



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de clasificación**

A n a l i s t a

Elisa Villalobos H.

Tel. 56 – 22433 5200

elisa.villalobos@humphreys.cl

Gasco S.A.

Mayo 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Línea de Efecto de Comercio Tendencia	AA Nivel 1+/AA Desfavorable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 2 En Observación ¹
EEFF base	31 de diciembre de 2015 ²

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Bonos Serie D (BGASC-D)	Nº 209 de 23.04.1999
Bonos Serie F1 (BGASC-F1)	Nº 238 de 27.11.2000
Bonos Serie F2 (BGASC-F2)	Nº 238 de 27.11.2000
Línea de Bonos a 25 años	Nº 429 de 02.08.2005
Bonos Serie H (BGASC-H)	Primera emisión
Línea de Efectos de Comercio	Nº 098 de 11.09.2013

Estados de resultado consolidado IFRS						
Miles de pesos	2011	2012	2013	2014	Gasco (sociedad continuadora)	
					2014	2015
Ingresos	930.945.395	1.033.893.436	993.022.540	1.100.914.457	615.485.687	404.056.158
Costo de ventas	-752.077.827	-794.209.732	-716.572.581	-846.734.816	-519.945.476	-
Ganancia bruta	178.867.568	239.683.704	276.449.959	254.179.641	95.540.211	301.080.416
Gastos de administración y mercadotecnia	-71.028.499	-77.260.325	-75.069.018	-81.562.139	-45.305.518	102.975.742
Resultado operacional	107.839.069	162.423.379	201.380.941	172.617.502	50.234.693	58.236.745
Gastos financieros	-26.326.461	-27.950.197	-28.836.779	-30.210.441	-16.296.027	-14.398.582
Resultado del ejercicio	63.387.931	105.444.690	139.716.132	108.559.152	108.559.152	87.524.224
EBITDA	145.767.762	202.695.445	250.049.965	229.539.840	74.103.327	81.828.935

¹ Tendencia anterior: "Estable".

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2015. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance general consolidado IFRS					
Miles de pesos	2011	2012	2013	2014	2015
Activos corrientes	169.510.791	215.071.292	199.276.367	186.271.926	93.577.565
Activos mantenidos para la venta o para distribuir a los propietarios	0	0	0	0	1.089.968.724
Activos no corrientes	1.052.187.968	1.241.970.825	1.400.332.300	1.516.517.313	533.170.571
Total activos	1.221.698.759	1.457.042.117	1.599.608.667	1.702.789.239	1.716.716.860
Pasivos corrientes	145.175.396	166.586.008	179.923.145	209.398.468	119.073.254
Pasivos incluidos en grupos de activos mantenidos para la venta	0	0	0	0	472.320.667
Pasivos no corrientes	506.296.507	542.824.526	561.735.460	668.847.211	293.818.110
Pasivos totales	651.471.903	709.410.534	741.658.605	878.245.679	885.212.031
Patrimonio	570.226.856	747.631.583	857.950.062	824.543.560	831.504.829
Patrimonio y pasivos, total	1.221.698.759	1.457.042.117	1.599.608.667	1.702.789.239	1.716.716.860
Deuda financiera	431.027.029	419.477.517	436.111.200	481.846.896	271.823.254

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 entre la región de Tarapacá y Magallanes (en esta última región la distribución se realiza a los clientes que están en zonas donde no está disponible la red de gas natural). 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.

A su vez, a través de empresas subsidiarias y asociadas, distribuye gas natural en las regiones Metropolitana, de O'Higgins, Biobío y Magallanes, como también en el noroeste de Argentina.

Cabe señalar que el contexto de este informe se genera bajo la aprobación en la última junta de extraordinaria de accionistas, con fecha 30 de marzo de 2016, en que CGE y la familia Pérez Cruz decidieron dividir la sociedad en dos negocios independientes: uno dedicado al desarrollo del negocio del gas natural que concentraría los activos asociados al gas natural (denominada Gas Natural Chile S.A.); otro dedicado al negocio de gas licuado de petróleo, que congrega a las siguientes empresas: Gasco GLP, Gasmar, Invergas, Autogasco, Movigas, las colombianas Vidagas y Unigas, y la unidad

negocios Gasco Magallanes (distribuidora de gas natural). Siendo la unidad de gas licuado la continuadora de Gasco S.A.

El proceso de división asignó a **Gasco S.A.** (negocio GLP) la deuda asociada a los valores de oferta pública emitidos e incluyó la anuencia de los tenedores de bonos en cuanto a renunciar a que la otra empresa (negocio de gas natural) se constituyese como codeudor solidario del pago de los títulos de deuda, según lo establecido originalmente en los contratos de emisión de los bonos (bonos Serie D, F1, F2 y H). Por otra parte, dentro de las implicancias que tiene esta división es que el control de la sociedad deudora de los bonos pasará de la actual Gas Natural Fenosa (a través de CGE) a inversionistas chilenos ligados a la familia Pérez Cruz, quienes alcanzarían, por lo menos, el 70% de la compañía continuadora. Gas Natural Fenosa pasará a tener el control de Gas Natural Chile S.A.

En consecuencia, el informe de clasificación se centra en la compañía continuadora Gasco S.A., dedicada al negocio de gas licuado más la unidad de negocios Gasco Magallanes (dedicada a la distribución de gas natural), mientras que el negocio de gas natural es excluido por tratarse de una operación discontinua.

En 2015, **Gasco** (la compañía continuadora, sin considerar el negocio de gas natural) presentó ingresos ordinarios por \$404.056 millones (US\$ 569 millones³), contando con una participación de mercado de gas licuado a nivel nacional igual a 26,1%, de acuerdo a datos de la emisora. Mientras, que en Colombia la empresa alcanzó una participación de mercado de gas licuado igual a 20,8% y ventas por cerca de \$50.209 millones.

Dado el escenario antes descrito, por un lado, se modifica el endeudamiento relativo de **Gasco** y, por otro, no se mantienen todos los fundamentos que sustentaban la clasificación asignada al emisor antes de la referida división. En este contexto, esta clasificadora colocó en tendencia "*Desfavorable*" la clasificación de los títulos de deuda, lo cual conllevaría a una caída en el registro desde la actual "*Categoría AA*". Situación que se ratificaría una vez que la OPA se haya llevado a cabo.

La baja en la clasificación responde a que en el escenario actual, **Gasco** enfrenta un incremento en el endeudamiento en relación con su EBITDA y con respecto a su Flujo de Largo Plazo (FCLP)⁴. La relación deuda financiera a EBITDA se incrementa a 3,2 veces (a diciembre de 2014, previo a la división, la compañía exhibía una relación igual a 2,1 veces), mientras que la relación al FCLP se incrementa a 4,5 veces (previo a la división, en diciembre de 2014, este valor era igual a 2,8 veces). Además, la fortaleza estructural de la compañía continuadora se debilita, dado la menor diversificación de los ingresos, la menor demanda cautiva y la concentración de las ventas de gas licuado en la Región Metropolitana. Esta región es el área de crecimiento susceptible para el mercado de gas natural

³ Tipo de cambio utilizado: \$710,16/US\$ al 31/12/2015.

⁴ 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.

(previo a la división y, dado que Metrogas era filial de **Gasco**, aumento en la participación de uno en desmedro del otro no afectaban significativamente los flujos percibidos para el pago de la deuda).

De mano de lo anterior, la división implica pasar de un controlador con clasificación de riesgo y solvencia conocida, a otro que no dispone de tales características.

La división a su vez, obligó a una modificación de los *covenant* estipulados en los contratos de emisión.

Las principales fortalezas de **Gasco** que sirven de fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "*Categoría AA*", se sustenta en la estabilidad de las ventas que exhibe el mercado en el que opera (gas licuado), 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; asimismo como elementos positivos se considera la atomización de su base de clientes y la baja tasa de incobrabilidad que presenta la compañía, motivado tanto por las características del producto, ya que se trata de un bien esencial, y la modalidad de las ventas, donde un elevado porcentaje se realiza al contado.

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 si hubiese un deterioro en los márgenes de explotación. El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) podría disminuir hasta un 21,6% para hacer frente al pago de sus obligaciones.

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 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 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, en la que **Gasco** tiene una participación cercana al 26% en el mercado de gas licuado a nivel nacional.

Por su parte, esta clasificación incorpora favorablemente la elevada experiencia en el rubro por parte del controlador, refrendado por los más de 160 años de experiencia de la compañía (especialmente en los aspectos logísticos del negocio) y la probada capacidad de distribución del producto que exhibe la compañía, durante los cuales ha presentado un consistente crecimiento.

Adicionalmente la evaluación incorpora como factor positivo el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Colombia, país clasificado en grado de inversión.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra restringida fundamentalmente por la baja diferenciación del producto 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.

Asimismo, la clasificación de riesgo se ve restringida por la concentración de las ventas en la Región Metropolitana, región en que la compañía vende cerca del 64% de las toneladas de gas licuado.

Otros factores de riesgo son la variación de los precios de los *commodities* para la filial Gasmar (actualmente atenuado por programas de cobertura).

Además, y sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, el ingreso reciente a Colombia (en 2010), que exhibe un mayor riesgo operacional y de país, en comparación al de Chile, le otorga cierto riesgo a los flujos futuros provenientes de esa nación. Además, Colombia presenta un mayor nivel de informalidad en la venta del combustible y recientes regulaciones al mercado.

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por los cambios regulatorios que puedan afectar a la industria. Si bien la agenda energética del Gobierno ha estado enfocada a los cambios regulatorios para el gas natural por redes, a futuro podría hacerse extensiva al marco normativo del gas licuado lo que implicaría efectos en los flujos de la compañía.

La clasificación de los títulos accionarios de **Gasco** se sitúa en “Primera Clase Nivel 2” por la adecuada solvencia asignada a la empresa. Sin embargo, su tendencia cambia desde “Estable” a “En Observación”, quedando a la espera de la presencia bursátil que tendrán las acciones de **Gasco**, una vez realizada la oferta pública de acciones (OPA).

En el futuro la clasificación de los bonos emitidos por **Gasco S.A.** podría verse favorecida en la medida que los niveles de endeudamiento relativo disminuyan. También favorecería una desconcentración de las ventas a nivel regional.

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 2015

Siendo el negocio de gas natural una operación discontinua, no se incluyó en los estados financieros.

De esta forma, el perímetro GLP obtuvo ingresos consolidado por \$404.056 millones (US\$ 569 millones), lo que representa una disminución del 34,4% respecto a 2014, productos de los menores precios de venta. El costo de venta disminuyó en 42,1%, dado a los menores precios de los *commodities*.

Así, el EBITDA de la compañía llegó a \$81.829, lo que significa un crecimiento de 10,4%. De esta forma, el margen EBITDA de la compañía continuadora, pasó de 12,0%, en 2014, a 20,3% en 2015.

Según los estados financiero proforma a enero de 2016, los activos correspondientes a la empresa continuadora del negocio de gas licuado, finalizó el período con activos por \$627.314 millones (US\$ 883 millones). El pasivo financiero, correspondiente a la continuadora del negocio de GLP, asciende a \$271.823 millones (US\$ 383 millones); del total, un 76,3% se encuentra en el largo plazo.

Eventos recientes

El 18 de diciembre de 2015, los accionistas de **Gasco** informaron la decisión de dividir la compañía en dos sociedades, una dedicada al negocio de gas natural y otra dedicada al negocio de gas licuado. Esto implica que **Gasco S.A.** es la continuadora del negocio de gas licuado, congregando las siguientes empresas: Gasco GLP, Gasmar, Invergas, Autogasco, Movigas, las colombianas Vidagas y Unigas y y la unidad de negocios Gasco Magallanes (distribución de gas natural). Por su parte, Gas Natural Chile S.A., la otra sociedad que surge tras la división, concentraría los activos asociados al gas natural.

Tras la junta de tenedores de bonos, realizada el día 28 de enero de 2016, se acordó liberar a Gas Natural Chile S.A. de su obligación solidaria por el pago de los bonos emitidos en su momento por **Gasco S.A.**

Además, el 30 de marzo de 2016, la Junta de Accionistas aprobó la división de las sociedades.

Definición 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.

Categoría 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.

Tendencia Desfavorable

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

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 En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Estabilidad de sus mercados: **Gasco S.A.**, la compañía continuadora, se desenvuelve en el sector del gas licuado, además de congrega a Gasco Magallanes, dedicada a la distribución de gas natural. El mercado de gas licuado, un bien asimilable a los de primera necesidad, 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.

Las ventas de GLP en Chile han experimentado un alza promedio anual igual 2,0% entre 2007 y 2015. Así es importante destacar que, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta cambios poco significativos en términos de años móviles.

Además, la compañía recibe los flujos de parte de su unidad de negocios Gasco Magallanes, que es un negocio regulado en la Región de Magallanes, aportando a Gasco flujos conocidos y estables.

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.

Oportunidades en Colombia: La compañía está presente en Colombia, donde se visualizan oportunidades potenciales de crecimiento y el consumo per cápita es menor en comparación a otros países de la región, además de ser un país excedentario en este combustible, en el que aún el uso de leña es preponderante.

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 S.A.**, a través de su filial Gasco GLP, 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. 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.

Amplia experiencia de la empresa y de su controlador: **Gasco S.A.** acumula una experiencia de más de 150 años, en los cuales ha mostrado eficiencia para enfrentar diversos escenarios económicos, diferentes cambios tecnológicos y capacidad para acceder a oportunidades que se han generado en el mercado. Entre ellos se destaca la recesión de 1982, la crisis asiática, la crisis *subprime*, entre otros. Si bien hasta el momento, de modo previo a efectuar la OPA que dividirán el control accionario de las compañías, **Gasco S.A.** cuenta un accionista controlador –Compañía General de Electricidad S.A. (CGE)– 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 2015, presenta un patrimonio de US\$ 3.129 millones y utilidades anuales que alcanzaron US\$ 236 millones durante 2014. Por su parte, la controladora de CGE, Gas Natural Fenosa, es un actor relevante en el sector de gas y electricidad, presente en más de 25 países y con más de 20 millones de clientes, siendo la principal distribuidora de gas natural en Latinoamérica. Tras realizada la OPA, el control de la sociedad que continuará con el negocio de GLP, denominada **Gasco S.A.**, será el grupo Pérez Cruz, cuyo nivel de solvencia es desconocido. Cabe señalar que el grupo Pérez Cruz cuenta con un amplio conocimiento, presencia y experiencia en el sector energético.

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 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–, 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.

Riesgo regulatorio: Posibles cambios regulatorios como, por ejemplo, el anuncio de la Agenda Energética impulsada recientemente por el Gobierno, podrían significar cambios en el marco normativo para la fijación tarifaria y una mayor intervención estatal en el mercado del gas natural. Lo anterior podría afectar los flujos futuros y rentabilidad.

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.

Concentración de las ventas de GLP en la Región Metropolitana: Cerca del 64% de las toneladas de GLP vendidas por **Gasco** en el año, se concentran en la Región Metropolitana, evidenciando ciertas regiones del país donde no existe presencia por parte de la entidad continuadora.

Es importante precisar que el área de crecimiento susceptible para el mercado de gas natural es la Región Metropolitana, así **Gasco** enfrenta un mayor grado de competencia en esta región por la fuerte presencia del gas natural y sus posibilidades de expansión.

Nuevos negocios en Colombia: Si bien el monto proyectado de la inversión para ingresar al mercado de GLP en Colombia en 2010, y que actualmente se encuentra en proceso de consolidación, no deja de ser cierto que está ingresando a un mercado nuevo, de reciente regulación, con una alta informalidad 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.

En 1977 CGE entró a la propiedad de la compañía. 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 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 el emisor 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.

En 2014 la compañía atravesó por un cambio en su controlador. En octubre de 2014 la empresa española Gas Natural Fenosa adquirió el 97,37% de la Compañía General de Electricidad (CGE).

A fines de 2015, Gas Natural Fenosa Chile, accionista controlador de CGE, y la familia Pérez Cruz, ambos grupos son los principales accionistas de **Gasco S.A.**, acordaron la división de esta última en dos sociedades, una dedicada al negocio de gas natural y otra al del gas licuado de petróleo (GLP), que mantendrá la denominación de **Gasco S.A.** Dado que en la junta de tenedores de bonos llevada a cabo a inicios de 2016, los tenedores de los bonos decidieron renunciar a la cláusula de solidaridad en caso de división del emisor; la única responsable del pago de los bonos es la compañía dedicada al GLP: **Gasco S.A.**

Propiedad y administración

A continuación se describen los principales accionistas a marzo de 2016 (que como ya se mencionó, se modificará en un futuro inmediato):

Nombre	Número de acciones pagadas	% de propiedad
CGE	95.128.954	56,62%
Inmobiliaria Liguai S.A.	17.083.490	10,17%
Inversiones El Maqui Limitada	8.585.800	5,11%
Inmobiliaria Lomas De Quelén S.A.	6.472.875	3,85%
Asociación De Canalistas Soc. Del Canal De Maipo	4.182.538	2,49%
Larraín Vial S.A. Corredora De Bolsa	3.656.659	2,18%
Inversiones Quitrusco S.A.	2.907.909	1,73%
Banco Santander Por Cuenta De Inv Extranjeros	2.821.702	1,68%
Banchile C. De B. S.A.	2.353.902	1,40%
Bci C. De B. S.A.	1.590.033	0,95%
Inversiones Apalta S.A.	1.400.133	0,83%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversión	828.033	0,49%
Otros	21.001.718	12,50%

Cabe señalar que una vez que la nueva sociedad dedicada al negocio de gas natural se inscriba en el registro de valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, Gas Natural Fenosa y la familia Pérez Cruz lanzarán ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA). De este modo, el control de Gasco S.A. quedará en manos de la familia Pérez Cruz.

El directorio está compuesto por ocho integrantes, el cual se compone, a la fecha de la clasificación, por:

Nombre	Cargo
Carlos Javier Álvarez Fernández	Presidente
Manuel García Cobaleda	Vicepresidente
Sergio De La Cuadra Fabres	Director
Andres Perez Cruz	Director
Matías Pérez Cruz	Director
Francisco De Paula Lluch Rovira	Director
Juan Pujol Nogué	Director
Gerardo Montells Trueba	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Ricardo Cruzat Ochagavia	Gerente General
Mauricio Eugenio Balbontín O'Ryan	Gerente Finanzas Corporativas
Carmen Figueroa Deisler	Fiscal

Filiales y asociadas⁵

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

⁵ (*) Subsidiarias y filiales que para el año 2015, dada la división de las sociedades, pertenecerá al negocio escindido (gas natural). Por ello, en los EE.FF. de diciembre de 2015 se presentan como activos mantenidos para distribuir a los propietarios.

Subsidiarias al 31 de diciembre de 2015:

Empresa	País	Sector	Participación
Metrogas S.A.*	Chile	Gas natural	51,84%
Gasmar S.A.	Chile	Gas licuado	63,75%
Gas Sur S.A.*	Chile	Gas natural	100,00%
Gasco GLP S.A.	Chile	Gas licuado	100,00%
Gasco Internacional S.A.*	Chile	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	70,03%
Gasoducto del Pacífico S.A.*	Chile	Gas Natural	60,00%
Gasoducto del Pacífico (Cayman) LTD.*	Islas Cayman	Negocios internacionales	56,70%

Subsidiarias con consolidación indirecta al 31 de diciembre de 2015:

Empresa	País	Sector	Participación
Centrogas S.A.*	Chile	Gas natural	51,80%
Empresa Chilena de Gas Natural S.A.*	Chile	Gas natural	51,80%
Financiamiento Doméstico S.A.*	Chile	Gas natural	51,78%
Unigas Colombia S.A. E.S.P.	Colombia	Gas licuado	49,00%
JGB Inversiones S.A.S. E.S.P.	Colombia	Gas licuado	70,00%
Gasco Argentina S.A. *	Argentina	Negocios internacionales	100,00%
Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A. *	Argentina	Negocios internacionales	59,70%
Innergy Holdings S.A. *	Chile	Gas natural	60,00%

Sociedades con Control Conjunto al 31 de diciembre de 2015:

Empresa	País	Sector	Participación
Gascart S.A.*	Argentina	Negocios internacionales	50,00%
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%
Hualpén Gas S.A.	Chile	Gas licuado	50,00%
Gasoducto Gasandes (Argentina) S.A.*	Argentina	Gas Natural	47,00%
Gasoducto Gasandes S.A.*	Chile	Gas Natural	47,00%
Andes Operaciones y Servicios S.A.*	Chile	Gas Natural	50,00%
Gasmarket S.A.*	Argentina	Negocios internacionales	50,00%

Asociadas al 31 de diciembre de 2015:

Empresa	País	Sector	Participación
Campanario Generación S.A.	Chile	Generación eléctrica	20,00%
Montagas S.A. E.S.P.	Colombia	Negocios internacionales	33,33%
Energas S.A. E.S.P.	Colombia	Negocios internacionales	28,22%
Gas Natural Producción S.A.*	Chile	Otros negocios	36,15%

Descripción del negocio

Gasco y sus subsidiarias participan, principalmente, en los negocios de distribución y comercialización de gas licuado y gas natural (siendo hoy una operación discontinuada) en los mercados de Chile, Argentina y Colombia.

En el mercado del gas licuado está presente a través de sus subsidiarias Gasmar S.A. (que atiende a distribuidores), Gasco GLP S.A. (en el mercado residencial e industrial), además de su unidad de negocio Gasco Magallanes e Inversiones GLP S.A.S. E.S.P., en Colombia.

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

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 Tarapacá y la de Aysén, en Chile. La empresa opera con tres divisiones comerciales: Norte, Sur y Metropolitana.

Para la distribución de gas envasado, cuenta básicamente con tres canales: venta directa, distribuidores exclusivos y 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 alcanzaron aproximadamente las 305.704 toneladas durante 2015, manteniendo en niveles similares respecto al año anterior. Su participación en el mercado nacional alcanza al 26,1%.

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). Actualmente, se encuentra en construcción una nueva planta de envasado en la Región del Biobío.

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 m³ (equivalentes a 50 mil toneladas de gas). Durante 2014 se puso en operación el quinto estanque de almacenamiento refrigerado de 60.000 m³, con el cual se aumentó la capacidad de almacenamiento a 145.000 m³. Las ventas de gas licuado de Gasmar aumentaron un 3,6% respecto de 2013, producto de la mayor demanda de parte de los distribuidores mayoristas.

Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.: es la subsidiaria de **Gasco** que, desde 2010, distribuye y comercializa GLP en el mercado colombiano, a través de las marcas comerciales Vidagas, Unigas y Montagas. Las ventas físicas del grupo en 2015 fueron de 149.529 toneladas de GLP, con una participación de mercado de 20,8%.

La venta de GLP está dividida en los canales de envasado y granel. La comercialización de envasado, con cilindros de 4,5; 9; 15; 18; 33 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 26 de los 32 departamentos de Colombia.

Gasco Magallanes: Tras la división de las sociedades, la unidad de negocios Gasco Magallanes, dedicada a la distribución de gas natural en la Región de Magallanes, seguirá siendo parte de la continuadora **Gasco S.A.** Abastece a Punta Arenas (82% de la venta física), Puerto Natales (13%) y Porvenir (5%). Tiene 53.952 clientes, con ventas físicas de 392 millones de m³ de gas natural durante 2015, cifra superior en 1,7% respecto de 2014.

Gas Natural (activos presentados en operaciones discontinuas)

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 2015 contaba con 614 mil clientes abastecidos directamente e indirectamente (estos últimos corresponden a los clientes térmicos).

Gas Sur S.A.: Distribuye gas natural a los mercados residencial y comercial de la Región del Biobío, abasteciéndose de gas principalmente de ENAP. Al 31 de diciembre de 2015, contaba con un total de 33.774 clientes, con un volumen de ventas físicas de 26,5 millones de m³.

Innergy 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, Lirquén, Laja, Nacimiento, Coronel, Arauco, Nueva Aldea, Pemuco y Charrúa. Durante 2014 las ventas físicas anuales alcanzaron 32,4 millones de m³.

Gasnor S.A.: Presta el servicio de distribución de gas natural por redes en Argentina en las provincias de Salta, Jujuy, Santiago del Estero y Tucumán. 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 indirecta en la propiedad de esta sociedad. Al 31 de diciembre de 2015 Gasnor contaba con 508.400 clientes, vendiendo 2.113 millones de m³.

Gasmarket S.A.: Comercializa gas natural, productos y servicios energéticos en el mercado argentino. La empresa abastece al 54% del mercado industrial del noroeste de Argentina, y el 3% de la demanda industrial de ese país. Sus ingresos provienen del abastecimiento del sector industrial y la venta de *kits* de conversión a gas natural comprimido. Adicionalmente comercializa materiales para obras de gas y agua, equipos generadores, equipos de aire acondicionado y climatizadores de piscina.

Gasoducto del Pacífico S.A.: Transporta gas natural desde la provincia de Neuquén en Argentina hasta la Región de Biobío, en 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 2015, se transportó hacia Chile 1,4 millones de m³ de gas natural. Por otro lado, desde la Planta Satélite de Regasificación de Enap, ubicada en Pemuco, se transportaron 195 millones de m³ de gas natural hacia la refinería.

En cuanto a la distribución de los ingresos por segmento, a continuación se presenta la situación de la compañía al 31 de diciembre de 2015. Cabe señalar, que los ingresos y EBITDA del segmento de gas natural no se presentan para el periodo 2014 y 2015, dado que es un segmento discontinuado, salvo para la unidad de negocios Gasco Magallanes que consolida en Gasco S.A.:

Ilustración 1
Evolución de los ingresos por segmento de negocio
(M\$. 2011-2015)

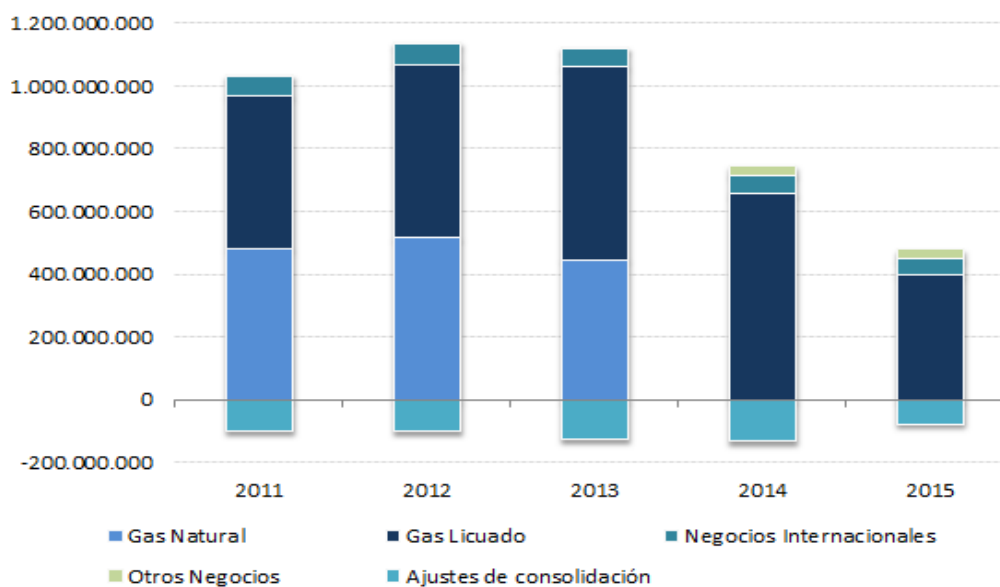
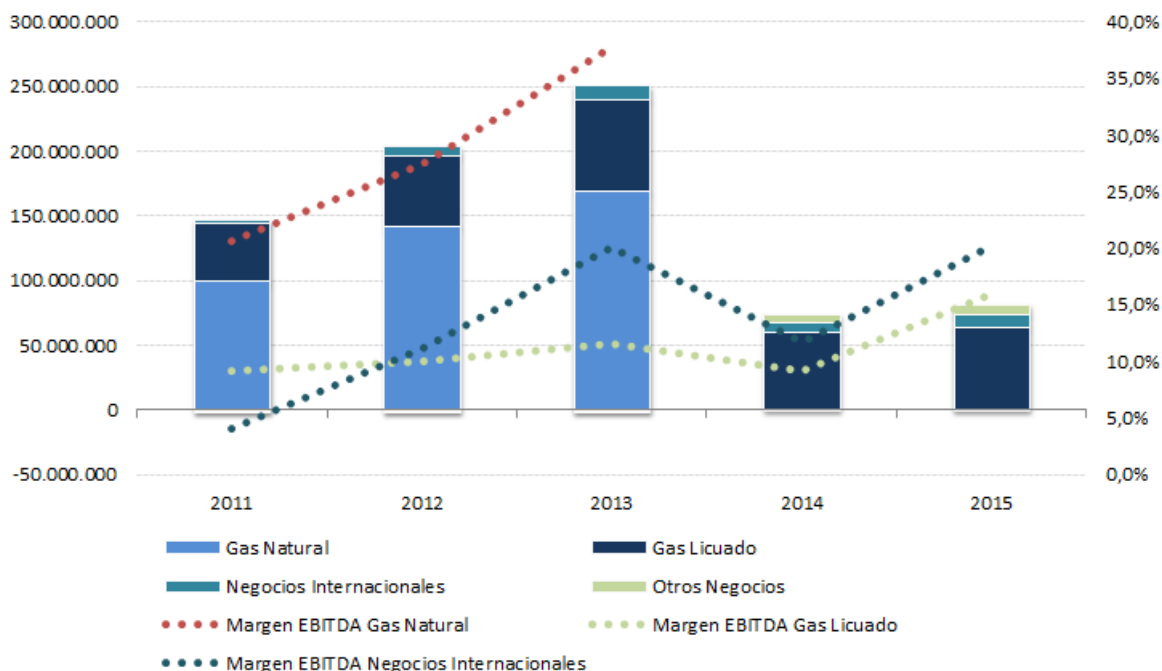


Ilustración 2
Evolución del EBITDA por segmento de negocio
(M\$. 2011-2015)



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 (filial escindida).

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 esta actividad, 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* o *CIFARA*, 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 (segmento presentado como discontinuado en los EE.FF. a diciembre de 2015), 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 permitió 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 (ambas filiales pertenecen al grupo de activos asignados a la sociedad dedicada al negocio de gas natural) disponen de sistemas de respaldo de gas natural sintético, el cual puede ser inyectado a las redes de distribución en reemplazo del gas natural de ser necesario, para atender clientes residenciales y comerciales.

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

Análisis financiero⁶

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Gasco** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2008 y diciembre de 2015. Cabe señalar que los estados financieros de diciembre de 2015 exhiben el negocio de GLP como operaciones continuas (que incluyen Gasco

⁶ Las cifras, tanto históricas como las correspondientes a diciembre de 2015, presentadas en esta sección del informe están en pesos de diciembre de 2015.

Magallanes y la totalidad de los bonos emitidos por Gasco S.A.), mientras que el negocio de gas natural, escindido, se presenta como operaciones discontinuas.

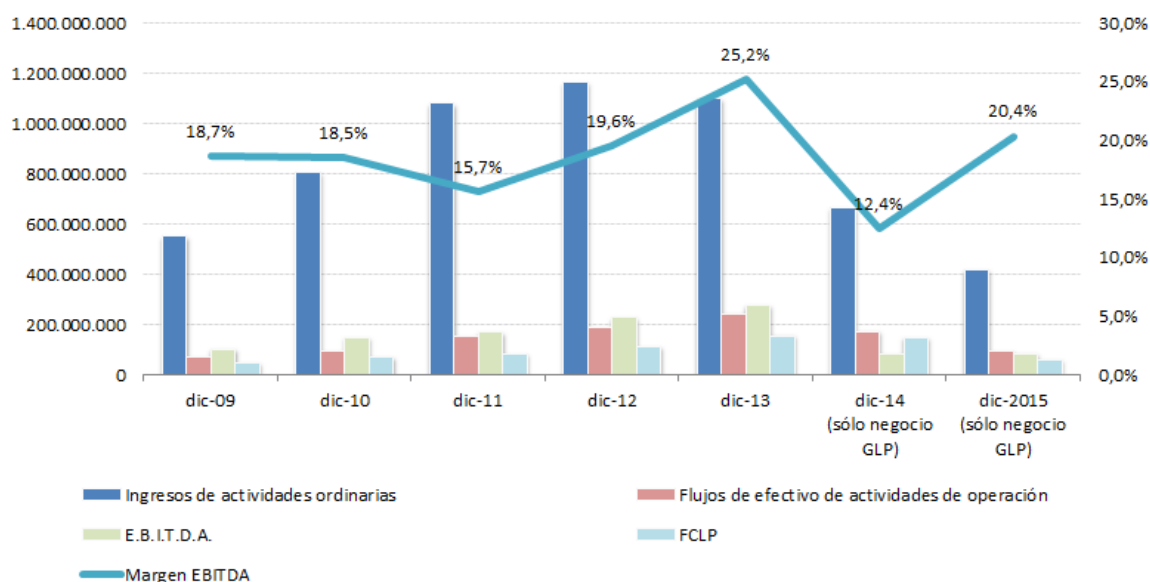
Evolución de los ingresos y EBITDA

Desde 2008 a 2014, período en que **Gasco** consolidaba los negocios de gas licuado y gas natural, los ingresos de la compañía crecieron, en términos reales, a una tasa compuesta anual de 10,4%, mientras que el EBITDA lo hizo a un ritmo de 27,2%. Lo anterior es consecuencia del explosivo crecimiento experimentado a partir de 2010 que provocó el inicio de las operaciones del terminal de regasificación de Quintero y del mejoramiento de los resultados por el menor costo de gas.

Por su parte, entre 2014 y 2015, sólo considerando el negocio de GLP (que incluye Gasco Magallanes), los ingresos disminuyeron un 34,4%, mientras que el costo de venta se redujo en un 42,1%. Con esto, el EBITDA de la compañía continuadora, se incrementó en un 10,4%. De esta forma, el margen EBITDA pasó de 12,4%, en 2014, a 20,3%, en 2015.

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.

Ilustración 3
Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de efectivo de la operación
(M\$. 2008-2014)

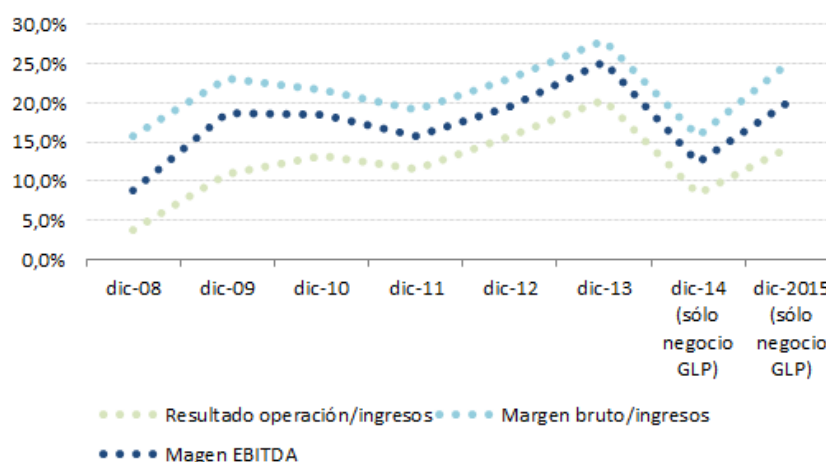


Sumado al Margen EBITDA, en la Ilustración 4 se muestra la evolución de los márgenes bruto, operacional y de EBITDA de **Gasco** (tanto previo a la división, como los valores proforma después de

la división), como porcentaje de los ingresos. Se aprecia que los diversos indicadores de eficiencia considerados muestran una fuerte recuperación desde 2011 hasta 2013, debido a los mejores resultados del segmento de gas natural.

A diciembre de 2015 se visualiza una mejora en márgenes de todos los indicadores, respecto de los valores proforma de 2014 para el negocio de gas licuado, dado por los menores precios de los *commodities*.

Ilustración 4
Evolución del margen bruto, operacional y EBITDA
(%. 2008-2015)



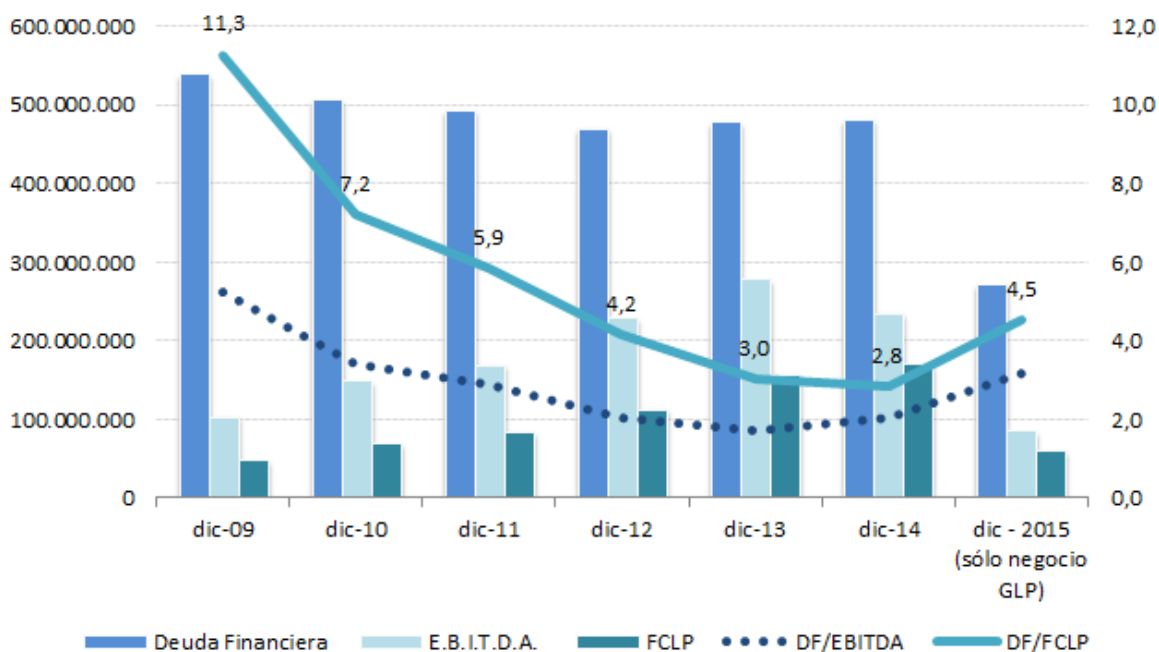
Evolución del endeudamiento y la liquidez

Tras la división de los negocios de la compañía, los niveles de endeudamiento relativo para **Gasco** (que concentrará los negocios de GLP, Gasco Magallanes y los bonos emitidos por **Gasco S.A.** en su momento).

De esta manera, **Gasco** exhibe, a diciembre de 2015, niveles de endeudamiento relativo al EBITDA iguales a 3,2 veces, mientras que relativo al Flujo de Caja de Largo Plazo⁷ (FCLP) este valor alcanza las 4,5 veces. Ambas cifras son superiores a los niveles de endeudamiento relativo que mostraba la compañía cuando consolidaba ambos negocios. Bajo esa antigua estructura, la relación deuda financiera EBITDA era de 2,1 veces, mientras que el indicador relativo al FCLP era de 2,8 veces.

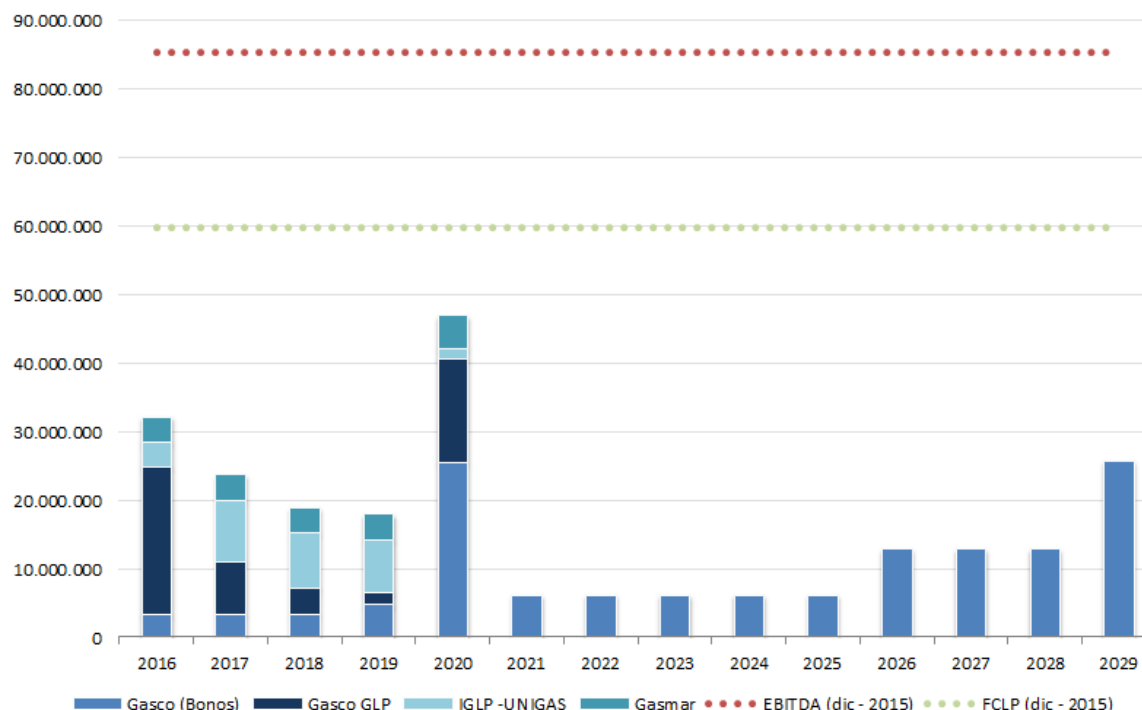
⁷El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a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

Ilustración 5
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(M\$. 2008-2015)



Cabe señalar que el endeudamiento financiero está estructurado en largo, de modo que el máximo pago anual se registra en 2020, igual a \$46.962 millones, cifra inferior al EBITDA registrado durante 2015, igual a \$85.313 millones, e incluso es inferior al FCLP, igual a \$59.870 millones.

Ilustración 6
Evolución del perfil de vencimientos de Gasco
(M\$. 2016-2029)

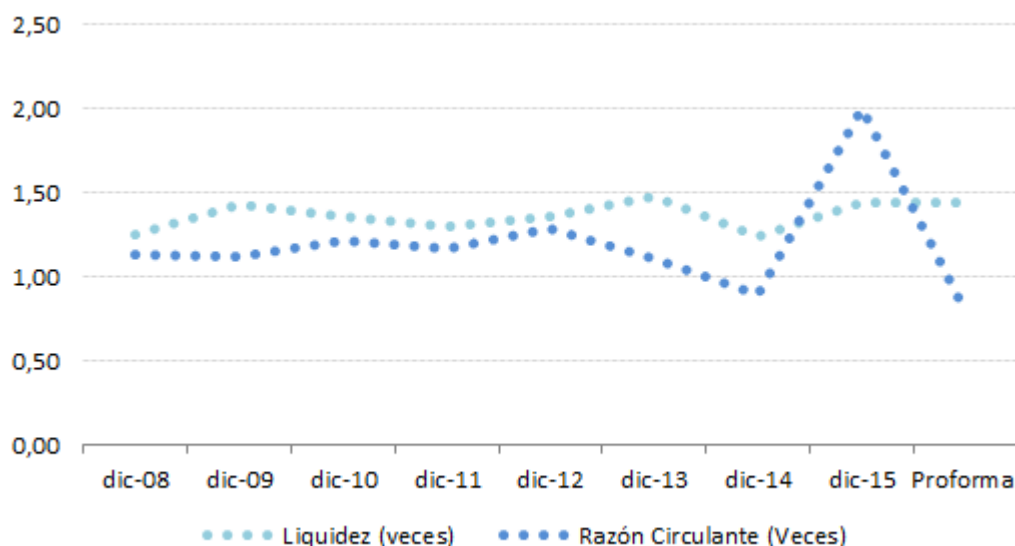


La liquidez de la empresa⁸ cerró en 1,45 veces en diciembre de 2015. En el período analizado se ha mostrado bastante estable en el tiempo. En 2008 este índice era de 1,23 veces, mientras que en 2012 y 2013 llegó a ratios de 1,36 y 1,48 veces, respectivamente. Estas cifras evidencian la reducción de costos de venta que experimentó en el pasado, principalmente, el segmento de gas natural (segmento discontinuado en los estados financieros de 2015).

En la misma línea, a diciembre de 2015, la razón circulante era de 2 veces, lo anterior incluyendo los activos disponibles para distribuir a los propietarios, sin embargo considerando sólo los activos corrientes vinculados a **Gasco** como continuadora, esta razón cae a 0,79 veces.

⁸Liquidez: Ingresos/ (Costo de venta-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.

Ilustración 7
Evolución de la razón circulante y liquidez
 (Veces. 2008-2015)



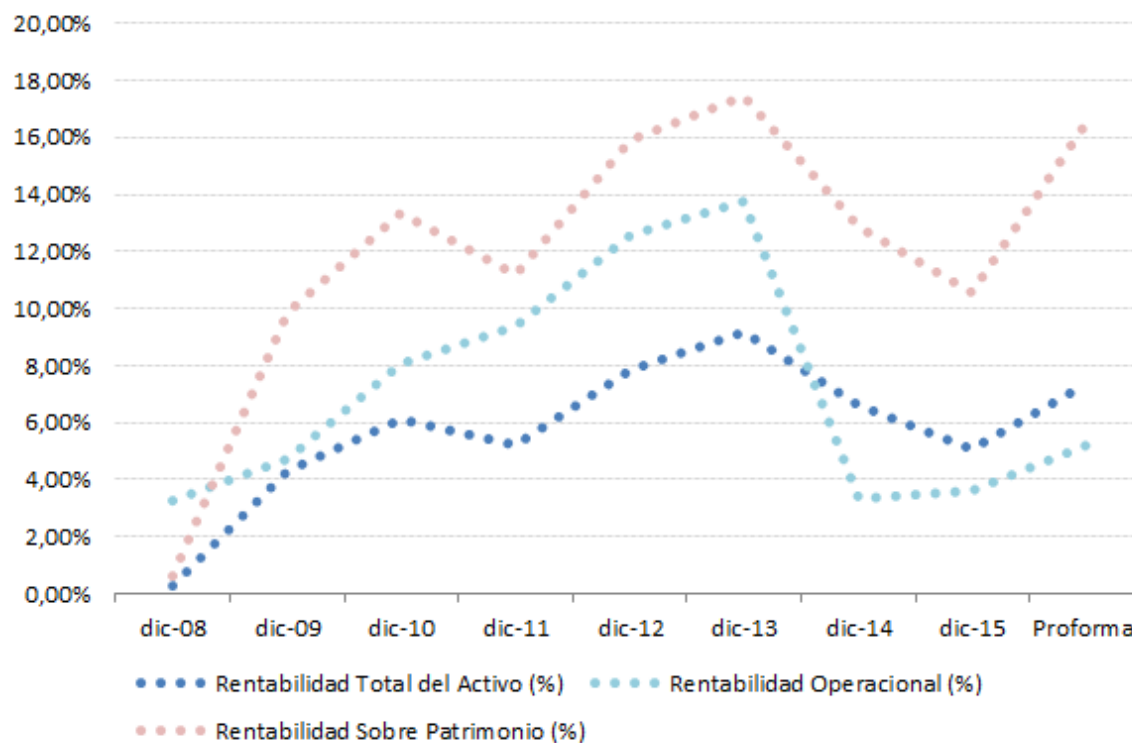
Evolución de la rentabilidad⁹

Con posterioridad a la crisis de suministro de gas argentino, la rentabilidad de la compañía ha presentado una recuperación, la cual se intensificó en 2013 por los menores costos de aprovisionamiento de gas. Para 2014, se evidencia una menor rentabilidad producto de mayores costos en el precio internacional del gas natural y licuado, junto con el incremento de los costos de transporte y regasificación del gas natural, los que están indexados al dólar. Además, la utilidad de la compañía se vio afectada por el incremento de la unidad de fomento y un mayor gasto por impuesto a las ganancias.

Si se considera únicamente la estructura de patrimonial de la compañía, sin considerar los activos presentados en operaciones discontinuas (segmento de gas natural), la rentabilidad sobre activos se incrementa a 7,4%, mientras que la rentabilidad operacional es de 5,2% y la rentabilidad sobre patrimonio llega a 16,6%.

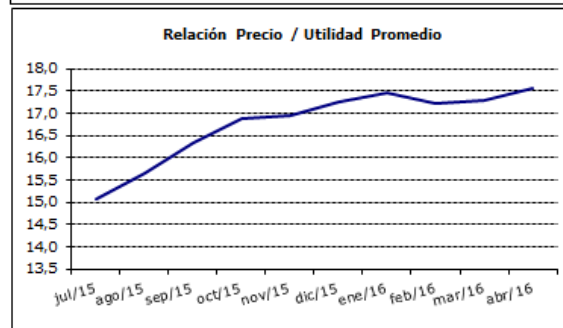
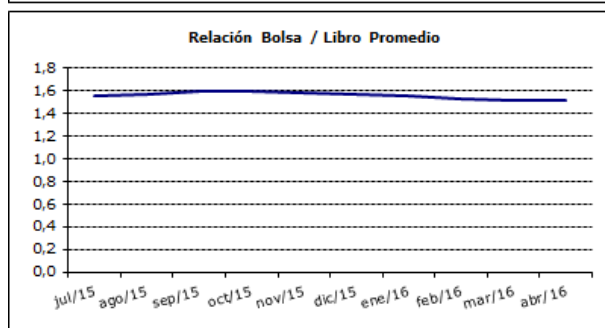
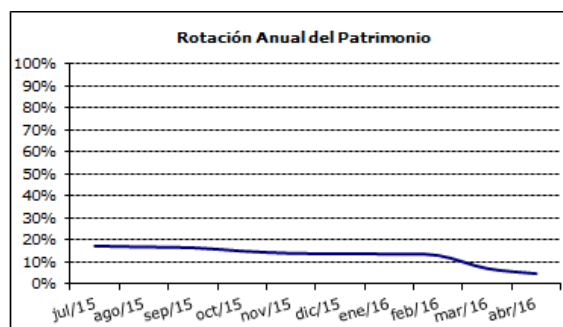
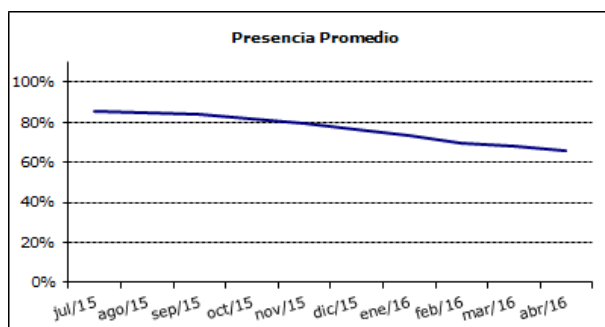
⁹ Rentabilidad operacional= Resultado Operacional/Activos Corrientes Promedio +Propiedades Planta y Equipo Promedio; rentabilidad del patrimonio= Ganancia (Pérdida)/Patrimonio Total Promedio; Rentabilidad total del activo= Ganancia (pérdida)/Activos Totales Promedio.

Ilustración 8
Evolución de las rentabilidades
(%. 2008-2014)



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: 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: 098, 11/11/2013
- 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 31 de diciembre de 2015 el indicador llegaba a 1,06 veces.
- Mora en el pago de obligaciones en dinero a terceros: superior a 1,2% de los activos totales. Al 31 de diciembre de 2015 es igual a 0.
- Aceleración en el pago de un crédito por cualquier otro acreedor del emisor mayor o igual a 1,2% de los activos totales del emisor. Al 31 de diciembre de 2015 es igual 0.
- Activos libres de prenda/ Pasivos exigibles no garantizados mayor o igual a 1,2 veces. Al 31 de diciembre de 2015 es de 1,93 veces.
- Activos libres de prenda/Pasivos exigibles mayor o igual a 0,5 veces. Al 31 de diciembre de 2014 es de 1,93 veces.

Cabe señalar, que tras la división de los negocios la compañía debió proponer nuevos resguardos financieros:

- Mantener un patrimonio total no inferior a \$170.000 millones, a ser medido y calculado trimestralmente sobre los últimos Estados Financieros.
- Mantener una razón entre Deuda Financiera Neta y EBITDA no superior a 3,5 veces, para el último trimestre de 2016, para todos los trimestres de 2017 y para el primer y segundo trimestre de 2018. Luego, esta medición disminuye a 3,25 veces en el cuarto trimestre de 2018, para todos los trimestres de 2018, de 2019 y los tres primeros trimestres de 2020. Finalmente, el ratio disminuye a 3,0 veces a partir del cuarto trimestre de 2020 en adelante.

- Se procedió a reemplazar el *covenant* límite de endeudamiento consolidado (Deuda total / Patrimonio) a mantener una razón entre deuda financiera neta y total patrimonio no superior a 1,30 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".