



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a

Carlos García B.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

carlos.garcia@humphreys.cl

**Gasco S.A.**

Septiembre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo                               |                                  |
|---|----------------------------------|
| Tipo de instrumento                               | Categoría                        |
| Bonos<br>Línea de Efecto de Comercio<br>Tendencia | AA-<br>N-1+/AA-<br>Favorable     |
| Acciones<br>Tendencia                             | Primera Clase Nivel 2<br>Estable |
| EEFF base   | junio 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<br>Serie G | Nº 428 de 02.08.2005<br>Primera emisión             |
| Línea de Bonos a 25 años<br>Serie H | Nº 429 de 02.08.2005<br>Primera emisión             |
| Línea de Efectos de Comercio        | Nº 006 de 07.02.2003                                |

| Estado de resultados consolidado IFRS                |              |              |              |              |              |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| M\$ de junio de 2012                                 | 2009         | 2010         | 2011         | Ene-Jun 2011 | Ene-Jun 2012 |
| Total ingresos                                       | 488.834.115  | 713.822.159  | 958.376.926  | 466.474.738  | 486.867.033  |
| Costo de ventas                                      | -375.359.858 | -559.597.318 | -774.233.432 | -377.695.400 | -401.668.758 |
| Gtos. de administración y mercadotecnia <sup>1</sup> | -60.145.902  | -61.320.586  | -74.111.589  | -32.289.079  | -36.730.463  |
| Resultado operacional                                | 53.399.162   | 94.090.237   | 111.087.088  | 57.116.085   | 48.874.182   |
| Gastos financieros                                   | -28.937.764  | -25.854.237  | -27.102.200  | -12.666.059  | -13.987.293  |
| Resultado del ejercicio                              | 54.188.857   | 76.444.603   | 65.253.493   | 31.148.776   | 43.054.707   |
| EBITDA   | 91.418.706   | 131.897.319  | 150.151.182  | 76.278.096   | 68.600.025   |

<sup>1</sup> Gastos de Administración y mercadotecnia = Costos de distribución + Gastos de administración + Otros gastos, por función.

| Balance general consolidado IFRS |               |               |               |               |               |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| M\$ de junio 2012                | Dic-2009      | Dic-2010      | Dic-2011      | Jun-2011      | Jun-2012      |
| Activos corrientes               | 115.773.566   | 193.592.781   | 171.956.741   | 214.237.707   | 196.735.539   |
| Activos no corrientes            | 1.133.098.798 | 1.058.982.074 | 1.067.468.076 | 1.075.448.555 | 1.070.042.710 |
| Total activos                    | 1.248.872.364 | 1.252.574.855 | 1.239.424.818 | 1.294.162.236 | 1.266.778.249 |
| Pasivos corrientes               | 103.255.686   | 159.239.155   | 132.232.535   | 209.831.135   | 173.551.605   |
| Pasivos no corrientes            | 584.253.935   | 508.820.442   | 528.737.357   | 502.812.892   | 496.680.690   |
| Pasivos totales                  | 687.509.621   | 668.059.597   | 660.969.892   | 712.644.027   | 670.232.295   |
| Patrimonio                       | 561.362.743   | 584.515.258   | 578.454.925   | 581.549.147   | 596.545.954   |
| Patrimonio y pasivos, total      | 1.248.872.364 | 1.252.574.855 | 1.239.424.818 | 1.294.193.174 | 1.266.778.249 |
| Deuda financiera                 | 477.312.772   | 448.526.191   | 421.545.849   | 476.974.903   | 437.480.621   |

## 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 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 perspectiva de la clasificación se mantiene en "*Favorable*" a la espera de los resultados terminados a septiembre en donde, al incorporarse el nivel de actividad de invierno, podrá verificarse con mayor certeza la rentabilidad del emisor con su actual capacidad productiva y, por ende, su capacidad de generación de flujos.

La compañía presentó en 2011 ingresos ordinarios por \$ 958.377 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 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. 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.

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 reestructuración 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 2012 es de 47%.

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.

Dado el bajo nivel de riesgo asignado, en el futuro la clasificación de los bonos podría verse favorecida en la medida que no se produzcan cambios importantes en los niveles de deuda y de inversión que hasta la fecha es posible prever.

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 los nuevos emprendimientos de GLP en Colombia. También se espera que el endeudamiento relativo de la compañía disminuya en relación a los niveles actuales.

## Hechos recientes

Durante 2011 la compañía obtuvo ingresos consolidados por \$ 958.377 millones, lo que representa un aumento del 34,3% respecto de 2010, debido principalmente al crecimiento de 36% registrado en las

ventas de la División Gas Natural, que a partir del 1 de enero de 2011 comenzó a operar a plena capacidad operativa, producto de la normalización del suministro. Las ventas físicas de este combustible llegaron a 1.069 millones de metros cúbicos en 2011, un 3,2% más que en 2010. Si se excluyen las ventas a empresas eléctricas, cuya demanda depende de las condiciones hidrológicas, el crecimiento en las ventas físicas alcanza a un 5,8%.

En el área de gas licuado de petróleo (GLP), los ingresos subieron un 17,5% en 2011 hasta \$ 487.010 millones. Por su parte, las ventas físicas de este combustible llegaron a 429 mil toneladas, un 11,3% más que en 2010, producto de esfuerzos comerciales y el inicio de nuevas operaciones en el norte a partir de la nueva planta de envasado en Mejillones.

El resultado operacional de 2011 tuvo un incremento de 18,1%, llegando a \$ 111.087 millones, explicado fundamentalmente por el resultado del área gas natural anteriormente descrito.

En términos no operacionales, la empresa pasó desde una ganancia de \$ 9.709 millones a una pérdida de \$ 33.494 millones, que se explica principalmente por la disminución de la cuenta "Otras Ganancias", que pasa de \$ 24.893 millones en diciembre 2010, a \$468 millones en diciembre 2011. Cabe señalar que el valor de diciembre de 2010 incorpora la ganancia extraordinaria de aproximadamente \$ 25.000 millones originada en la venta de Cemento Polpaico.

El EBITDA de 2011, en tanto, alcanzó a \$ 150.151 millones, un incremento de 13,8% respecto de 2010, influido principalmente por el desempeño operacional de los negocios de la empresa.

### **Resultados al 30 de junio de 2012**

Durante el primer semestre de 2012 los ingresos totales de **Gasco** se incrementaron en un 4,4% interanual hasta \$ 486.867 millones, debido principalmente a un incremento de 8,1% en las ventas de GLP, y a un aumento de 3,6% de la división GLP, las que llegaron a \$ 238.626 y \$ 257.758 millones, respectivamente. Producto de la mayor actividad, los costos de venta también se incrementaron en un 6,3%, llegando a \$ 401.669 millones. Con ello, el margen bruto llegó a un 17,5%, disminuyendo respecto del 19% del primer semestre de 2011.

El total de gastos de administración y distribución creció un 13,8% en el primer semestre, principalmente por un aumento en los gastos de administración. Como consecuencia del mayor aumento de los costos y gastos por sobre los ingresos, el resultado operacional cayó en un 14,4% hasta \$ 48.847 millones. El EBITDA, en tanto, se contrajo en un 10,1% en los primeros seis meses de 2012, alcanzando \$ 68.600 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 debeiera 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.

El signo “-” corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### 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.

### Tendencia Favorable

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

## 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.

**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 participante, 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.

**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.

**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, al corresponder 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 junio de 2011 le permitía acceder a aproximadamente 549 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.

## 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.

En 1981 la empresa se adjudicó la distribución de gas natural y gas licuado en la Región de Magallanes, mientras que en 1986 ingresó a la propiedad de las empresas Cemento Polpaico S.A. y Electro Industrial Inversiones S.A.

Durante 1992 constituyó la filial Gasmar S.A. y la sociedad Gascart S.A., a través de la cual adquirió un 90% de las acciones de Gasnor S.A., que distribuye gas natural en la región noroeste de Argentina. Durante la misma década, se constituyó Metrogas S.A. (1995), sociedad a la que posteriormente transfiere sus activos productivos vinculados a la fabricación y distribución de gas de ciudad.

En 1999 se inauguró Gasoducto del Pacífico S.A., que transporta gas natural desde Neuquén (Argentina) hasta la VIII Región (Chile), donde es distribuido por Innergy Holdings S.A. y Gas Sur S.A., sociedades en las cuales Gasco posee participación accionaria.

En 2004 Gasco S.A. vendió el 24% de Gasmar S.A. a Abastible S.A., manteniendo el control de la firma con el 51% de participación. A partir de esta fecha Metrogas comenzó a enfrentar restricciones en el suministro de gas natural desde Argentina.

En 2006 se reorganizó el negocio de gas licuado de petróleo, reuniendo en una sola empresa denominada Gasco GLP S.A. a las ex filiales Gasco Norte S.A. y Gasco Sur S.A. y la ex unidad de negocios Gasco Santiago.

En 2009 se inició la operación del terminal GNL Quintero. Adicionalmente, se informaron los primeros estados financieros bajo el formato IFRS.

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 2012:

| 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 Quitrilco S.A.                        | 2.907.909      | 1,73%          |
| Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle            | 2.584.866      | 1,54%          |
| Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa              | 1.772.854      | 1,06%          |
| Rentas Kurewen S.A.                               | 1.510.121      | 0,90%          |
| Rentas e Inv San Antonio Ltda                     | 1.469.479      | 0,87%          |
| Banco Santander por cuenta de Inv Ext.            | 1.430.118      | 0,85%          |
| Inversiones Apalta S.A.                           | 1.400.133      | 0,83%          |

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 |
| Matías Pérez Cruz          | Director                      |
| Sergio de la Cuadra Fabres | Director                      |
| Rodrigo del Solar Concha   | Director                      |
| Eduardo Morandé Montt      | Director                      |
| Pablo Neuweiler Heinsen    | Director                      |

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

| Nombre                    | Cargo                                   |
|---------------------------|---|
| Gerardo Cood Schoepke     | Gerente General                         |
| 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 2012

| 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 Atlántico Colombia S.A.S.     | Colombia  | Negocios internacionales | 100,00%       |
| Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.             | Colombia  | Negocios internacionales | 70,00%        |

### Sociedades con Control Conjunto al 30 de junio 2012

| 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%        |
| Innergy Holdings S.A. <sup>2</sup>      | Chile     | Otros negocios           | 30,00%        |
| Innergy 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%        |

### Asociadas al 30 de junio 2012

| Empresa                    | País      | Sector               | Participación |
|----------------------------|-----------|----------------------|---------------|
| Campanario Generación S.A. | Chile     | Generación eléctrica | 20,00%        |
| Gasmarket S.A.             | Argentina | Gas natural          | 50,00%        |
| Vectores Energéticos S.A.  | Argentina |                      | 25,00%        |
| Almallano S.A. E.S.P.      | Colombia  | Otro                 | 40,00%        |

## 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>2</sup> La influencia significativa en Innergy Transportes S.A., está dada por la participación que Gasco S.A. tiene en la propiedad de Innergy Holdings S.A. (30%), la que a su vez es controladora de Innergy 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 297 mil toneladas durante 2011, mostrando una expansión de 1,4% con respecto al año anterior. Su participación en el mercado nacional alcanza al 28%, similar a la de 2010.

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).

Inversiones GLP S.A.S. E.S.P. es la filial que opera en el mercado colombiano de distribución de gas licuado de petróleo. Está presente desde 2010 a través de la adquisición del 70% de las compañías locales Plexa S.A. E.S.P., Vidagas de Occidente S.A. E.S.P. y Almacenadora de Gas de Occidente S.A. E.S.P. Durante 2011 adquirió el 70% de la empresa Unigas, así como los activos de las empresas Portagas y Durán.

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 22 de los 32 departamentos de Colombia y exhibe una participación de mercado a fines de 2011 que alcanza al 23% y, debido a las compras que se materializarían este año, podría ascender a 30%.

## 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 30 de junio de 2012 contaba con casi 550 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 2011, contaba con un total de 30.083 clientes, con un volumen de ventas físicas de 25 millones de m<sup>3</sup>.

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, Pitrén, Laja, Nacimiento, Coronel, Arauco, Nueva Aldea, Pemuco y Charrúa. Durante 2011 las ventas físicas anuales alcanzaron 91 millones de metros cúbicos, lo que implica una caída de aproximadamente 31% respecto al año anterior.

Gasco Magallanes (unidad de negocio) distribuye gas natural y gas licuado en la Región de Magallanes y Antártica Chilena, a través de una red aproximada de 1.310 Km. que abastece a Punta Arenas (85% de la venta física), Puerto Natales (11%) y Porvenir (4%). Tiene más de 50.000 clientes, con ventas físicas de 358 millones de m<sup>3</sup> de gas natural, reflejando una caída de 1,1% a raíz del aumento de las temperaturas registradas en la región.

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 Movigas 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. La alta calidad del servicio permitió un aumento del contrato, lo que significa que a partir de diciembre de 2011 se ha percibido un 40% adicional de subsidio.

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 2011, Gasnor contaba con 440.097 clientes, vendiendo 1.948 millones de m<sup>3</sup>

Gasmarket S.A. comercializa gas natural, productos y servicios energéticos en el mercado argentino. La empresa abastece al 59% 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 23% a Enarsa, 14% a Pluspetrol y 11% a YPF.

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 91 millones de m<sup>3</sup> de gas natural, cifra

inferior en un 31% al año anterior. **Gasco** tiene un 30% de participación en la propiedad de esta sociedad. Está compuesta por Gasoductos del Pacífico Cayman Ltd., Gasoducto del Pacífico S.A. y Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A.

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 2011 se continuó con la política de incrementar la red de estaciones a lo largo del país, llegando a 50 puntos de venta , los cuales vendieron el equivalente a 7.547 toneladas de gas licuado.

En cuanto a la distribución de los ingresos por negocio, a continuación se presenta la situación de la compañía al 30 de junio de 2011 bajo el formato IFRS:

| Línea de Negocio:                      | Gas Natural                           | Gas Licuado                           | Negocios internacionales              | Otros negocios                        | Ajustes de Consolidación              | Totales                               |
|--|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
|  | 01-01-2012 al<br>30-06-2012<br>(MM\$) | 01-01-2012 al<br>30-06-2012<br>(MM\$) | 01-01-2012 al<br>30-06-2012<br>(MM\$) | 01-01-2012 al<br>30-06-2012<br>(MM\$) | 01-01-2012 al<br>30-06-2012<br>(MM\$) | 01-01-2012 al<br>30-06-2012<br>(MM\$) |
| Ingresos Ordinarios                    | 257.759                               | 238.627                               | 35.614                                | 25                                    | -46.291                               | 485.735                               |
| Costo de Ventas                        | -211.096                              | -207.141                              | -29.564                               | -375                                  | 47.490                                | -400.686                              |
| Margen Bruto                           | 46.663                                | 31.485                                | 6.050                                 | -349                                  | 1.199                                 | 85.049                                |
| Gtos. de Administración y Distribución | -17.568                               | -12.487                               | -4.222                                | -2.574                                | 572                                   | -36.638                               |
| Resultado Operacional                  | 45.790                                | 18.700                                | 1.116                                 | -1.222                                | -2                                    | 64.385                                |
| EBITDA                                 | 41.295                                | 24.697                                | 3.179                                 | -684                                  | 0                                     | 68.488                                |
| Ganancia                               | 35.322                                | 13.450                                | -849                                  | 22.476                                | -27.368                               | 43.031                                |

## 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 (GNL) 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.

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 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 Financiero<sup>3</sup>

Como se mencionó anteriormente, la compañía comenzó a presentar sus EEFF bajo las normas IFRS, por lo tanto dentro del siguiente análisis se mostrara la evolución de las cifras con las normas contables chilenas hasta 2008, e IFRS a continuación.

### 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 68,4% anual durante los últimos tres años, alcanzando los US\$ 1.936 millones entre junio de 2011 y 2012. El resultado operacional en el mismo período ha aumentado un 95% promedio anual, debido al explosivo crecimiento a partir de 2010, producto del inicio de operaciones del terminal de regasificación de Quintero.

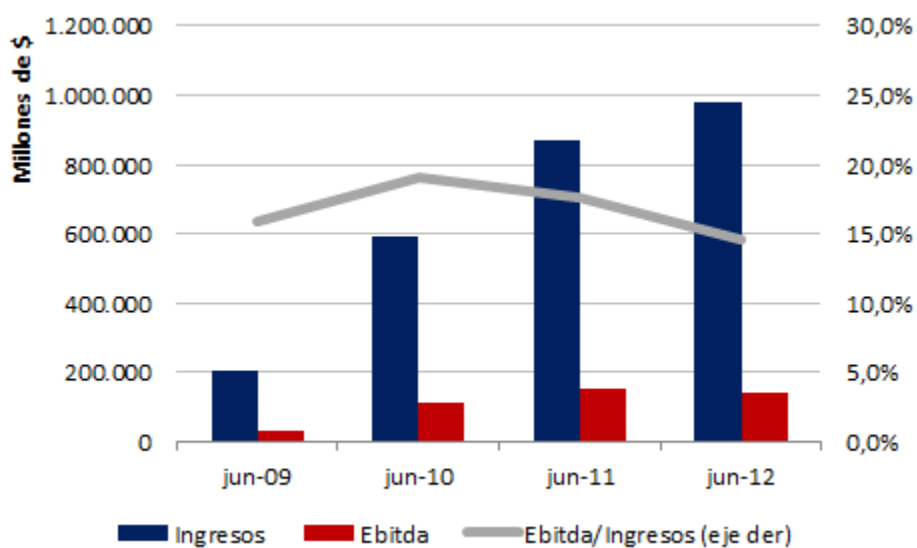
También debe considerarse que el GLP es un derivado del petróleo y por lo tanto su precio está muy asociado al de este combustible y sujeto a sus variaciones, así que buena parte de las oscilaciones en los ingresos de **Gasco** corresponden a este factor.

---

<sup>3</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 2012, y años móviles a junio de cada año.

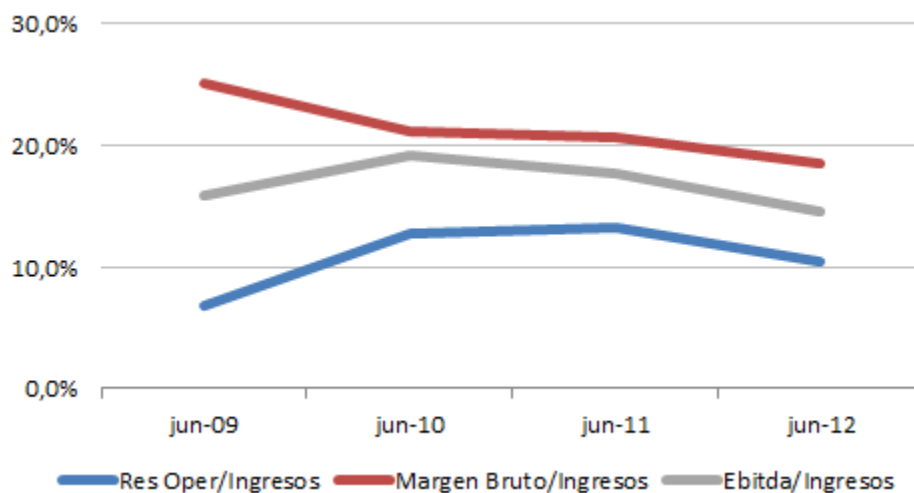


### Evolución Ingresos y EBITDA



A continuación se presentan la evolución de los márgenes de explotación, operacional y de EBITDA<sup>4</sup> de **Gasco**, como porcentaje de su ingreso:

### Indicadores de Eficiencia

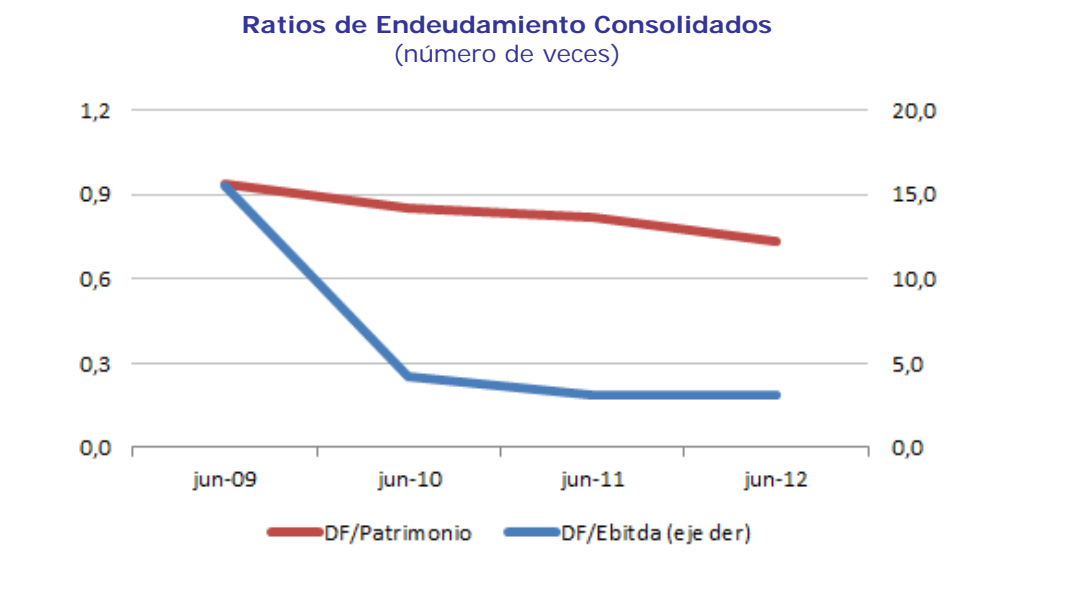


<sup>4</sup> Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos.

## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de la compañía, incluyendo a Metrogas, ha caído desde niveles levemente superiores a \$ 500.000 millones en junio 2009, hasta valores cercanos a los \$ 438.000 millones en junio 2012 parte, lo cual significa una caída real de 13%.

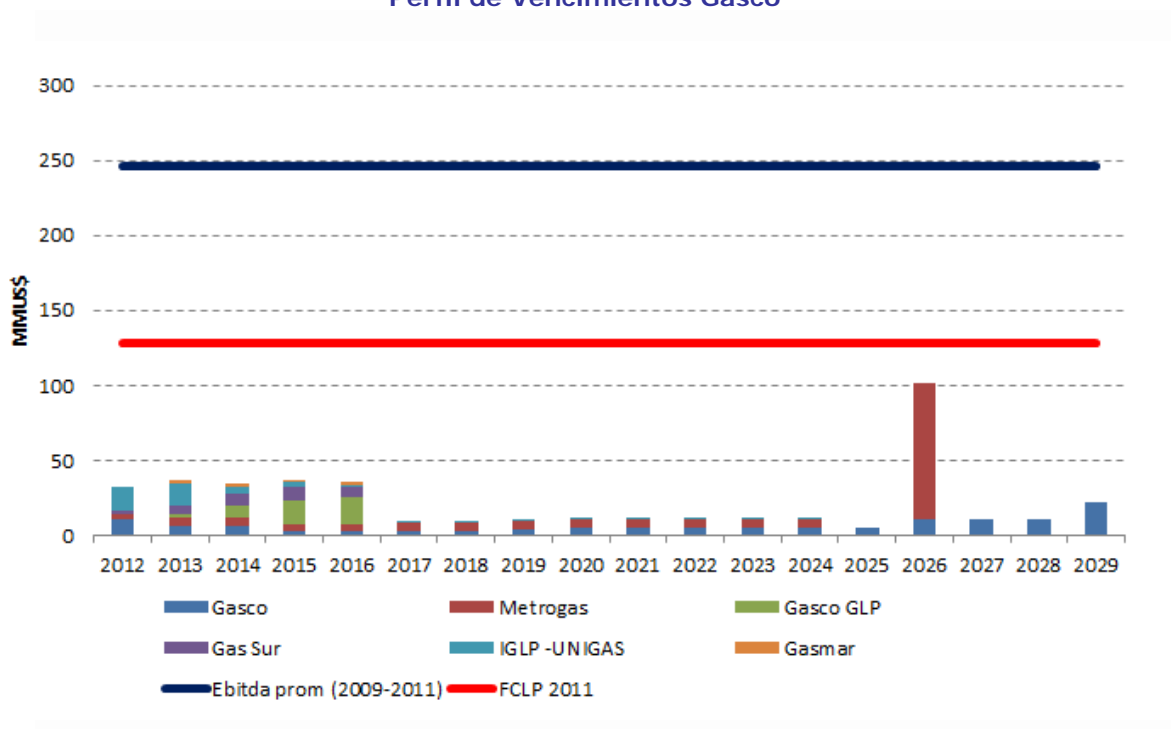
Lo mismo ha sucedido con los ratios de endeudamiento relativo. Así, la deuda financiera sobre patrimonio ha caído consistentemente en el periodo, situándose actualmente en 0,7 veces. En el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA, su alto valor en 2009 es consecuencia de la crisis 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 3,1 veces.



Cabe destacar que la deuda financiera está estructurada de manera que el pago máximo anual se produce en 2026, con cerca de US\$ 100 millones, muy inferior al EBITDA promedio de los últimos tres años de aproximadamente US\$ 246 millones e inferior incluso al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP),<sup>5</sup> indicador más restrictivo calculado por **Humphreys**.

<sup>5</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.

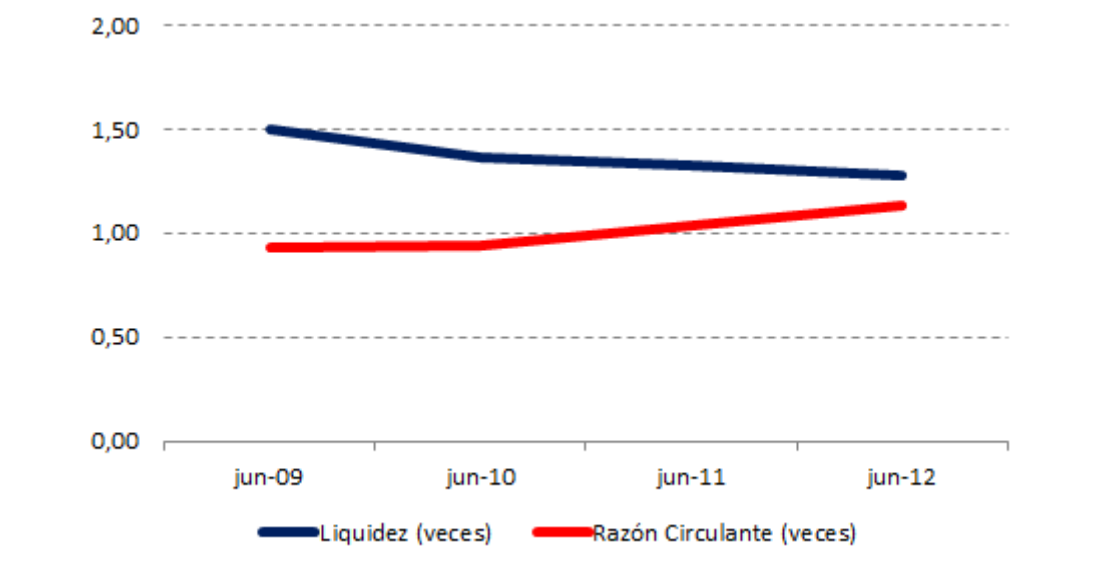
### Perfil de Vencimientos Gasco



En tanto, la liquidez de la empresa<sup>6</sup> ha registrado una continua caída entre los años 2009 y 2012, derivado del aumento de los costos de explotación, aunque manteniéndose por sobre niveles superiores a uno. En contraposición, la razón circulante ha presentado un sostenido incremento, situándose en un valor de 1,13 en junio de 2012.

<sup>6</sup> Ingresos/(Costo de explotación-depreciación); Razón Circulante = Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes.

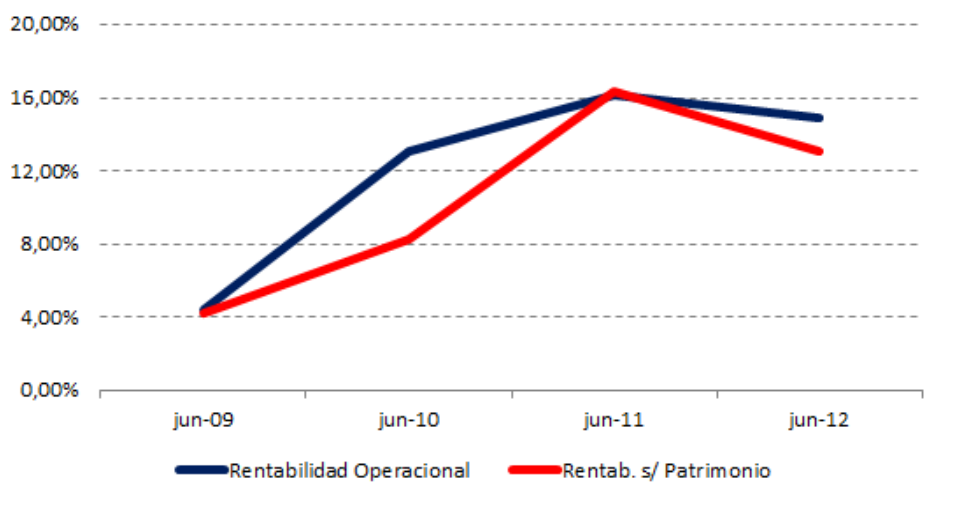
### Indicadores de Liquidez Gasco



### Evolución de la rentabilidad<sup>7</sup>

Como consecuencia de los mayores costos de explotación durante la crisis de suministro de gas argentino, la rentabilidad de la compañía se vio afectada. No obstante, luego del ingreso de la operación del terminal de GNL Quintero, los índices de rentabilidad han presentado una recuperación.

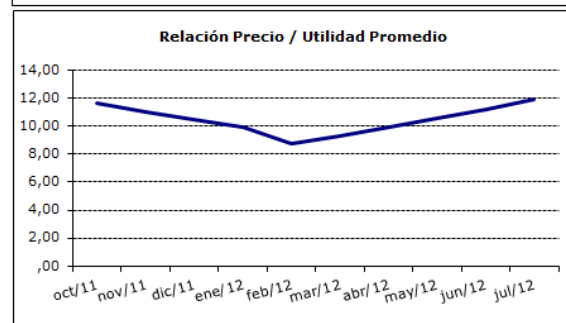
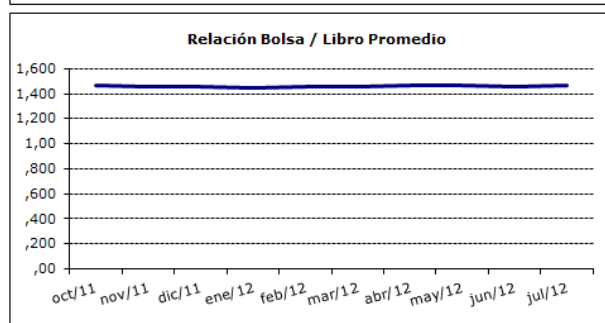
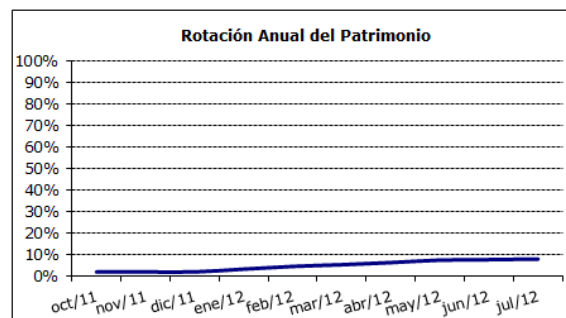
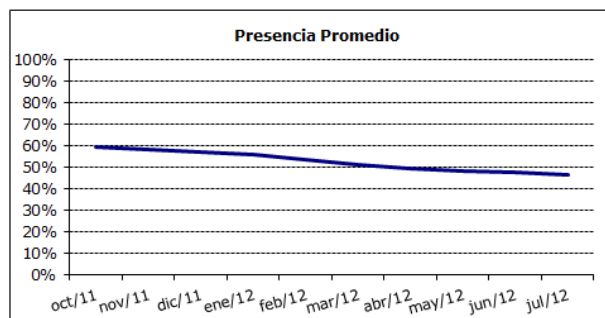
### Indicadores de Rentabilidad Gasco



<sup>7</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:



## Anexo: instrumentos inscritos

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

#### - Primera Emisión (Serie G)

- Fecha colocación: Septiembre 2005
- Monto colocado: UF 1.500.000
- Tasa de carátula: 2,50%
- Vencimiento: Septiembre 2012

#### - 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: 006, 07/02/2003
- Monto autorizado: UF 1.200.000

***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 2012 el indicador llegaba a 1,23 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".*