

La compañía ha separado sus negocios de gas licuado y gas natural

Humphreys mantiene la clasificación de los títulos de deuda de Gasco en "Categoría AA" con tendencia "Desfavorable"

Santiago, 01 de junio de 2016. **Humphreys** decidió mantener la clasificación de los bonos emitidos por **Gasco S.A.** en "Categoría AA" en el contexto de la correspondiente revisión anual para la compañía. La categoría de la clasificación se mantuvo en "Desfavorable".

La clasificación de los títulos accionarios de **Gasco** se sitúa en "Primera Clase Nivel 2" por la adecuada solvencia asignada a la empresa. Sin embargo, su tendencia cambia desde "Estable" a "En Observación", quedando a la espera de la presencia bursátil que, una vez realizada la oferta pública de acciones (OPA) necesaria para llevar a cabo la división de los negocios de Gasco S.A., registrarán las acciones de **Gasco**.

En relación con lo anterior, el pasado 30 de marzo de 2016, en la junta extraordinaria de accionistas, se aprobó la división de las sociedades, propuesta en diciembre de 2015. Además, se creó una nueva sociedad: Gas Natural Chile S.A. que será la empresa continuadora del negocio de gas natural. Por su parte, **Gasco S.A.** será la empresa continuadora del negocio de gas licuado (GLP), junto con la unidad de negocio Gasco Magallanes, dedicada a la distribución de gas natural. A su vez, la compañía continuadora congregará a las siguientes empresas: Gasco GLP, Gasmar, Invergas, Autogasco, Movigas y las colombianas Vidagas y Unigas.

Por otra parte, el pasado 28 enero de 2016, los tenedores de bonos aceptaron renunciar a la cláusula de solidaridad establecida en los contratos de emisión de bonos, bajo escenario de división. De esta manera, los bonos emitidos serán responsabilidad de **Gasco S.A.**, sin la solidaridad de la nueva compañía, Gas Natural Chile S.A.

Dado este escenario de división, la actual categoría de riesgo, tal como esta clasificadora comunicó el pasado 29 de enero de 2016, será revisada una vez realizada la OPA que divide la propiedad de las sociedades.

La baja en la clasificación correspondería a que en el escenario actual, **Gasco** enfrenta un incremento en el endeudamiento en relación con su EBITDA y con respecto a su Flujo de Largo Plazo (FCLP)¹. La relación deuda financiera a EBITDA se incrementa a 3,2 veces (a diciembre de 2014, previo a la división, la compañía exhibía una relación igual a 2,1 veces), mientras que la relación al FCLP se incrementa a 4,5 veces (previo a la división, en diciembre de 2014, este valor era igual a 2,8 veces). Además, la fortaleza estructural de la compañía continuadora se debilita, dado la menor diversificación de los ingresos, la menor demanda cautiva y la concentración de las ventas de gas licuado en la Región Metropolitana, área que corresponde a la zona de crecimiento para el mercado de gas natural (cabe señalar que, previo a la división y, dado que Metrogas era filial de **Gasco**, aumentos en la participación de uno en desmedro de otro no afectaban significativamente los flujos percibidos para el pago de la deuda).

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

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

Las principales fortalezas de **Gasco** que sirven de fundamento para la calificación de sus títulos de deuda, se sustenta en la estabilidad de las ventas que exhibe el mercado en el que opera

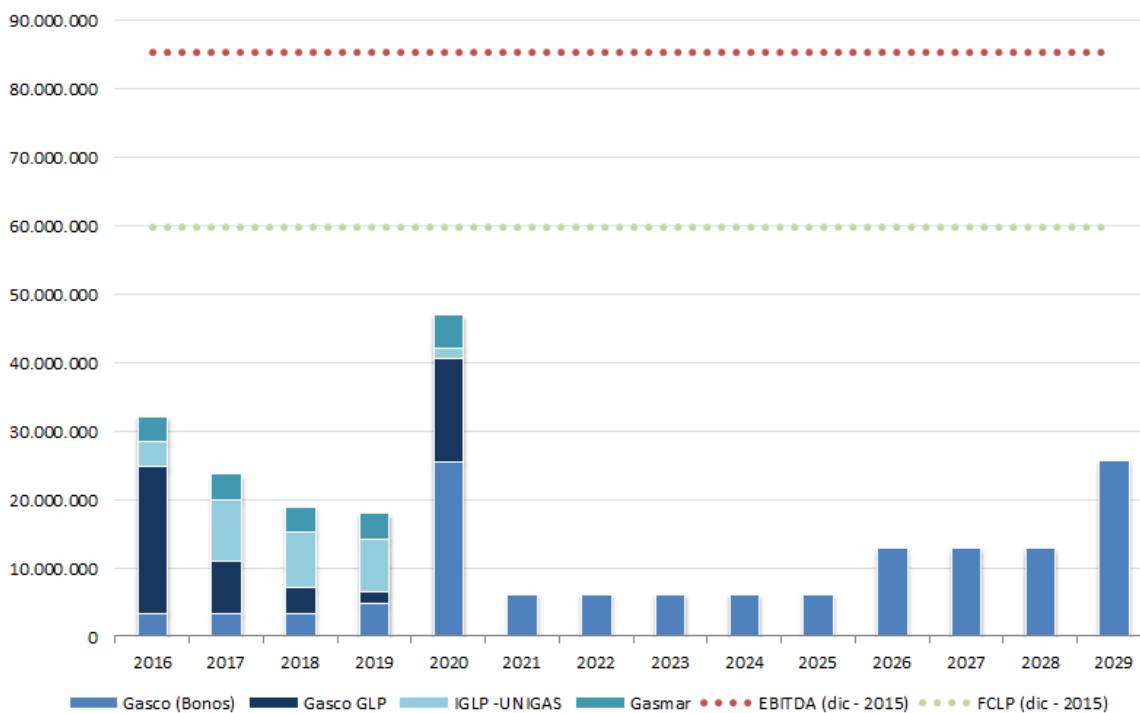
¹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

(gas licuado), esta característica, bajo el supuesto de aseguramiento de suministro a precio de mercado, permite una alta estabilidad en la generación de flujos de la compañía ; asimismo como elementos positivos se considera la atomización de su base de clientes y la baja tasa de incobrabilidad que presenta la compañía, motivado tanto por las características del producto, ya que se trata de un bien esencial, y la modalidad de las ventas, donde un elevado porcentaje se realiza al contado.

A su vez, cuenta con la unidad de negocio Gasco Magallanes (dedicada al negocio de gas natural en la Región de Magallanes), siendo un negocio regulado y que otorga cierto nivel de estabilidad a los flujos **Gasco S.A.**, en que, aproximadamente, un 10% del EBITDA de la compañía es aportado por esta unidad de negocios.

Se considera positivamente el adecuado perfil de vencimientos de su deuda financiera, lo que le permite una alta capacidad de pago de la misma, incluso si hubiese un deterioro en los márgenes de explotación. El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) podría disminuir hasta un 21,6% para hacer frente al pago de sus obligaciones.

Ilustración 1
Evolución del perfil de vencimientos de Gasco
 (M\$. 2016-2029)



También se valora favorablemente las características del mercado de distribución minorista de gas licuado de petróleo (GLP), a través de cilindros o estancos, propiedad de **Gasco**, donde el ingreso de nuevos competidores requeriría altos montos de inversión por parte de estos últimos, lo que hace menos probable el ingreso a este mercado. Cabe señalar que la distribución de mercado en la industria se ha mantenido relativamente estable, donde **Gasco** tiene una participación cercana al 26% en el mercado de gas licuado a nivel nacional.

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

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

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra restringida fundamentalmente por la baja diferenciación del producto gas licuado, situación que aumenta la

probabilidad que la competencia dentro del sector se centre en la variable precio, aunque se reconoce como atenuante el esfuerzo de la compañía por diferenciarse de sus competidores a través de la prestación de servicios complementarios al negocio de gas licuado.

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

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

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

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

Gasco distribuye y comercializa gas licuado, de forma directa y por medio de filiales y coligadas, a clientes residenciales, comerciales e industriales entre la región de Tarapacá y Aysén. La compañía está presente, también, en la Región de Magallanes, con su unidad de negocios Gasco Magallanes, a través de la comercialización de gas natural. Por otro lado, por medio de su filial Gasmar S.A., importa gas licuado desde distintos lugares del mundo. Adicionalmente, está presente en el mercado colombiano de distribución de GLP, siendo socio mayoritario y controlador de Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.

En 2015, **Gasco** (sin considerar el negocio de gas natural) presentó ingresos ordinarios por \$404.056 millones (US\$ 569 millones²), contando con una participación de mercado de gas licuado a nivel nacional igual a 26,1%, de acuerdo a datos de la emisora. Mientras, que en Colombia la empresa alcanzó una participación de mercado de gas licuado igual a 20,8% y ventas por cerca de \$50.209 millones.

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

Según los estados financiero proforma, los activos correspondientes a la empresa continuadora del negocio de gas licuado, finalizó el periodo con activos por \$626.748 millones (US\$ 883 millones). El pasivo financiero, correspondiente a la continuadora del negocio de GLP, asciende a \$271.823 millones (US\$ 383 millones); del total, un 76,3% se encuentra en el largo plazo.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Acciones	GASCO	Primera Clase Nivel 2
Línea de bonos		AA
Bonos	BGASC-D	AA
Bonos	BGASC-F1	AA
Bonos	BGASC-F2	AA
Bonos	BGASC-H	AA
Línea de efectos de comercio		Nivel 1+/AA

Contacto en **Humphreys**:

² Tipo de cambio utilizado: \$710,16/US\$ al 31/12/2015.

Elisa Villalobos H.
Teléfono: 56 – 22433 5200
E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile
Fono (56) 22 433 52 00 / Fax (56) 22 433 52 01
<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".