



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Cambio de Clasificación y  
Tendencia**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56-2) 433 5200

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

## Gasco S.A.

Enero 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Efectos de comercio Tendencia	AA <sup>1</sup> Nivel 1+/AA <sup>2</sup> Estable <sup>3</sup>
EEFF base	Septiembre de 2012

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 Serie H	Nº 429 de 02.08.2005 Primera emisión
Línea de Efectos de Comercio	Nº 006 de 07.02.2003

Estado de resultados consolidado IFRS					
MM \$	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Total ingresos	451.628	671.979	930.945	746.120	788.659
Costo de ventas	-346.809	-526.720	-752.078	-599.889	-631.350
Gtos. de administración y mercadotecnia	-50.847	-52.741	-65.343	-48.081	-51.495
Resultado operacional	49.297	88.673	107.839	98.590	102.171
Gastos financieros	26.746	-24.312	-26.326	-19.414	-20.871
Resultado del ejercicio	50.068	72.275	63.388	57.391	69.783
EBITDA	84.440	124.223	145.768	126.291	131.876

<sup>1</sup> Clasificación anterior: AA-.

<sup>2</sup> Clasificación anterior: Nivel 1+/AA-.

<sup>3</sup> Tendencia anterior: Favorable.

Balance general consolidado IFRS				
MM \$	dic-09	dic-10	dic-11	sep-12
Activos corrientes	107.171	183.629	171.428	200.837
Activos no corrientes	1.048.906	1.004.477	1.052.284	1.064.360
<b>Total activos</b>	<b>1.156.078</b>	<b>1.188.106</b>	<b>1.223.712</b>	<b>1.265.197</b>
Pasivos corrientes	95.583	151.043	132.269	161.582
Pasivos no corrientes	540.842	482.632	521.216	510.826
Pasivos totales	636.426	633.675	653.485	672.408
Patrimonio	519.652	554.431	570.227	592.788
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>1.156.078</b>	<b>1.188.106</b>	<b>1.223.712</b>	<b>1.265.197</b>
Deuda financiera	441.847	425.441	415.550	431.180

## 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 I a la XII Región de Magallanes. También distribuye gas natural en las regiones Metropolitana, VI, VIII y XII, y en el noroeste de Argentina. Por otro lado, por medio de su filial Gasmar S.A., importa gas licuado desde distintos lugares del mundo. Adicionalmente, está presente en el mercado colombiano de distribución de GLP, siendo socio mayoritario y controlador de Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.

La variación en la clasificación de los títulos de deuda de largo plazo de **Gasco**, desde “Categoría AA-” a “Categoría AA” se debe principalmente a la confirmación que, con posterioridad a la crisis en el suministro de gas natural procedente de Argentina con la puesta en marcha de la planta de GNL Quintero, la rentabilidad anual de los activos de esta compañía, según metodología de **Humphreys**, se ha estabilizado en valores en torno al 11%. Como consecuencia de lo anterior, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>4</sup> ha exhibido un incremento sostenido, lo cual ha significado que la relación Deuda Financiera / FCLP se haya situado en niveles consistentes con una clasificación en “Categoría AA”.

<sup>4</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.

Adicionalmente, el cambio en la clasificación considera el holgado calendario de vencimientos de la compañía, que le permitiría hacer frente a sus compromisos, incluso en el caso que los flujos generados por **Gasco** se mantengan estables, lo cual sería poco plausible dado el crecimiento de la actividad económica como el aumento vegetativo de la población, fenómenos que incrementarían la demanda por los productos comercializados por la compañía. Asimismo, el perfil de largo plazo de la deuda consolidada permite que el emisor responda adecuadamente a sus obligaciones financieras, incluso ante un evento de magnitud que afecte a la planta de GNL de Quintero y, por ende, los resultados de su filial Metrogas.

La compañía presentó en 2011 ingresos ordinarios por \$ 930.945 millones, contando a junio de 2012 con una participación, de acuerdo a la emisora, de un 27% del mercado de gas licuado a nivel nacional, y con un 23% en el mercado colombiano. El segmento de gas natural abastece a más de 549 mil clientes en el mercado nacional y a más de 448 mil clientes en el mercado argentino.

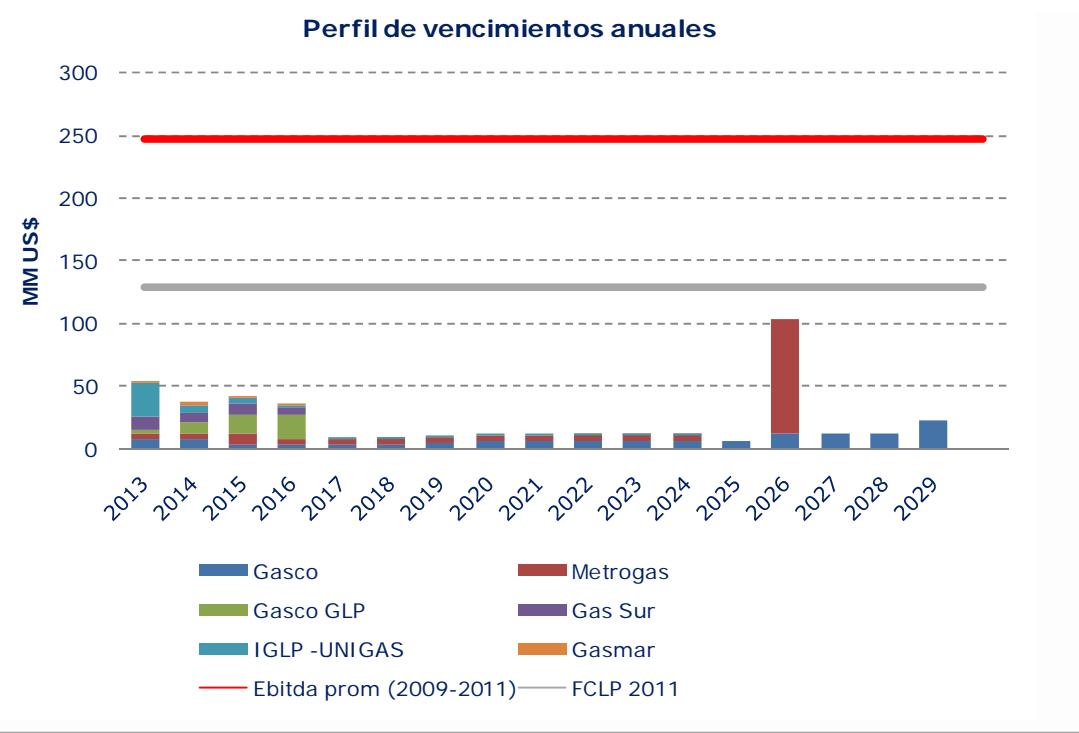
Las principales fortalezas de **Gasco** que sirven de fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en *“Categoría AA”*, son el desempeñarse en una industria con una estructura de mercado estable (gas licuado) e, indirectamente, mantener una demanda constante de sus filiales de distribución de gas natural, particularmente en el segmento residencial y comercial. Además, como se dijo, 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.

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.

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.

Para la mantención de la clasificación de los bonos es necesario que no se deteriore la calidad de los activos del emisor, en términos de los flujos generados, incluyendo entre ellos su participación en Metrogas y los nuevos emprendimientos de GLP en Colombia. También se espera que la estructura de su deuda se mantenga con un plan de amortización reducido en relación con la capacidad de generación de flujos de la compañía.



## Definición categorías de riesgo

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

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

### 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.

*Para mayor información de la clasificación ver reseña anual de septiembre de 2012, disponible en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).*

*"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*