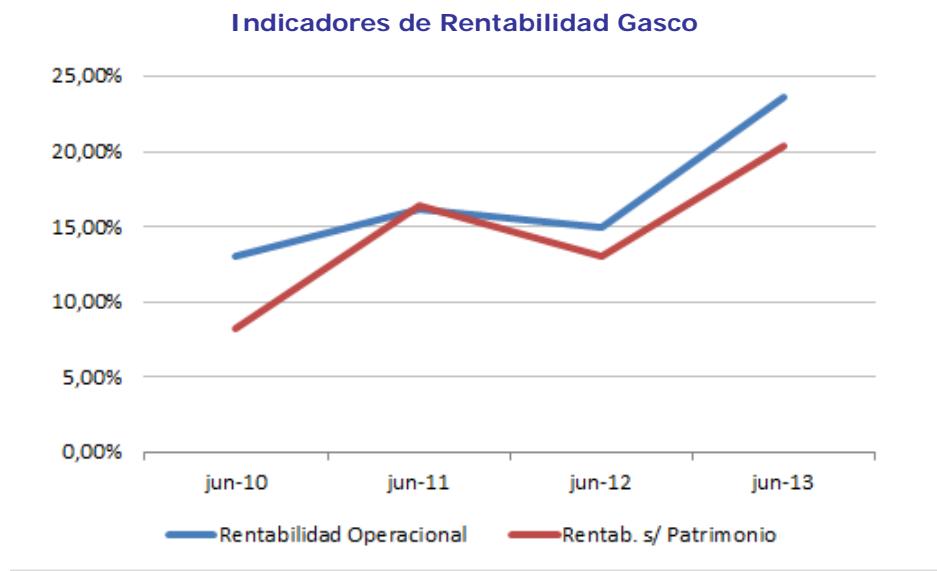
En tanto, la liquidez de la empresa<sup>8</sup> registró un fuerte incremento hacia junio de 2013, producto del mejoramiento de la operación de la compañía, situándose los indicadores de liquidez y razón circulante en valores en torno a 1,5 en el último período observado.



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

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

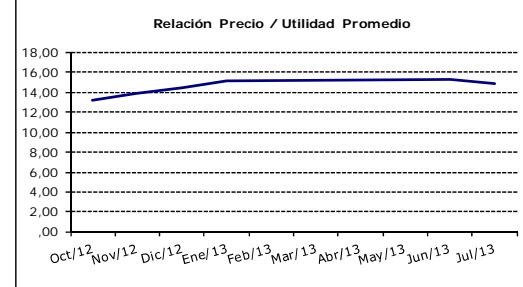
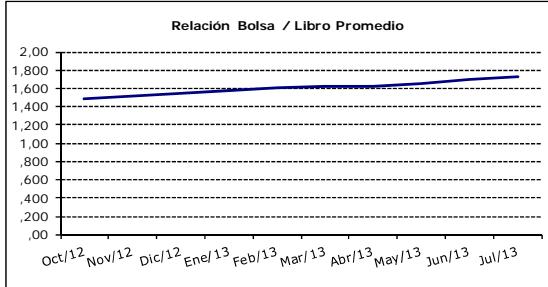
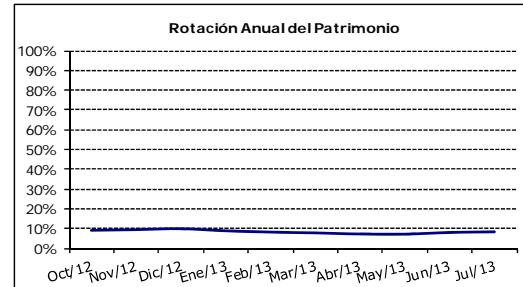
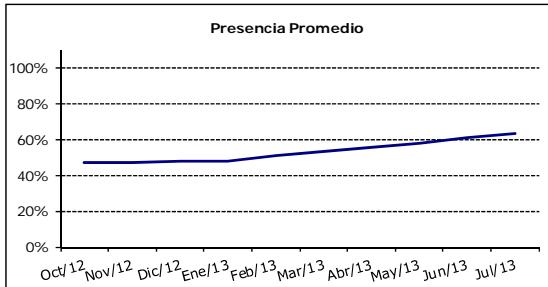
Con posterioridad a la crisis de suministro de gas argentino, la rentabilidad de la compañía ha presentado una recuperación, la cual se ha intensificado a junio de 2013 por los menores costos de aprovisionamiento de gas.



<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:



## Títulos de deuda

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

### a) Bonos

#### - **Bono Serie D**

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

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

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

#### - **Línea de bonos**

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

#### - **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: En proceso de inscripción
- Monto autorizado: UF 1.500.000

### **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 2013 el indicador llegaba a 0,92 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".*