



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Empresas Gasco S.A.**

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Laura Ponce

Paula Acuña

Aldo Reyes

[laura.ponce@humphreys.cl](mailto:laura.ponce@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

**FECHA**

Mayo 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Acciones (GASCO) Tendencia	<b>AA- Primera Clase Nivel 3 Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2024 <sup>1</sup>

#### Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie D (BGASC-D)	N° 209 de 23.04.1999
Bono Serie F1 (BGASC-F1)	N° 238 de 27.11.2000
Bono Serie F2 (BGASC-F2)	N° 238 de 27.11.2000
Línea de bonos	N° 429 de 02.08.2005
Línea de bonos	N° 903 de 20.07.2018
Línea de bonos	N° 904 de 20.07.2018
Bono Serie J (BGASC-J)	Primera emisión

MM\$ de cada año	Estados de Resultados Consolidados IFRS					
	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos de activ. ordinarias	331.517	337.685	452.340	533.832	500.956	117.390
Costo de ventas	-240.664	-250.483	-363.706	-442.376	-392.369	-98.847
<b>Ganancia bruta</b>	<b>90.853</b>	<b>87.202</b>	<b>88.633</b>	<b>91.455</b>	<b>108.587</b>	<b>18.543</b>
Gastos de adm. y distr.	-44.717	-47.543	-51.904	-57.990	-63.008	-15.630
Resultado operacional	46.136	39.659	36.729	40.173	41.098	2.921
Costos financieros	-12.306	-11.416	-10.980	-14.858	-16.523	-4.081
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>32.486</b>	<b>39.159</b>	<b>117.726</b>	<b>13.083</b>	<b>17.822</b>	<b>-3.619</b>
EBITDA	68.771	64.625	62.043	62.364	76.313	10.852

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2024 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. 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.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	205.358	200.876	183.945	149.223	153.484	159.406
Activos no corrientes	554.230	508.295	624.776	677.122	725.056	749.989
<b>Total activos</b>	<b>759.588</b>	<b>709.171</b>	<b>808.721</b>	<b>826.345</b>	<b>878.540</b>	<b>909.394</b>
Pasivos corrientes	168.893	170.057	113.095	115.010	132.703	148.464
Pasivos no corrientes	291.261	288.499	322.038	342.483	344.657	349.551
Total pasivos	460.154	458.556	435.133	457.493	477.360	498.014
Patrimonio total	299.434	250.615	373.588	367.201	401.180	411.380
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>759.588</b>	<b>709.171</b>	<b>808.721</b>	<b>824.694</b>	<b>878.540</b>	<b>909.394</b>
Deuda financiera	214.844	202.325	168.574	190.046	178.333	178.416

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Empresas Gasco S.A. (Gasco)** es una entidad que se define como una empresa de soluciones energéticas, así a su negocio tradicional de importación y ventas de gas licuado y gas natural, a nivel mayorista y minorista, se suma su incursión, mediante asociaciones, al desarrollo de un terminal de GLP en Caldera, Región de Atacama, para la recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado en la zona norte del país, su participación en proyectos eléctricos en base a GLP y, en los últimos periodos, generación en base a paneles fotovoltaicos. En 2023, la compañía buscó potenciar la diversificación de sus negocios a través del ingreso al negocio de la gran minería, generando y entregando energía termo-solar bajo la marca GASCO Minería. Asimismo, la compañía mantiene presencia en Colombia en el mercado de GLP. Con todo, a la fecha, sus ingresos se concentran en la comercialización de gas licuado en Chile.

En 2023, **Gasco** presentó ingresos ordinarios consolidados por \$ 500.956 millones y un EBITDA de \$ 76.313 millones. A diciembre de 2023, la compañía mantiene una deuda financiera de \$ 178.333 millones y un patrimonio de \$ 401.180 millones. A marzo de 2024, los ingresos fueron de \$ 117.390 millones y el EBITDA de \$ 10.852 millones. La deuda financiera \$ 178.416 millones y el patrimonio de \$ 411.380 millones.

La presente clasificación se hizo considerando que **Gasco**, a diciembre de 2023, presenta una relación entre Deuda financiera y Flujo Caja Largo Plazo<sup>2</sup> ajustado<sup>3</sup> de 2,8 veces y que el indicador pasivo exigible sobre patrimonio es de 1,2 veces.

Una de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de bonos emitidos por **Gasco** en "Categoría AA-", es la estabilidad de las ventas que exhibe la empresa en el principal mercado en donde opera (gas licuado y gas natural). Esta característica, bajo el supuesto de aseguramiento de suministro a

<sup>2</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.

<sup>3</sup> Considerando únicamente las rentabilidades anuales de los activos de 2022 y 2023, debido a la venta de Gasmar y la incorporación de nuevos flujos de Inersa.

precio de mercado, permite una alta estabilidad en la generación de flujos de la compañía. Además, la compañía recibe los flujos de parte de Gasco Magallanes, que es un negocio de gas natural regulado en la Región de Magallanes, aportando también flujos conocidos y estables.

Otros elementos positivos son la atomización de su base de clientes y el acotado riesgo de no pago, lo que radica en las características del producto (se trata de un bien esencial) y la modalidad de las ventas, donde un elevado porcentaje se realiza al contado.

También se valora favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estanques, propiedad de **Gasco**, donde el ingreso de nuevos competidores requeriría altos montos de inversión por parte de estos últimos y una adecuada logística, lo que hace menos probable el ingreso a este mercado. Esta situación podría explicar, al menos en parte, el hecho que la distribución de mercado de este sector se haya mantenido relativamente estable en el tiempo en el mercado de gas licuado a nivel nacional.

También como factores positivos, se incorpora el potencial de crecimiento que la compañía presenta en Colombia, país clasificado en grado de inversión y en donde el emisor ha ido consolidando su posicionamiento; en el mismo sentido, se incluye la inversión en el mercado de generación eléctrica y, en menor medida por ser sólo un proyecto, la decisión de participar en la producción de hidrógeno verde. Estas inversiones favorecen la diversificación geográfica y por líneas de negocios.

Otro factor adicional está en relación con las holguras presentadas en el perfil de vencimientos de su deuda financiera, lo que le permite una buena capacidad de pago de la misma, incluso si hubiese un deterioro en los márgenes de explotación.

Paralelamente, se reconoce que el controlador de **Gasco**, el grupo Pérez Cruz, posee una experiencia de más de setenta años en el sector energético, lo cual avala el *know-how* del grupo, lo que queda reflejado en la capacidad demostrada en el pasado para enfrentar diversos escenarios económicos y la habilidad para acceder a las oportunidades que se han generado en el mercado. Además, de la trayectoria que tiene la compañía con más de 165 años en el sector.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo se ve restringida fundamentalmente por la baja diferenciación del producto gas licuado en el segmento envasado, dado su carácter de *commodity*, lo que aumenta la probabilidad que la competencia se centre en la variable precio. Un atenuante es el esfuerzo de la compañía por diferenciarse de sus competidores, a través de la prestación de servicios complementarios al negocio de gas licuado como las aplicaciones móviles las cuales permiten optimizar la logística y mejorar el servicio al cliente. Además, de acuerdo con lo expuesto en el plan estratégico, **Gasco** se ha definido como una empresa de soluciones energéticas, sin desconocer que su negocio central continúa siendo la venta de gas GLP.

Otro factor considerado en la clasificación son las rentabilidades del negocio de distribución de GLP que podría servir de incentivo para que nuevos operadores entren a la industria, más allá de las barreras de entrada mencionadas, aumentando la competencia, en opinión de **Humphreys**.

La concentración de las ventas de gas licuado en una zona del país<sup>4</sup> (Región Metropolitana), es otro elemento que afecta la clasificación, debido a que la capital corresponde a una zona de crecimiento para el mercado de gas natural, aunque este riesgo se ha visto aminorado los últimos años, dada la mayor importancia de los ingresos de venta y toneladas de gas en otras regiones de país, junto con el crecimiento de otras líneas de negocio de la empresa ligadas al sector energético. Además, si bien la presencia de **Gasco** en Colombia es positiva en términos de expansión de la compañía, este país exhibe un mayor riesgo operacional, en comparación a Chile, lo que eleva la incertidumbre respecto de los flujos futuros provenientes de esa nación. Además, Colombia, en comparación con Chile, presenta un mayor nivel de informalidad en la venta del combustible, sin embargo, se trata de una situación que ha mejorado considerablemente en los últimos años como consecuencia de las regulaciones introducidas en el mercado por parte de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por participar en una industria que está expuesta a avances tecnológicos del sector energético, con altos grados de competencia del sector, y los cambios regulatorios que podrían afectar a esta industria. Si bien la agenda energética del Gobierno se había enfocado en modificaciones al marco legal del gas natural por redes, últimamente se ha incrementado la probabilidad de cambios a las normativas del sector de gas licuado.

Desde otra perspectiva, la clasificadora reconoce las oportunidades de crecimiento que ofrece la definición que **Gasco** ha dado a su modelo de negocio; no obstante, se estima que tardará un tiempo para que las nuevas inversiones representen un porcentaje relevante de los ingresos del emisor y, así, muestre diversificación por líneas de productos, aunque se reconocen los avances a la fecha. En este sentido, su desafío es rentabilizar las nuevas líneas de negocios sin incrementar el riesgo de la compañía.

Por su parte, la clasificación de las acciones de la sociedad en “*Primera Clase Nivel 3*” se debe a que posee un contrato de *market maker*. En los hechos, la sociedad exhibe una presencia promedio 4,7% (últimos doce meses terminados en marzo de 2024).

La perspectiva para la clasificación de la compañía se califica “Estable”, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar su capacidad de pago y la liquidez de estos títulos, en el corto plazo.

En términos de *ESG*<sup>5</sup> la sociedad, en general, desarrolla su estrategia en ámbitos de acción asociados a Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) definidos por la Organización de las Naciones Unidas (ONU); algunos de los principios a los que se adhiere la empresa son educación de calidad, igualdad de género, energía asequible y no contaminante, ciudades y comunidades sostenibles, producción y consumo responsable y acción por el clima. Adicionalmente, destaca en términos de gobernanza la evaluación y capacitación, política de contratación de asesorías externas al directorio, sistemas de gestión de ética y modelo de prevención de delitos.

---

<sup>4</sup> En los últimos cinco años la Región Metropolitana representa el 38,0% de las toneladas vendidas de gas licuado (32,3% a diciembre de 2023), en promedio, mientras que otras regiones de Chile promedian 36,8% (44,9% en 2023). El mercado colombiano representa, en promedio en los últimos cinco años, el 25,3% de las toneladas vendidas (22,9% en 2023). En tanto, la Región Metropolitana representa un 37,5% de los ingresos consolidados (incluye todos los negocios, GLP y otros).

<sup>5</sup> Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

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

### Fortalezas complementarias

- Bien asimilable a los de primera necesidad.

### Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y logística demostrada en los hechos.
- Experiencia del controlador y trayectoria de la compañía en el sector.
- Atomización de clientes y acotado riesgo de no pago.
- Oportunidad Colombia.
- Diversificación de sus negocios.
- Adecuado perfil de vencimientos.

### 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).
- Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores.
- Volatilidad de los precios de los *commodities* (riesgo recurrente, pero de bajo impacto y administrable).
- Riesgo de Colombia (riesgo acotado).

## Hechos recientes

### Resultados a marzo 2024

A marzo de 2024, los ingresos consolidados de la compañía alcanzaron los \$ 117.390 millones, un 14,1% mayor a los registrados en el mismo periodo del año anterior, producto del incremento del precio internacional del gas licuado y local del gas natural.

Los costos de venta fueron de \$ 98.847 millones aumentando en un 16,8% y los gastos de administración y distribución aumentaron un 13,8% en relación con las cifras alcanzadas en marzo de 2023. Dado esto el EBITDA a marzo de 2024 alcanzó \$ 10.852 millones, siendo un 10,0% menor a los \$ 12.058 millones del mismo periodo del año anterior.

Por su parte, el ejercicio finalizó con pérdidas de \$ 3.619 millones. La deuda financiera alcanzó los \$ 178.416 millones y el patrimonio de la compañía es de \$ 411.380 millones.

### Resultados diciembre 2023

En términos nominales, en 2023 **Gasco** obtuvo ingresos consolidados por \$ 500.956 millones, lo que representa una disminución del 6,2% respecto de 2022, en donde alcanzó un ingreso de \$ 533.832 millones,

principalmente por la disminución del precio internacional del gas licuado, que implicó una baja en los precios de comercialización, tanto en Chile como en Colombia.

Los costos de venta de la compañía sumaron un total de \$ 392.370 millones, lo que significa una disminución de un 11,3% con respecto al año 2022, principalmente por menor costo en la compra de gas y en menor medida por otros gastos varios. De esta manera, la ganancia bruta de la empresa llegó a \$ 108,578 millones, esto corresponde a un crecimiento de un 18,7% respecto al año anterior.

En cuanto al EBITDA de la compañía, este llegó a \$ 76.313 millones aumentando en un 22,4% con respecto al exhibido en 2022, que alcanzó los \$ 62.364 millones.

La utilidad del ejercicio cerró en \$ 17.822 millones superando en un 36,2% la del 2022. El patrimonio fue de \$ 401.180 millones y la deuda financiera corresponde a \$ 178.333 millones.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

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

“-”: Corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Primera Clase Nivel 3

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

### Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Estabilidad de sus mercados y bien esencial:** La empresa se desenvuelve principalmente en el sector de gas licuado, además de congregar a Gasco Magallanes, dedicada a la distribución de gas natural. El mercado de gas licuado es bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas ante crisis o variaciones en el consumo de la población. Cabe mencionar, que el coeficiente de variación de la venta de GLP en los últimos cinco años en Chile es acotado, alcanzando un valor de 4,5%, lo cual es inferior al que exhibió la actividad (Producto Interno Bruto) en el mismo periodo (5,4%).

Adicionalmente, este mercado en Chile 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 a 2,25% en los últimos cinco años. Así, es importante destacar que, más allá de las variaciones propias de cada estación, presenta cambios poco significativos en términos de años móviles. Por muchos años, el sector ha operado con tres operadores relevantes.

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

**Baja concentración de clientes y acotado riesgo de no pago:** La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes (no presenta clientes que concentren individualmente más del 10% de ingreso de la compañía) y un 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 línea con el mercado, e inferior que otras empresas de servicios básicos<sup>6</sup>).

**Oportunidades en Colombia:** La compañía está presente en Colombia, donde se visualizan oportunidades potenciales de crecimiento ya que el consumo per cápita es menor en comparación a otros países de la región<sup>7</sup>. Además, es un país productor de este combustible, en el que aún el uso de leña es preponderante.

Según estimaciones del Banco Mundial (última información disponible, en 2022), Chile tiene un PIB per cápita<sup>8</sup> igual a US \$ 31.437 y una población cercana a los 19,6 millones de personas mientras que Colombia tiene un PIB per cápita de US \$ 20.952 y una población equivalente a 51,9 millones de personas. En síntesis, Colombia es un mercado grande (considerando las características de los productos ofrecidos por la compañía; de primera necesidad), que todavía cuentan con un importante potencial de crecimiento en comparación a Chile. Complementariamente, según las proyecciones del Banco Mundial (Informe Económico América Latina y el Caribe, abril 2024), en 2024 se espera un crecimiento de 1,3% para Colombia, y crecimiento de 2,0% para Chile.

**Amplia experiencia:** La empresa, como unidad económica, acumula una experiencia de más de 165 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. Entre ellos, destaca la recesión de 1982, la crisis asiática, la crisis *subprime*, cambios estructurales en el mercado de Santiago y de otras regiones con la llegada del gas natural y más recientemente, la pandemia por Covid-19, entre otras.

**Experiencia del controlador:** Los socios controladores, el grupo Pérez Cruz, posee una dilatada trayectoria en el sector energético.

**Capacidad de distribución y servicios complementarios:** **Gasco**, 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

<sup>6</sup> Se hizo la comparación con algunas empresas de servicios básicos tales como Enel Distribución, CGE y Aguas Andinas.

<sup>7</sup> De acuerdo con información disponible en *CIA World Factbook*.

<sup>8</sup> Corresponde al PIB per cápita por paridad de poder de compra (PPA), a precios internacionales actuales.



de todo lo anterior, la empresa exhibe un buen servicio de distribución y estanques, que se transforma en un factor clave en el desarrollo y estabilidad del negocio. Además, se implementó una aplicación móvil la cual le permitió optimizar la logística, disminuyendo así sus tiempos de entrega y mejoramiento en el servicio al cliente.

**Diversificación de sus negocios:** En 2016 **Gasco** en conjunto con Energía Latina, formo la sociedad Inersa, la cual tiene como objetivo el suministro de energía eléctrica en base a gas licuado, buscando desarrollar y explotar proyectos de generación de energía eléctrica con motores a gas. Recientemente, **Gasco** adquirió el 100% de participación en la sociedad (explicado anteriormente), y su principal activo es la Central Teno Gas, planta de generación eléctrica ubicada en la Región del Maule, que empezó a operar en febrero de 2020 conectada al Sistema Eléctrico Nacional (tiene una capacidad instalada de 44 MW mediante 26 motores alimentados con propano y cuatro estanques de almacenamiento de gas licuado de 50 toneladas cada uno que le entregan una autonomía de 24 horas; en 2023 la Central Teno Gas generó 82 GWh de energía<sup>9</sup>, con un consumo de 16.400 toneladas de gas licuado).

Adicionalmente, posee el 100% de participación de Terminal Gas Caldera que tiene por objeto la construcción y operación de un terminal marítimo multiboya en la bahía de Caldera, Región de Atacama.

Por otro lado, la empresa ha incursionado en los negocios de generación fotovoltaica (con filiales como Gasco Luz y Copiapó Solar), y de generación eléctrica a gas licuado concluyendo la construcción de la central Teno. Sumado a lo anterior para potenciar el desarrollo y producción de hidrógeno en Chile, se forma la sociedad Hy2All Spa en conjunto con Hynewgen S.A. En 2023 la compañía incursionó en soluciones energéticas para la gran minería (GASCO Minería).

**Adecuado perfil de vencimientos:** De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2039 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones no excede los \$ 42.999 millones (2029), cifra adecuada a la generación de Flujo de Caja de Largo Plazo alcanzada en 2023 (igual a \$ 52.287 millones), siendo este valor bastante superior a sus deudas anuales.

## 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 el precio, reduciendo los márgenes de la industria y 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:** La empresa enfrenta fluctuaciones en el precio al que pueden abastecerse, situación propia de los *commodities*. A modo de ejemplo, el índice *Mont Belvieu* (que define el precio del gas propano y que sirve de referencia para los precios internacionales del GLP) creció un 57,7% en 2017 (año donde los costos aumentaron 16,2%) luego de una baja de 56,1% en 2015 (año donde los costos se redujeron un 42,5%). Posteriormente, en 2021 se presenta un aumento de 125,1% (con un alza de 45,2%

---

<sup>9</sup> Actualmente se encuentra en proceso de ampliación, lo que aumentaría su capacidad en 10 MW.

en los costos) mientras que en 2022 se exhibió un alza de 5,9% (alza de 21,6% en los costos). Durante 2023 exhibió una baja de un 35,0% (con una baja de un 11,3% en los costos). Sin embargo, a pesar del efecto generado sobre los costos, considerando que sus variaciones cuentan con una correlación positiva en relación a las variaciones del índice<sup>10</sup>, se reconoce la capacidad de traspaso de estos costos a precio, no obstante, mantiene márgenes relativamente estables en el tiempo.

**Riesgo regulatorio:** Posibles cambios regulatorios podrían afectar a la industria como, por ejemplo, el anuncio de la Agenda Energética impulsada 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 que a futuro podría extenderse al gas licuado. Lo anterior, podría afectar los flujos futuros y rentabilidad de la compañía. Un ejemplo de lo anterior es la ley N°20.999 la cual modificó a la anterior Ley de Servicios de Gas, principalmente para acotar los niveles de rentabilidad.

En lo más reciente, resalta la Ley N° 21.249, promulgada el 5 de agosto de 2020, que contemplaba medidas excepcionales en favor de los usuarios finales de servicios sanitarios, electricidad y gas de red donde no se puede cortar el suministro por mora en el pago a un grupo de clientes.

Por otro lado, en 2020 la Fiscalía Nacional Económica de Chile (FNE) anunció el inicio de un estudio del mercado del gas, para efectos de determinar el adecuado funcionamiento del sector desde el punto de vista de la libre competencia. A partir de esto, se desarrolló un proyecto de ley enfocado en las recomendaciones de dicho estudio ("mejora la competencia y perfecciona el mercado del gas licuado"), proponiendo medidas como desintegración vertical, acceso al servicio de envasado para nuevos competidores, prohibición de cláusulas de exclusividad, establecimiento de intercambiabilidad de cilindros con un sistema de trazabilidad, entre otras. Este proyecto (con fecha de ingreso junio de 2023), actualmente se encuentra en una primera fase de desarrollo; primer trámite constitucional.

**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. Atenuando este riesgo, la compañía ha expandido sus negocios e invertido en diversos proyectos, como por ejemplo, el caso de Inersa, compañía que busca desarrollar y explotar proyectos de generación de energía eléctrica con motores a gas, o el caso de las filiales Gasco Luz y de Copiapó Solar, las cuales son proyectos de energía fotovoltaica.

**Concentración de las ventas de GLP en la Región Metropolitana:** Cerca del 42,8% de las toneladas de GLP vendidas por **Gasco** en Chile (36,6% sobre el total con solidado), se concentraron en la Región Metropolitana y tiene poca presencia en las regiones hacia el sur del país. No obstante, se valora que la compañía ha ido expandiendo sus negocios a más regiones en los últimos años, mejorando la diversificación geográfica de sus ventas (en 2019 un 48,6% del total vendido en Chile, un 40,6% del total consolidado, correspondían a Región Metropolitana).

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

---

<sup>10</sup> Superior al 90% considerando variaciones desde 2019 a la fecha.

del gas natural y sus posibilidades de expansión, aunque lo anterior conlleva mayores gastos de inversión y plazos que podrían disminuir los incentivos al cambio de servicio.

**Negocios en Colombia:** Colombia es un país que presenta mayor nivel de informalidad en la venta de combustible y un riesgo mayor al de la operación en comparación con Chile, tanto en términos del mercado mismo como del riesgo país (el riesgo soberano<sup>11</sup> de Chile es A- y el de Colombia de BBB, de acuerdo a estadísticas publicadas por la CMF). Sin embargo, esto se ve atenuado, y cada vez con mayor fuerza, porque **Gasco** compró empresas ya en funcionamiento, por la experiencia acumulada en Chile a lo largo de su historia y, además, en consecuencia, de las regulaciones introducidas en el mercado, la informalidad en la venta ha mejorado considerablemente en los últimos años.

**Posible incentivo al ingreso de nuevos operadores:** A partir de los altos grados de concentración de la industria propios de un sistema de mercado oligopólico (negocio de distribución de GLP), se debiese tender a generar mayor nivel de rentabilidad en relación con otros rubros, lo que podría representar una oportunidad de negocio para nuevas empresas. No obstante, se reconoce que las rentabilidades han disminuido en los últimos años y los altos montos de inversión actúan como barrera de entrada de nuevos competidores.

## Antecedentes generales

### La compañía

**Gasco** se constituye 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.

Actualmente, la compañía se dedica a la comercialización y distribución de gas licuado a petróleo y, en menor medida, de gas natural. En los últimos años se ha definido como una empresa que brinda soluciones energéticas; a través de la sociedad Inersa, suministra energía eléctrica en base a gas licuado, y mediante la subsidiaria Terminal Gas Caldera S.A., busca fortalecer la infraestructura de la cadena de valor del gas licuado (para esto se encuentra en desarrollo el proyecto de un terminal marítimo en la bahía de Caldera, Región de Atacama, para la recepción, almacenamiento y despacho de gas licuado en la zona norte del país). Además, en los últimos años ha incursionado en los negocios de generación fotovoltaica, generación de energía para la minería y salmoneras.

Los controladores de **Gasco** son el Grupo Pérez Cruz con un 89,2% de la propiedad de las acciones de la Sociedad<sup>12</sup>. A continuación, en la Tabla 1, se presentan las empresas incluidas en la consolidación de **Gasco**<sup>13</sup>:

<sup>11</sup> Considera el menor *rating* asignado por las principales clasificadoras internacionales.

<sup>12</sup> Según datos de Memoria 2023.

<sup>13</sup> Según datos Memoria 2023.

Tabla 1: Participación en empresas

Empresa	Participación
Inversiones Atlántico	99,99%
Gasco CLP	99,91%
Inversiones GLP S.A.S E.S.P.	99,99%
Inversiones Invergas S.A.	99,99%
Gasco Solar Térmico Uno SpA	100,00%
Gasco Solar Térmico Dos SpA	100,00%
Innovación Energía	100,00%
Gasco Luz SpA	90,00%
Copiapó Energía Solar SpA	100,00%
Terminal Gas Caldera S.A.	99,98%
HY2ALL	50,00%

## Composición de los flujos

En 2023, los ingresos generados por el área de Soluciones Energéticas en Chile representaron alrededor de un 87,5% del total de la compañía y los asociados a la unidad Soluciones Energéticas Internacional aproximadamente un 14,9% (el resto se explica por los ajustes de consolidación).

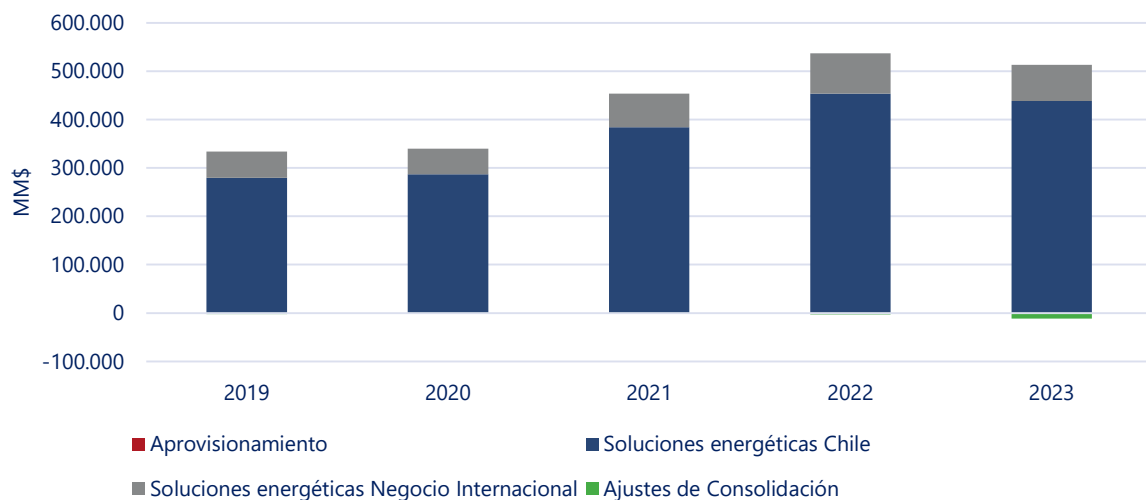


Ilustración 1: Evolución ingresos por segmento de negocio

El 85,1% de la generación de EBITDA de la compañía proviene de Soluciones energéticas Chile y el 15,0% de Internacional (Colombia). Dentro de Chile, la empresa mantiene una fuerte presencia en la Región Metropolitana de un 42,8% sobre el total de ingresos locales (36,6% sobre el consolidado), sin embargo, como se mencionó anteriormente esta concentración en la región se encuentra en disminución desde 2018.

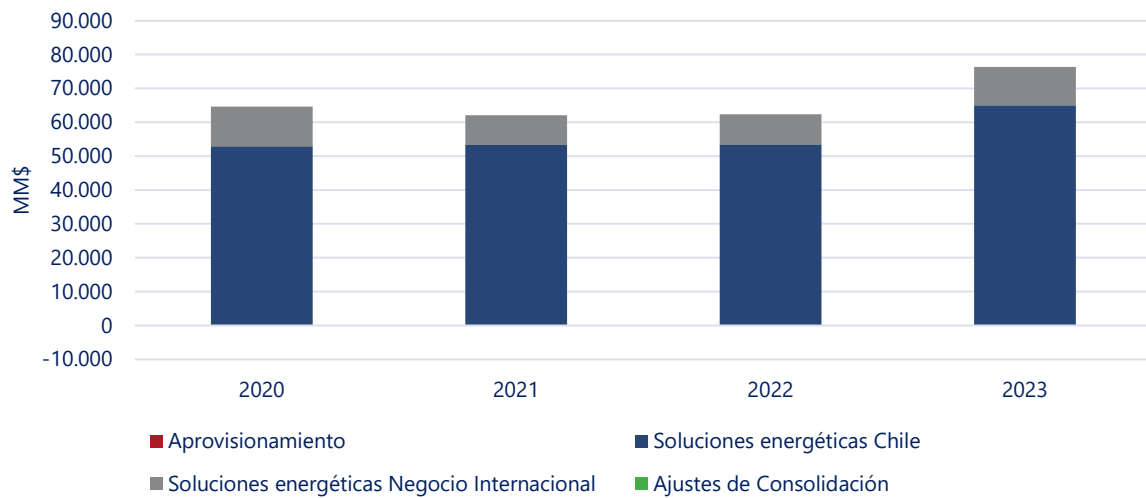


Ilustración 2: Evolución de EBITDA por segmento de negocio

## Líneas de negocio

**Gasco** y sus subsidiarias participan, principalmente, en la generación de soluciones energéticas, con énfasis en la distribución y comercialización en base a gas licuado en los mercados de Chile y Colombia.

La sociedad posee, además posee el 100% de propiedad en Innovación Energía S.A., empresa dedicada a la generación eléctrica en base a GLP, el mismo porcentaje, en Terminal Gas Caldera S.A. que pretende desarrollar un terminal de GLP en el norte de Chile. Adicionalmente, mantiene el 100% de propiedad de GASCO Solar Término Uno y GASCO Solar Térmico Dos, ambas filiales dedicadas a la generación y distribución de energía termo-solar para la minería.

A finales de 2021 constituyó una sociedad de control conjunto con Hynewgen S.A. denominada "Hy2All SpA", cada socio es dueño del 50% de la firma, la que tiene por objeto el desarrollo, construcción, financiamiento, explotación, operación y mantenimiento de uno o más proyectos de producción de hidrógeno en Chile, incluyendo todas sus instalaciones complementarias (a través de esta sociedad, **Gasco** espera participar de un grupo de trabajo internacional para la exportación desde Chile de hidrógeno o algún *carrier* derivado de él).

Por otro lado, **Gasco** mantiene un 90% en Gasco Luz SpA, dedicada a desarrollar proyectos de generación por medios fotovoltaicos y el 100% de Gasco Luz Colombia S.A.S. (En 2021, Gasco Luz SpA constituyó la subsidiaria Gasco Luz Colombia S.A.S. en el mercado colombiano, manteniendo el 100% de su propiedad y teniendo por objetivo replicar el modelo de negocio de generación distribuida en Colombia bajo modelo ESCO, en línea con lo desarrollado en Chile). En la misma línea de lo anterior, la compañía mantiene el 100% de propiedad de Copiapó Energía Solar SpA.

Las principales características de las líneas de negocios en donde opera **Gasco** a través de sus compañías subsidiarias se presentan a continuación:

## Soluciones Energéticas Chile

En este segmento, la sociedad está presente a través de sus subsidiarias Gasco GLP S.A., Invergas S.A., Gasco Luz S.P.A., Inersa S.A., entre otras, además de su Unidad de Negocios Gasco Magallanes, participando en todas las regiones del país (incluye la distribución de GL en la Isla de Pascua), también es parte de este sector la sociedad de control conjunto Hy2all S.P.A.

**Gasco GLP S.A.:** Distribuye y provee gas licuado (GL), gas natural licuado (GNL), gas natural comprimido de uso vehicular (GNC o GNV) y soluciones energéticas en base a gas a clientes residenciales, comerciales, industriales, mineros y vehiculares desde la Región de Arica y Parinacota hasta la de Aysén a través de las líneas de negocio envasado, granel, soluciones energéticas y transporte, con una eficiente logística de aprovisionamiento, operaciones, distribución y comercialización.

Para la distribución de gas envasado cuenta básicamente con tres canales: venta directa, subdistribuidores y operadores, quienes mayoritariamente venden en forma exclusiva los productos de la empresa. En el mercado de gas licuado a granel la compañía abastece a los clientes en forma directa.

La empresa cuenta con plantas de llenado de cilindros en Maipú (Región Metropolitana), El Belloto (V Región), Talca (VII Región), Osorno (X Región), Mejillones (II Región), Biobío (VIII Región), Coyhaique (XI Región), Cabo Negro (XII Región) y Puerto Williams (Región de Magallanes y Antártica).

La compañía cuenta con una unidad de negocio dedicada al gas vehicular que entrega soluciones energéticas para el transporte mediante vehículos convertidos u homologados a gas licuado o gas natural, que son una alternativa menos contaminante y más económica que la bencina y el diésel. Esta unidad de negocios opera 29 estaciones de servicio, 25 de las cuales pertenecen a terceros, entre las regiones de Antofagasta y Magallanes, ofreciendo a sus clientes un producto de bajas emisiones, seguro y conveniente. En 2023 se vendieron 375.253 toneladas de GL y 7.905 de GNL.

Durante 2023, las ventas físicas de Gasco GLP alcanzaron las 381.913 toneladas de gas licuado un 3,8% superior que 2022, además vendió 7.905 toneladas equivalentes de GN (7.508 toneladas en 2022). Su participación en el mercado nacional incluyendo las ventas de Gasco Magallanes llega al 27,0%<sup>14</sup> (26,0% en 2021).

**Gasco Magallanes:** Distribuye Gas Natural (GN) y Gas Licuado (GL) en la Región de Magallanes y la Antártica Chilena, con una planta de 127 colaboradores y una red de subdistribuidores para el GL. Su cartera está compuesta por consumidores residenciales, comerciales, vehiculares, industriales y de generación eléctrica. El GN es distribuido bajo régimen de concesión, con tarifas reguladas, en las comunas de Punta Arenas (incluye Laguna Blanca), Puerto Natales y Puerto Porvenir. Al 31 de diciembre de 2023 contaba con 66.278 clientes y sus redes de distribución alcanzaban a 1.600 km. El GL se distribuye y comercializa en formato envasado y granel en las provincias de Magallanes, Tierra del Fuego, Última Esperanza y Antártica Chilena, mercado en el que mantiene una participación relevante.

---

<sup>14</sup> Según información de Memoria 2023 contrastados con datos de Superintendencia de Electricidad y Combustibles.

Durante 2023, las ventas físicas de Gasco Magallanes aumentaron un 4,0% con respecto al año 2022, desde 469 millones de m<sup>3</sup> de gas natural hasta 488 millones de m<sup>3</sup> por un aumento del consumo residencial y comercial, por menores temperaturas promedio.

Las ventas de gas licuado alcanzaron las 6.660 toneladas, aumentando un 56% en comparación a 2022.

Gasco Magallanes mantiene el contrato de aprovisionamiento con la empresa Nacional de petróleo (ENAP), empresa que también abastece a **Gasco** mediante contratos en gas licuado. Esta unidad de negocio atiende a clientes residenciales, comerciales, industriales y generadora eléctrica, con tarifas reguladas, y ofrece soluciones energéticas a clientes alejados de la red de distribución.

Según la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC), en el mercado chileno las ventas de GLP en promedio de los últimos cinco años son de 1,37 millones de toneladas anuales, siendo 1,42 millones de toneladas para 2022 (ver Ilustración 3).

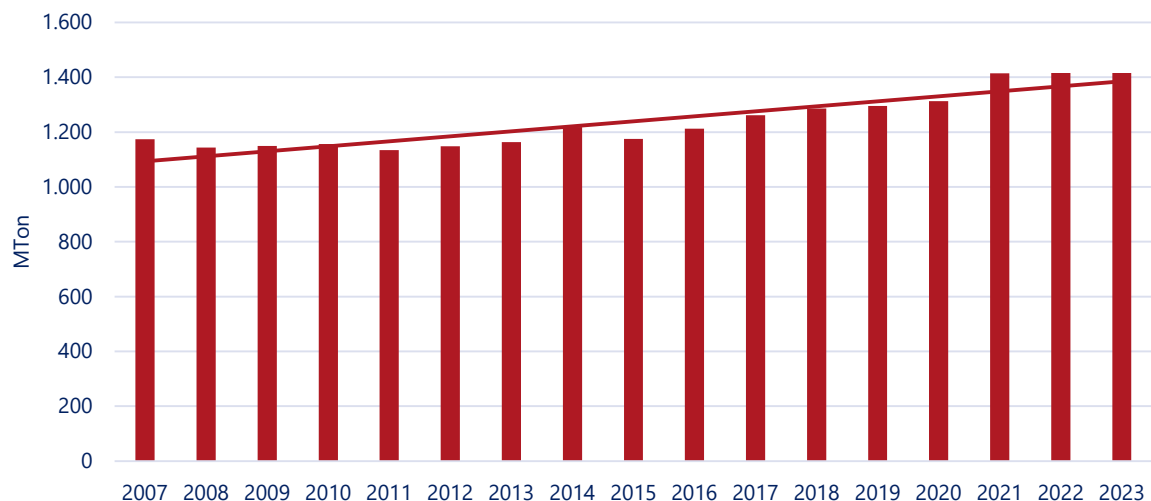


Ilustración 3: Evolución de las ventas totales de GLP en Chile

De acuerdo con cifras entregadas por la industria, del total de las ventas, alrededor del 60,8% corresponde a envasado y un 39,2% a granel, así el GLP satisface diferentes usos durante todo el año, pero presenta cierta estacionalidad. Las ventas alcanzan su mayor volumen en los meses de invierno, tal como se muestra en la Ilustración 4. El mes con mayor consumo durante el año 2023 fue julio con 143.826 toneladas lo que representa una diferencia de 57,3% respecto a enero del mismo año, el mes con menores ventas.



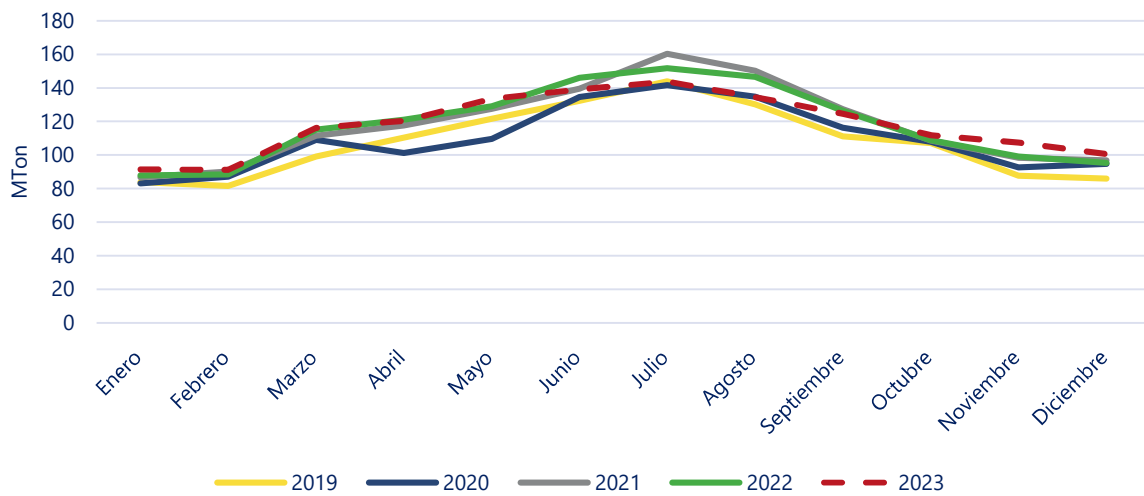


Ilustración 4: Evolución de las ventas mensuales de GLP en Chile

**Innovación Energía S.A (Inersa):** Inersa desarrolla proyectos de energía eléctrica en base a gas para ofrecer generación flexible al Sistema Eléctrico Nacional (SEN), posicionándose como un complemento a la variabilidad de las Energías Renovables No Convencionales (ERNC); permite abastecer demandas en lugares alejados de la red (*off grid*), como faenas mineras y pisciculturas; y ofrecer cogeneración y almacenamiento en conjunto con el área de soluciones energéticas de Gasco GLP S.A.

Su principal activo es la Central Teno Gas, planta de generación eléctrica ubicada en la Región del Maule, que empezó a operar en febrero de 2020 conectada al Sistema Eléctrico Nacional. Tiene una capacidad instalada de 44 MW (actualmente está siendo ampliada para aumentar su capacidad en 10MW) mediante 26 motores alimentados con propano y cuatro estanques de almacenamiento de gas licuado de 50 toneladas cada uno que le entregan una autonomía de 24 horas. En este ejercicio la Central Teno Gas generó 82 GWh de energía, con un consumo de 16.400 toneladas de gas licuado, con lo que contribuyó a desplazar diésel en la matriz energética nacional, produciendo electricidad de forma más limpia y económica para todos los clientes del sistema.

Innovación Energía S.A registró un EBITDA consolidando, en 2023, por US \$ 5,4 millones y una utilidad de US \$ 2,1 millones.

**Gasco Luz:** Creada en noviembre de 2018, GASCO Luz SpA está dedicada a los proyectos de generación distribuida por medios fotovoltaicos, principalmente amparados bajo la Ley de Net Billing (Nº 21.118), que permite instalar sistemas de autogeneración por hasta 300 kW.

Durante 2023, Gasco Luz en Chile generó 32 GWh. Con respecto a su EBITDA presenta un valor de US \$ 1,1 millones y la utilidad alcanzó US \$ 1,3 millones.

Durante el año 2021 entro en operación las plantas fotovoltaicas ubicadas en Talca y El Belloto de la subsidiaria Gasco GLP S.A. y finalizó la construcción de la planta de Maipú (fotovoltaica con una capacidad de 200 kWp), de manera adicional se constituyó la subsidiaria Gasco Luz Colombia S.A.S, mantenido el 100% de su propiedad. En este ejercicio las plantas de GASCO GLP ubicadas en Talca, El Belloto y Maipú

generaron energía fotovoltaica para compensar sus operaciones, permitiendo generar 640 kWp en paneles solares.

**Copiapó Energía Solar SpA:** Desarrolla un proyecto de energía solar fotovoltaica de 150 MW de capacidad instalada (escalable a 300MW) y US\$ 130 millones de inversión estimada en la comuna de Copiapó, Región de Atacama. A la fecha cuenta con la concesión de uso oneroso de suelo sobre una superficie de 450 hectáreas y de servidumbre eléctrica con el Ministerio de Bienes Nacionales, que le permitirá conectarse al Sistema Eléctrico Nacional (SEN) a través de la subestación Carrera Pinto.

En octubre de 2023 Empresas GASCO adquirió el 50% de Copiapó Energía Solar SpA quedando como titular del 100% de las acciones de la sociedad.

En síntesis, durante 2023, el segmento soluciones energéticas Chile presentó una disminución 3,3% en sus ingresos, finalizando el periodo con un total de \$ 438.434 millones (\$ 453.610 millones en 2022). Por su parte, el EBITDA tuvo un crecimiento de 21,5% alcanzando los \$ 64.969 millones.

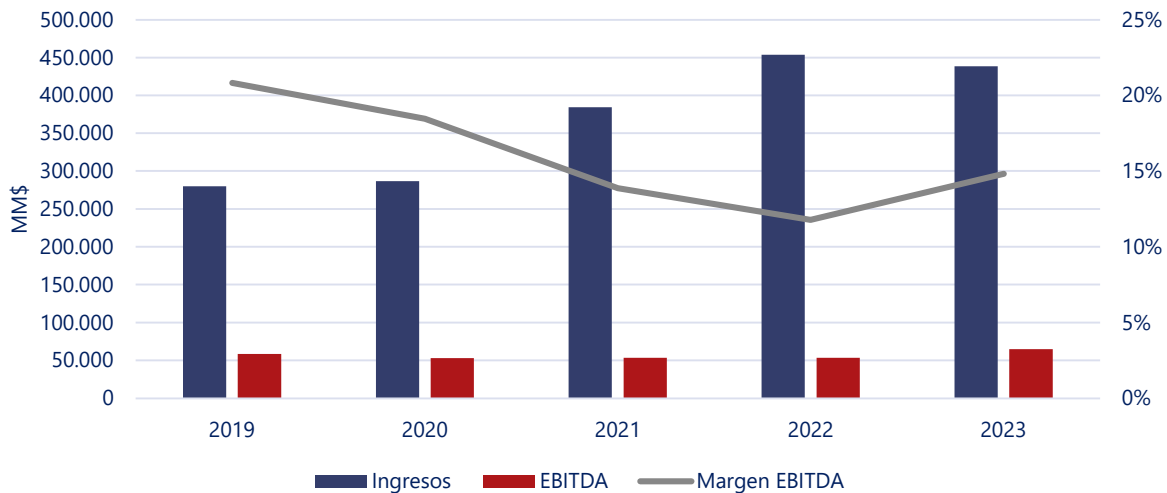


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA del segmento Soluciones Energéticas en Chile

## Soluciones energéticas negocio internacional

**Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.:** Distribuye y comercializa directamente gas licuado en el mercado colombiano bajo las marcas Vidagas y Unigas, y en forma indirecta a través de la marca Montagas. Su cobertura alcanza a 28 de los 32 departamentos de ese país, en los que atiende a clientes residenciales, comerciales e industriales.

La sociedad compra materia prima directamente a Ecopetrol S.A., empresa estatal que abastece de gas licuado (GL) a las distribuidoras del país. Además, en 2017 se integró a un consorcio de mayoristas para habilitar un terminal en el puerto de Okianus, que les permite importar gas y almacenarlo, diversificando sus fuentes de suministro. De esta manera, la petrolera estatal abasteció alrededor de 83,7% de los requerimientos de la empresa. El resto lo adquirió a fuentes internas no reguladas (Termoyal, PetroSantander y Pegasus Blending) y solo realizó una importación puntual de 1.151 toneladas, lo que

jugó a favor de los resultados ya que el gas importado es de por sí más caro; más aún en el escenario de altos precios que predominó estos 12 meses en el mercado internacional.

Las ventas físicas del grupo en 2023 fueron de 128.988 toneladas de GLP, con una participación de mercado de 18,9%. La venta de GLP está dividida en los canales de envasado y granel.

Esta sociedad presentó un EBITDA aproximado de \$ 13.386 millones (COP \$ 58.201 millones, transformados según tipo de cambio de estados financieros 2023) aumentando en 72,3% respecto a 2022. Por su parte, las utilidades finalizaron en \$ 7.171 millones (COP \$ 31.177 millones, transformados según tipo de cambio de estados financieros 2023) lo que representa un alza de 6,6%, respecto a 2022.

Durante 2022 el segmento soluciones energéticas negocio internacional exhibió una disminución de 10,4% en los ingresos, finalizando el periodo con un total de \$ 74.505 millones (\$ 83.136 millones en 2022) explicado principalmente por el incremento de las ventas físicas. Por su parte, el EBITDA exhibió un alza de 28,0%. De esta manera se presentó un mayor margen EBITDA, pasando desde 10,7% en 2022 a 15,3% en 2023.

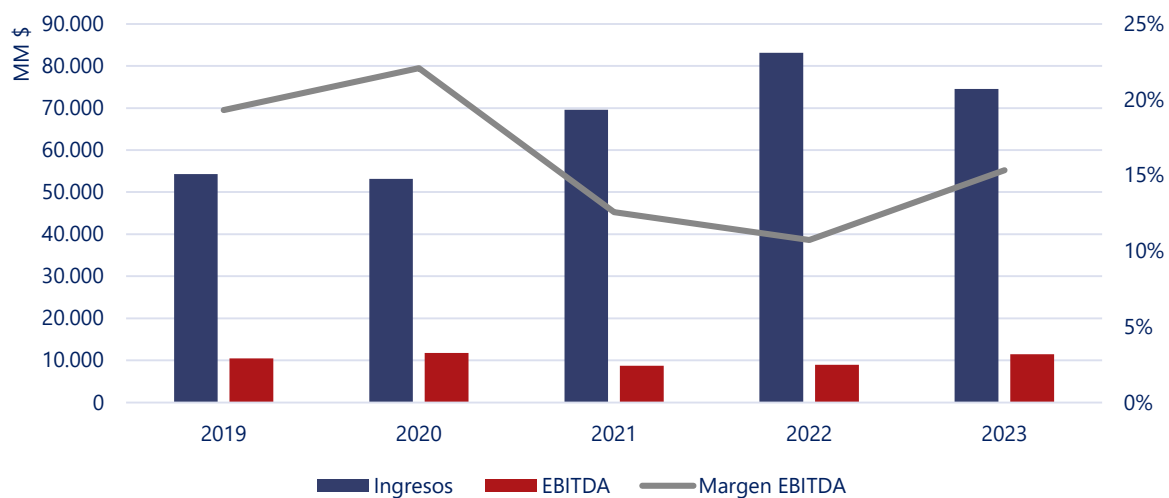


Ilustración 6: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA del segmento Soluciones Energéticas Negocio Internacional

## Aprovisionamiento

**Terminal Gas Caldera:** Tiene por objeto la construcción y operación de un terminal marítimo multiboya en la bahía de Caldera, Región de Atacama, que permitirá la descarga y almacenamiento de gas licuado (GL) desde buques de hasta 225 metros de eslora.

El proyecto contempla un estanque con capacidad para 45.000 m<sup>3</sup> de este combustible para ser distribuido a clientes de granel o envasado de la zona norte. Cabe mencionar que, según información publicada por la sociedad, se estima que su implementación tendrá un impacto económico positivo, tanto en la región como en los consumidores en general, puesto que mejorará la competitividad del GL en una zona en la que predomina el uso del diésel. Asimismo, permitirá a las empresas del norte de Chile acceder a mejores precios de energía y a acelerar la instalación de centrales de generación en base a gas, como combustible

de complemento a las ERNC, contribuyendo a reducir las emisiones contaminantes de clientes residenciales y de la industria minera.

A la fecha, la sociedad cuenta con la Resolución de Calificación Ambiental (RCA) favorable y la concesión marítima, ambos permisos esenciales para iniciar las obras. Durante 2023, la compañía avanzó en optimizar la ingeniería del proyecto, con la estructuración de los procesos de licitación, el análisis del modelo financiero y la obtención de permisos sectoriales para comenzar la construcción durante el primer semestre de 2024. Se estima que el inicio de la operación sería a fines de 2026 y, se contempla un horizonte de 50 años de utilización para el proyecto.

## Análisis financiero<sup>15</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados<sup>16</sup>

En términos reales, los ingresos de la sociedad evidenciaron cierta volatilidad, presentando una baja en 2019 y alzas en 2021 y 2022, para nuevamente exhibir bajas en 2023. Durante este año, la baja presentada responde a una disminución del precio internacional del gas licuado, implicando una baja en los precios de comercialización en Chile y Colombia.

Por su parte, el EBITDA mantuvo cierta tendencia a la baja desde 2019 hasta 2022, para revertir dicha tendencia durante 2023, alcanzando los \$ 77.738 millones. Este aumento se ve influenciado mayormente por el aumento del EBITDA del sector Soluciones Energéticas Chile, debido al aumento de ventas físicas de gas natural y licuado para la generación de energía eléctrica y, por un incremento en el sector Soluciones Energéticas Negocio Internacional, producto de mayores ventas físicas de gas licuado y márgenes de comercialización.

Con todo lo anterior, el margen EBITDA mantuvo cierta tendencia a la baja desde 2019 a 2022 alcanzando un 11,6% en 2022. A 2023, el margen EBITDA va al alza y alcanza el valor de 15,2%, tal como se muestra en la Ilustración 7.

<sup>15</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

<sup>16</sup> Los datos de 2018, 2019 y 2020 son comparables dado que consideran Gasmar como activos para la venta y para el 2021 se realizó la venta.

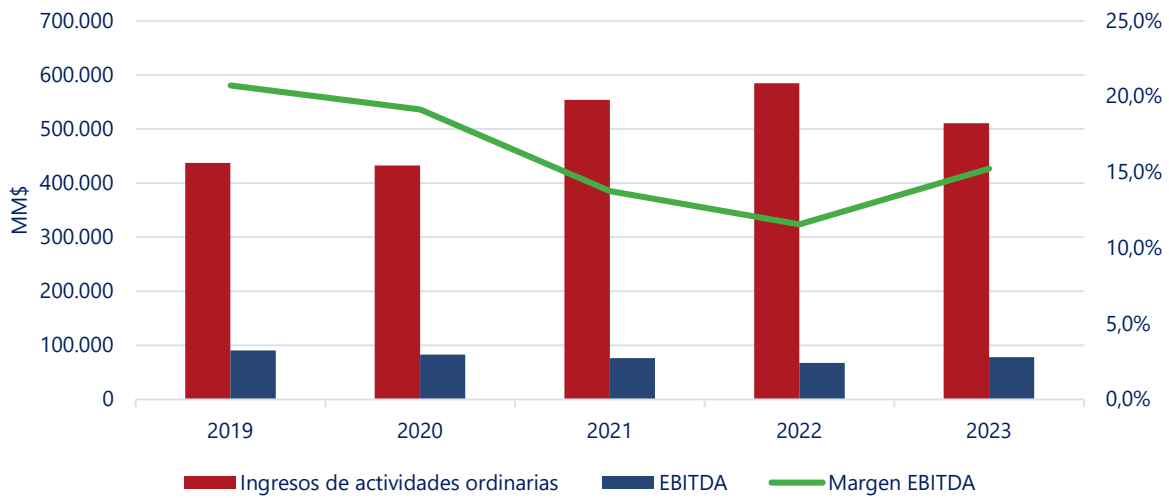


Ilustración 7: Evolución de Ingresos, EBITDA y margen EBITDA

### Evolución del endeudamiento

Durante el horizonte de evaluación se exhibe una disminución de los pasivos de la compañía, en especial de 2020 a 2021, esto se debe a una disminución de la deuda financiera corriente sumado a un aumento patrimonial del 49% producto del mejor resultado consolidado de 2021 ligado a la venta de la sociedad Gasmar.

A diciembre de 2023 el indicador, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, alcanzaba las 1,2 veces disminuyendo en un 4,8% con respecto al año anterior (1,3 veces en diciembre de 2022), dado por el aumento del patrimonio total producto de una mayor utilidad del ejercicio e incremento de reservas.

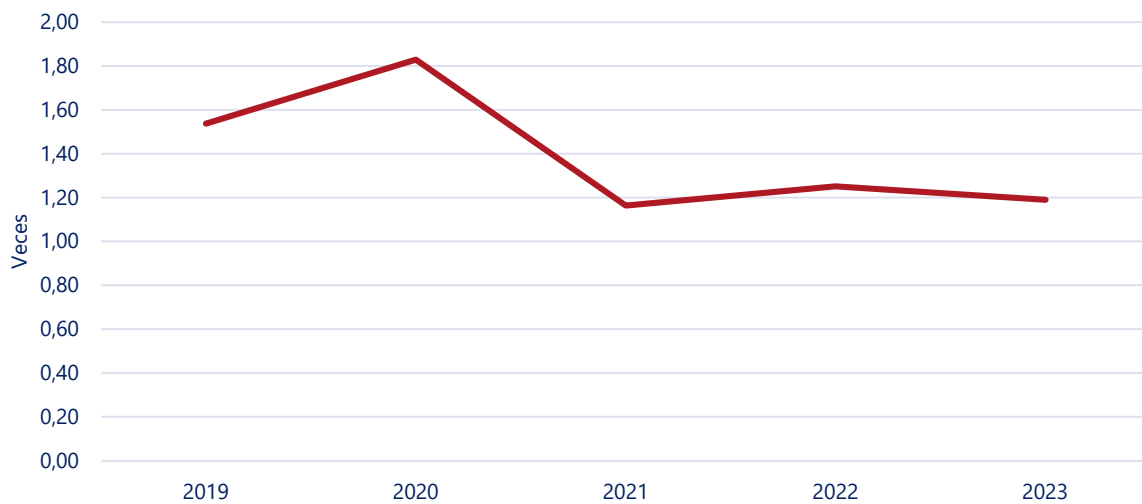


Ilustración 8: Evolución pasivo exigible sobre patrimonio

Durante el horizonte de evaluación se exhibe una constante disminución de la deuda financiera, pasando desde los \$ 279.722 millones en 2019 hasta los \$ 178.333 millones en 2023, dada la venta de Gasmar. De esta manera, al analizar los indicadores en endeudamiento relativo se obtiene un valor de 2,3 veces para la deuda financiera sobre EBITDA (2,9 veces en 2022) y 3,4 veces para la deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (4,1 veces en 2022). No obstante, si se ajusta este último<sup>17</sup>, se obtendría un ratio de 2,8 veces en 2023.

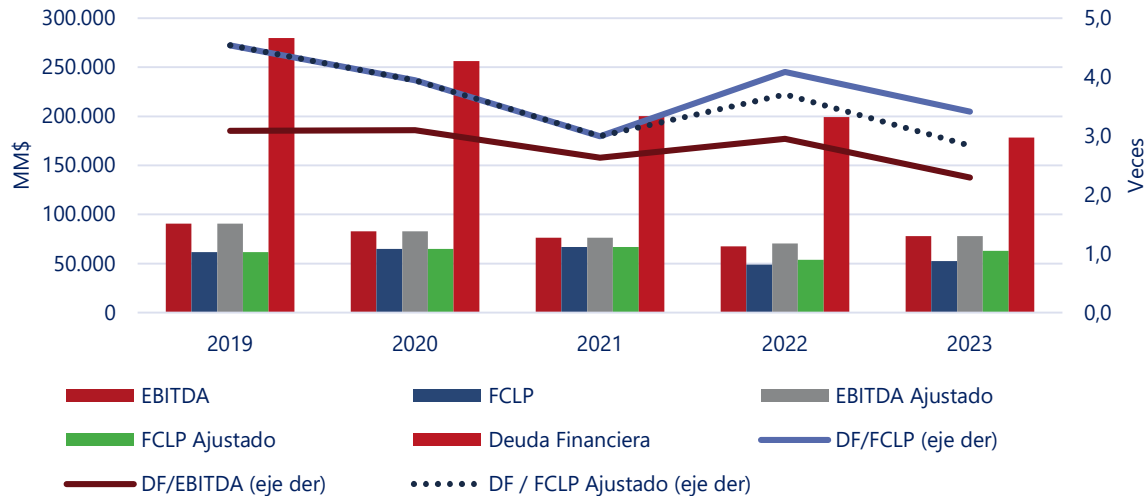


Ilustración 9: Evolución endeudamiento relativo

Con respecto al perfil de vencimientos, cabe señalar que el endeudamiento financiero está estructurado en el largo plazo, pero presenta los mayores vencimientos en los primeros tres años y en el ejercicio de 2029 en donde se registraría la máxima amortización anual, igual a \$ 42.999 millones, cifra, en todo, caso, inferior al Flujo de Caja de Largo Plazo de 2023 el cual alcanzó un valor de \$ 52.287 millones (\$ 62.874 ajustado).

<sup>17</sup> Considerando únicamente las rentabilidades anuales de los activos de 2022 y 2023, debido a la venta de Gasmar y la incorporación de nuevos flujos de Inersa.

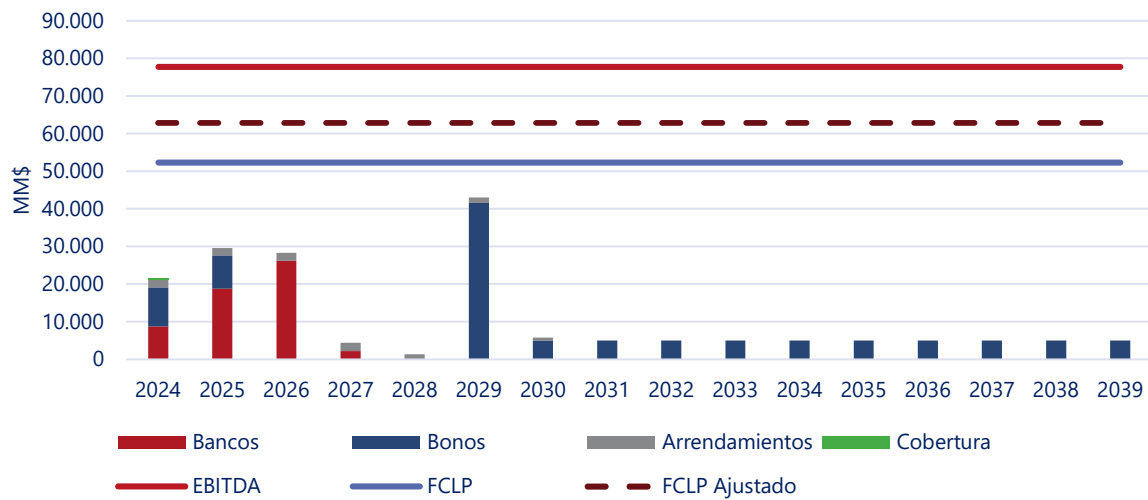


Ilustración 10: Evolución perfil de vencimientos

## Evolución de la liquidez

La liquidez medida a través de la razón circulante<sup>18</sup>, se mantuvo relativamente estable en el periodo de evaluación, a excepción de 2021 donde se presentó un alza importante por mayor efectivo y equivalentes, la disminución de los pasivos clasificados para la venta, y una baja de los préstamos bancarios. Desde 2018, la liquidez se mantuvo sobre la unidad, alcanzando su *peak* en 2021 (1,6 veces), obteniendo 1,2 veces en 2023 (similar al comportamiento histórico).

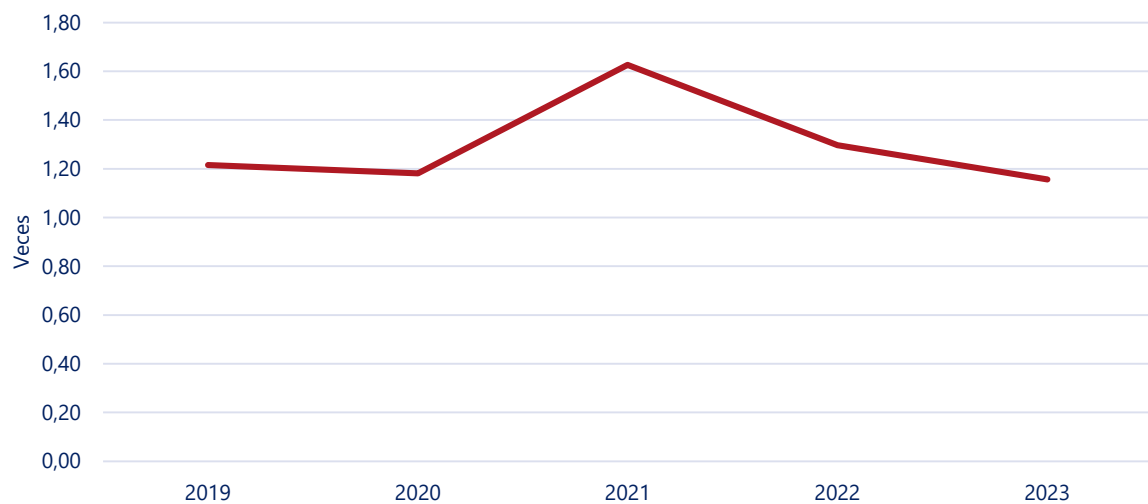


Ilustración 11: Evolución de la razón circulante

<sup>18</sup> Activos corrientes / Pasivos corrientes



## Evolución de la rentabilidad<sup>19</sup>

Las rentabilidades sobre activo y patrimonio exhibieron niveles extraordinarios en 2021 debido a utilidades elevadas por concepto de ingresos extraordinarios, como consecuencia de la venta de la filial Gasmar lo cual afectó los indicadores llevándolos a niveles históricamente altos. En 2022, los ratios presentaron contracciones hasta alcanzar valores de rentabilidad sobre activo y patrimonio de 1,5% y 3,3%, respectivamente. Por su parte, la rentabilidad operacional mantuvo un comportamiento a la baja desde 2020, pasando desde 5,2% en ese año a 3,7% en 2022.

En la actualidad se exhibe un leve aumento de las rentabilidades del activo y del patrimonio, debido a la mayor utilidad registrada en 2023, alcanzando valores de 2,1% y 4,6%, respectivamente. La rentabilidad operacional también tuvo un comportamiento al alza alcanzando el valor de 5,2%.

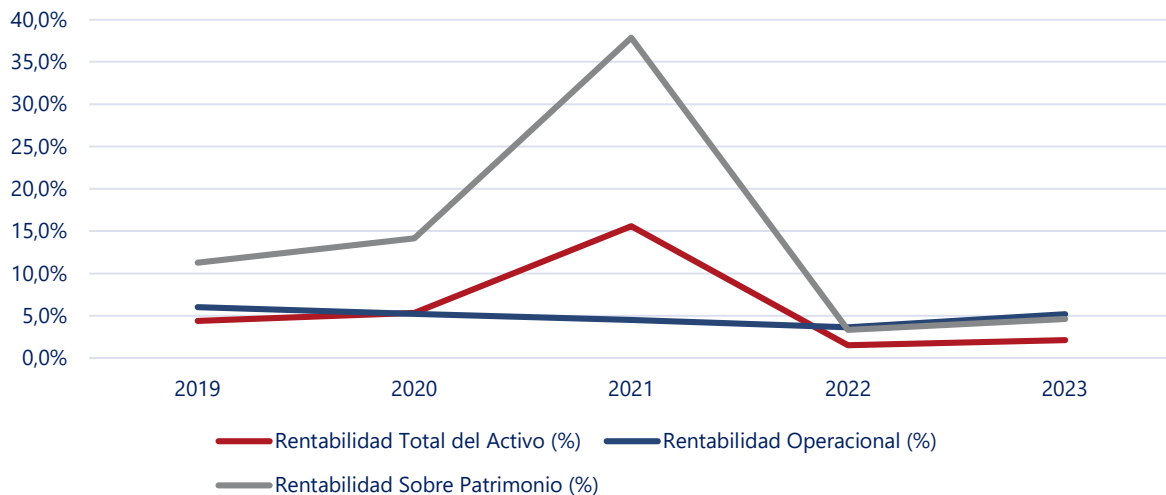


Ilustración 12: Evolución de las rentabilidades

## Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio presenta una presencia a marzo 2024 de 4,7%. Cabe mencionar que **Gasco** posee un *market maker*.

<sup>19</sup> 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.

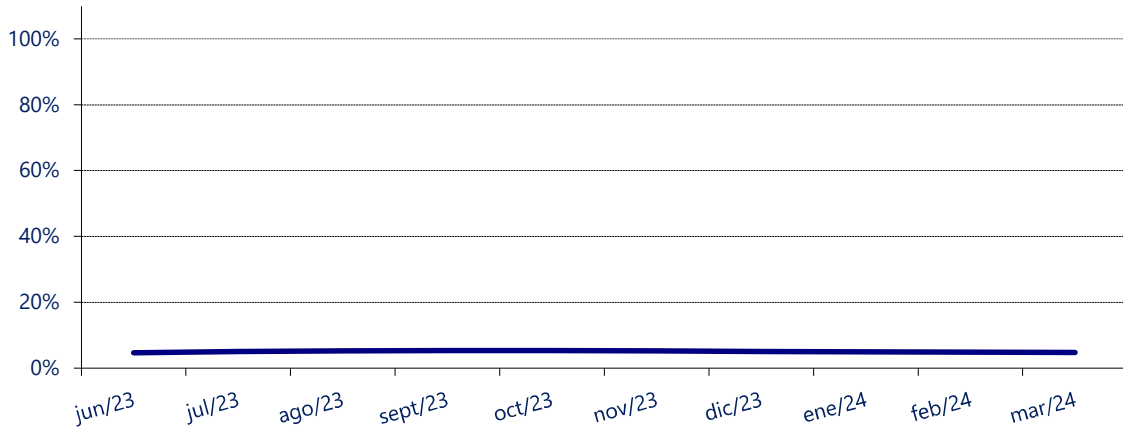


Ilustración 13: Presencia promedio

## Covenants financieros

A diciembre de 2023 los *covenants* de la empresa son los siguientes:

Covenants línea de bonos		
	Límite	dic-23
Endeudamiento consolidado	Superior a 1,3 veces.	0,36 veces
Activos libres de prenda/pasivos exigibles no garantizados	Inferior a 1,2 veces.	1,81 veces.
Activos libres de prenda/pasivos exigibles	Inferior a 0,5 veces.	1,81 veces.
Total patrimonio	Inferior a 170 millones.	401 millones.
Deuda financiera neta sobre EBITDA	Superior a 3,25 veces.	1,87 veces.

## Ratios financieros<sup>20</sup>

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,55	1,52	1,35	1,30	1,40
Razón Circulante (Veces)	1,22	1,18	1,63	1,30	1,16
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,22	1,18	1,63	1,29	1,16
Razón Ácida (veces)	1,12	1,05	1,44	0,92	0,83
Rotación de Inventarios (veces)	8,49	12,91	16,52	13,73	9,00
Promedio Días de Inventarios (días)	42,98	28,27	22,10	26,58	40,57
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	10,45	10,50	11,32	10,17	8,16
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	34,94	34,75	32,23	35,89	44,71

<sup>20</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,68	5,23	5,81	6,04	4,32
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	64,30	69,80	62,79	60,42	84,42
Diferencia de Días (días)	29,36	35,05	30,55	24,53	39,70
Ciclo Económico (días)	-13,62	6,78	8,45	-2,06	-0,86

<b>Ratios de endeudamiento</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Endeudamiento (veces)	0,61	0,65	0,54	0,56	0,54
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,54	1,83	1,16	1,25	1,19
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,58	0,59	0,35	0,33	0,39
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,09	3,10	2,63	2,95	2,29
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,32	0,32	0,38	0,34	0,44
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	46,69%	44,12%	38,74%	41,39%	37,36%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	1,26%	0,02%	0,02%	0,03%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,37	1,51	12,79	0,82	1,35

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Margen Bruto (%)	27,39%	25,83%	19,63%	17,00%	21,67%
Margen Neto (%)	9,80%	11,57%	26,03%	2,37%	3,56%
Rotación del Activo (%)	44,17%	48,11%	57,62%	67,49%	58,08%
Rentabilidad Total del Activo (%) <sup>21</sup>	4,40%	5,34%	15,61%	1,53%	2,12%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,37%	5,30%	15,50%	1,52%	2,08%
Inversión de Capital (%)	161,93%	189,77%	156,83%	174,78%	169,62%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	9,20	11,07	6,58	16,30	24,55
Rentabilidad Operacional (%)	6,03%	5,22%	4,50%	3,65%	5,19%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	11,28%	14,14%	37,85%	3,34%	4,62%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	64,55%	65,63%	73,82%	76,89%	71,55%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	72,61%	74,17%	80,37%	83,00%	78,33%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,92%	6,93%	5,70%	5,20%	5,83%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	14,58%	12,97%	10,48%	7,68%	10,98%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,74%	19,15%	13,76%	11,55%	15,24%

<b>Otros indicadores</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,05%	0,09%	0,02%	0,08%	0,03%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	11,70%	10,65%	13,38%	14,48%	14,39%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	1,54%	1,60%	1,90%	0,74%	0,71%
Capital sobre Patrimonio (%)	15,73%	15,76%	10,57%	10,76%	9,85%

<sup>21</sup> Activos en ejecución descontados,

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*