



VALORACIÓN Gasco

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Manuel Astaburuaga

Profesor Guía: Roberto Stein

Santiago, Julio 2013

Tabla de contenido

1 Metodología	3
2 Descripción de la Empresa e Industria	5
3 Descripción del Financiamiento de la Empresa.....	19
4 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	23
5 Estimación del Costo Patrimonial y de Capital de la Empresa.....	28
6 Análisis Operacional del Negocio e Industria	32
7 Proyección de EERR.....	42
8 Proyección de Flujos de Caja Libre	46
9 Valorización económica de la Empresa y de su precio de acción	48
10 Conclusiones	50
Anexos	51
Anexo 2.4 Ratios financieros	52
Anexo 5.1 Estimación betas	53

1 Metodología

En el presente documento se tiene como objetivo valorizar y exponer la compañía GASCO S.A, para lograr el objetivo se describe el negocio de la compañía en todas sus aristas haciendo énfasis en su estructura financiera, deuda y expansiva. La metodología utilizada es valorización a través de flujo de caja descontado.

En los primeros capítulos del documento se expone la composición y funcionamiento de la compañía, detallando sus distintas áreas de negocio y la presencia de la empresa en la cadena de valor del rubro, luego se detalla la metodología y cálculo de las condiciones financieras de la compañía para así obtener las tasas asociadas al negocio específico.

Finalmente basándose en todos los datos obtenidos y explicados a lo largo del documento se valoriza la compañía a través de sus EERR proyectados para las fechas requeridas.

2 Descripción de la Empresa e Industria

Gasco S.A. es una de las empresas de mayor trayectoria de nuestro país, siendo hoy matriz de un grupo de empresas dedicadas principalmente a la distribución de gas licuado y gas natural en la mayor parte de Chile y en la región noroeste de Argentina. Gasco S.A. es controlada por la Compañía General de Electricidad (CGE) quien posee un 57% de la propiedad. En el segmento de gas licuado, la filial Gasco GLP S.A. (100%) opera entre las regiones III a X, siendo líder en ventas en la Región Metropolitana. Por otra parte, por medio de su filial Gasmar S.A. (51%) importa gas licuado desde diversos puntos del mundo, con el fin de abastecer el mercado nacional. Participa también en el negocio del gas natural en Chile a través Metrogas S.A. (52%), que opera en las Regiones Metropolitana y VI, Gas Sur S.A. (70%) que distribuye gas natural para clientes residenciales en la VIII Región e Innergy Holdings que atiende a los clientes industriales de la misma región. En la XII Región, en tanto, Gasco Magallanes, distribuye gas natural y gas licuado. En transporte de gas natural, Gasco participa en Gasoducto GasAndes, a través de Metrogas, y directamente en Gasoducto del Pacífico S.A. (20%). La distribución en el noroeste de Argentina se realiza a través de la coligada Gasnor SA.

La compañía está formada por filiales las cuales se describen a continuación.

Sector Gas Licuado

- Gasco GLP S.A.: Filial encargada de la distribución de gas licuado de petróleo (GLP) entre las regiones de Tarapacá y Aysén. La compañía tiene una participación de mercado del 28% y representa aproximadamente el 20% del EBITDA de GASCO S.A.
- Gasmar S.A.: desarrolla su actividad en el mercado del gas licuado de petróleo (GLP) a través de cuatro líneas de negocios: la comercialización de GLP; los servicios de carga, descarga, almacenamiento y despacho de GLP en su Terminal en Quintero; el respaldo con propano al suministro de gas natural para los clientes residenciales y comerciales de Metrogas S.A.; y el almacenamiento de volúmenes programados de butano. Esta filial representa aproximadamente el 20% del EBITDA de GASCO S.A.

Sector Gas Natural

- Metrogas S.A.: distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial en la Región Metropolitana (RM) y tiene también presencia comercial en la Región del Libertador General Bernardo O'Higgins. Actualmente, Metrogas S.A. tiene una participación de mercado en la Región Metropolitana de un 73% en los nuevos proyectos inmobiliarios, para viviendas de más de UF 1.000. Al 31 de diciembre de 2011, la sociedad alcanzó un total de 461 mil clientes, desagregados en 25 mil clientes de gas de ciudad y 436 mil clientes de gas natural, de los cuales 255 pertenecen al segmento industria. Metrogas aporta con aproximadamente el 62% del EBITDA de GASCO S.A.
- Gas sur S.A.: es la empresa que distribuye gas natural a los sectores residenciales y comerciales en la Región del Bío Bío, operando en las comunas de Concepción, Talcahuano, Hualpén, Chiguayante, San Pedro de La Paz y Los Ángeles. Dicho energético proviene de la cuenca de Neuquén en Argentina y es transportado a Chile a través de Gasoducto del Pacífico S.A. Además, a partir del año 2009, la empresa opera la Central Newen, central termoeléctrica ubicada en las instalaciones de Gas Sur S.A., en el sector Cuatro Esquinas de Talcahuano, que cuenta con una turbina de generación a gas de 15 MW. La filial aporta con aproximadamente el 3,5% del EBITDA de GASCO S.A.
- Gasco Magallanes S.A.: Esta encargada desde 1981 de la distribución de gas natural y gas licuado. En la actualidad, la empresa cuenta con una cartera de 50.951 clientes en la región. Punta Arenas, la capital regional, concentra el 85% de la venta física total de gas natural, seguida por Puerto Natales y Porvenir con participaciones del 11% y 4%, respectivamente. Durante el año 2011, las ventas físicas de gas natural alcanzaron 358 millones de m³, cifra levemente inferior al año anterior, lo que se explica principalmente por temperaturas más altas en la región.
- Transportes e Inversiones Magallanes S.A.: es una empresa de transporte público urbano única en su clase en Chile, por tratarse de una flota de buses a gas natural. Esta subsidiaria de Gasco S.A., que opera comercialmente bajo la marca MOVIGAS, inició sus operaciones en la ciudad de Punta Arenas el 31 de mayo de 2010, tras veinte años sin buses para la movilización de la población en esa ciudad. En el 2011 se logró

consolidar un equipo de trabajo que opera bajo procesos óptimos, de acuerdo a estándares internacionales de logística de transporte. Lo anterior, sumado al ajuste de la oferta, como resultado de un estudio detallado de la demanda, resultó en una mejora de 26% del EBITDA.

- Autogasco S.A.: es la única empresa en Chile que comercializa los dos tipos de gas vehicular: natural y licuado. Realiza su gestión comercial a través de la construcción y operación de estaciones de servicio propias, en alianza con otras marcas, e instalación de estaciones modulares. En junio de 2011 se realizó el lanzamiento oficial de AutoGasco en la Estación de Servicio Carrascal, reuniendo a importantes autoridades y colaboradores, logrando publicaciones en prensa y notoriedad en medios de comunicación.
- Innergy holdings S.A.: comercializa gas natural, abasteciendo el mercado industrial y a las empresas distribuidoras de gas natural residencial y comercial de la Región del Bío Bío. La empresa mantiene contratos de suministro de largo plazo desde la cuenca de Neuquén en Argentina, tanto de gas como de transporte, con el Consorcio YPF – Pan American Energy y con Gasoducto del Pacífico, respectivamente. Las zonas abastecidas directamente con gas natural por Innergy son Talcahuano, Penco, Lirquén, Laja, Nacimiento, Coronel, Arauco, Nueva Aldea, Pemuco y Charrúa.
- Gasoducto del Pacífico S.A.: es una empresa transportadora de gas natural, compuesta por las sociedades Gasoducto del Pacífico Cayman Ltd., Gasoducto del Pacífico S.A. y Gasoducto del Pacífico (Argentina) S.A. Desde 1999 presta servicios de transporte de gas natural vía gasoducto, desde la provincia de Neuquén, Argentina, a la Región del Bío Bío en Chile. Además, transporta gas natural hacia la red local de gasoductos argentinos y gas natural proveniente del Terminal de GNL Quintero desde la planta de regasificación de Pemuco a la Refinería Bío Bío de Enap. El gasoducto tiene una extensión total de 543 km, sin incluir los ramales, y su construcción requirió una inversión total de US\$ 319 millones

Negocios Internacionales

- Inversiones GLP S.A.S. E.S.P.: es la subsidiaria de Gasco S.A. que distribuye gas licuado de petróleo (GLP) en el mercado colombiano, en 22 de los 32 departamentos del

país y en más de 540 municipios. Durante el año 2011, y dentro de su estrategia de crecimiento, adquirió el 70% de la empresa Unigas Colombia S.A. E.S.P., así como los activos de las empresas Portagas y Durán. La venta de GLP, que se realiza bajo las marcas Vidagas y Unigas, está dividida en los canales de envasado y granel. La venta de envasado, con

- cilindros de 20, 33, 40, 77 y 100 libras (equivalentes a 9, 15, 18, 35 y 45 kg, respectivamente), es atendida a través de una red de venta directa, comercializadores y expendios, mientras que la venta de granel es atendida con carrotanques y tanques estacionarios, e incluye tanto las ventas a comercializadores minoristas de GLP, como al cliente final.
- Gasnor S.A.: 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 térmicos. Durante el año 2011, Gasnor instaló 304 km de redes nuevas, 152 km de gasoducto y alcanzó una base de 440.097 clientes, que representa un incremento de 5% en comparación al año anterior, crecimiento experimentado especialmente en el sector residencial.
- Gasmarket S.A.: es la principal comercializadora de gas natural y de productos y servicios energéticos relacionados, de la región del noroeste argentino (NOA). La empresa en la actualidad abastece al 59% del mercado industrial del NOA y al 4% de la demanda industrial de Argentina. Además de la venta de gas natural a clientes industriales, provee asesorías para lograr el mejor aprovechamiento de su balance energético. Su cartera de clientes está compuesta por una amplia gama de industrias, entre ellas, la azucarera, citrícola, química, cerámica, textil, metalmecánica, automotriz y alimenticia, así como también clientes comerciales y particulares.

A continuación se mencionan los 12 mayores propietarios de la compañía.

- Compañía General de Electricidad S.A. 56,62%
- Inmobiliaria Liguai S.A. 6,58%
- Asociación de Canalistas Soc. Canal del Maipo 2,49%
- Inversiones El Maqui Ltda 2,44%

- Doña María Loreto S.A. 2,31%
- AFP Provida S.A. para Fondo de Pensiones 1,88%
- Inversiones Quitralco S.A. 1,73%
- AFP Habitat S.A. para Fondo de Pensiones 1,14%
- AFP Capital S.A. para Fondo de Pensiones 1,09%
- AFP Cuprum S.A. para Fondo de Pensiones 1,05%

Análisis de estrategia comercial

La compañía Gasco S.A. distribuye y comercializa gas licuado, de forma directa y por medio de filiales 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.

Las principales fortalezas de la compañía son el desempeñarse en una industria con una estructura de mercado estable (gas licuado) e, indirectamente, mantener una demanda estable en sus filiales de distribución de gas natural. También es destacable 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. Adicionalmente a lo mencionado se destaca la solvencia del accionista controlador (CGE), la elevada experiencia en el rubro y la probada capacidad de distribución disponible.

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 participan, las que han tendido a mantener su participación en las ventas. En el mercado de 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. 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.

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, en el cual los clientes conectados enfrentan un costo asociado a cambiarse a otro tipo de combustibles. 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.

La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes y además un muy bajo riesgo de no pago. En efecto, 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 cortar el suministro a los clientes morosos (ya sea residencial, comercial o industrial).

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.

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. En el caso del gas natural, la capacidad viene dada por la red instalada que a junio de 2011 le permitía acceder a aproximadamente 547 mil clientes en Chile.

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. La matriz tiene un gran acceso a fuentes de financiamiento. CGE, de forma consolidada, presentaba ingresos a diciembre de 2010 de US\$ 4.298 millones, un resultado operacional de US\$ 456 millones y una deuda financiera en torno a US\$ 3.767 millones.

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.

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.

Si bien el proyecto de GNL disminuyó el riesgo de suministro de Metrogas, el formato de compra ha cambiado debido a que Metrogas debe efectuar sus pedidos de gas con aproximadamente seis meses de antelación, por lo que queda expuesto ante cambios puntuales en la demanda o fluctuaciones en los precios de los bienes sustitutos, existiendo en la actualidad coberturas que ayudan a atenuar el riesgo variaciones en los precios combustibles.

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.

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, la principal empresa distribuidora de este combustible, 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.

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 la empresa está ingresando a un mercado nuevo, de reciente regulación y con 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.

En agosto de 2011, se produjo el término del pacto de actuación conjunta por parte de los dos mayores accionistas de CGE, grupo controlador de Gasco, debido a discrepancias en la forma en que estaba distribuido el número de directores. Esta situación podría implicar cambios al estilo de dirección que el grupo mantuvo por años.

Análisis financiero

Durante el último periodo la compañía a mostrado una importante recuperación principalmente por los resultados provenientes del negocio de gas natural, sumado al buen desempeño del negocio del GLP ha resultado en el fortalecimiento de las medidas de protección crediticia a nivel consolidado de Gasco. Al cierre del periodo de 12 meses (LTM) terminado en Junio de 2012, Gasco generó un Ebitda de totaliza \$140.771 millones, mostrando un nivel de endeudamiento medido como Deuda Financiera a EBITDA de 3,1x y una cobertura de Intereses (EBITDA a Gastos Financieros) de 5,0x.

El abastecimiento del terminal de regasificación GNL Quintero le ha permitido a Metrogas recuperar sus ventas de gas natural al segmento industrial, abastecer al segmento residencial, y además durante 2011 se dieron las condiciones para vender gas a compañías eléctricas, generando mayores ingresos. Al cierre de 2011 Metrogas presentó un EBITDA de \$91.339 millones (25% más alto que el año anterior) y representó un 62,7% del Ebitda consolidado de Gasco (58,7% en 2010)

El negocio de gas licuado mostró un buen desempeño durante el 2011. Gasco GLP ha mantenido sus niveles de generación estables con un Ebitda en torno a los \$30.300 millones (21% del Ebitda consolidado de Gasco) y un nivel de endeudamiento estable. Las ventas físicas, sin incluir las ventas correspondientes al negocio de respaldo de gas natural, alcanzaron 297.203 toneladas, 1,4% por encima al año anterior, mientras que su participación de mercado a nivel nacional fue de un 28%, manteniéndose el liderazgo en ventas en la Región Metropolitana.

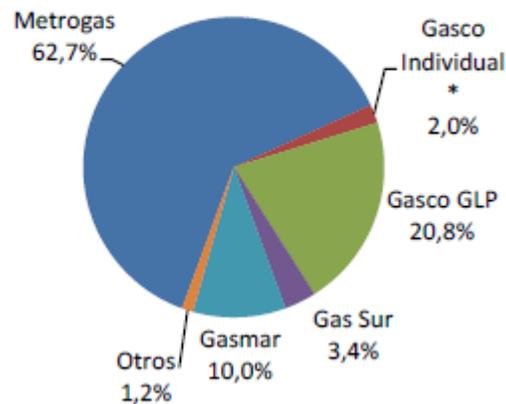
La clasificación de acciones de Gasco se apoya en el importante valor económico de sus activos mientras que se restringe por la relativamente moderada liquidez de su acción, lo que se ve plasmado principalmente en una presencia bursátil del 64,54% y un free float del 23%. Con información a Agosto de 2012, Gasco alcanzó una capitalización bursátil de US\$1.241 millones en la Bolsa de Comercio de Santiago, y un volumen diario promedio transado de US\$343 mil y US\$385 mil para el último mes y el último año respectivamente.

Gasco ha continuado incrementando su inversión en Colombia, a través de la sociedad Inversiones GLP. En el año 2011 se concretó la adquisición de Unigas Colombia, la cual presta servicios de distribución de GLP en la zona central de ese país, y los activos de las empresas Portagas y Durán. Estas últimas compras han aumentado la cobertura geográfica de Vidagas, marca con la cual opera el Grupo Gasco en Colombia, y han permitido que Gasco alcance aproximadamente el 23% de participación de mercado. Hasta el momento, Gasco lleva US\$56,4 millones invertidos en Colombia, incluyendo las compras materializadas durante el 2012, con lo cual se espera que cierre el año con una participación de mercado cercana al 27%. Hacia adelante no se prevén adquisiciones adicionales en Colombia, habiéndose iniciado un proceso de consolidación de los negocios adquiridos

En 2011, Gasco a nivel consolidado registró un EBITDA de \$145.768 millones, cifra 17% superior a la obtenida en el ejercicio 2010 debido principalmente al fuerte crecimiento en el EBITDA del negocio de distribución de gas natural a través de su filial Metrogas, la cual mostró una generación 25% más alta que en el año anterior. En relación al flujo de caja, en 2011 Gasco tuvo necesidades de capital de trabajo por \$4.670 millones, y el flujo de caja operativo (CFO) alcanzó \$112.511 millones. Las inversiones consolidadas en activos fijos sumaron \$63.975 millones y estuvieron orientadas principalmente al desarrollo del negocio base de distribución y comercialización de gas, al crecimiento en el mercado de distribución de gas licuado en Colombia y al posicionamiento del gas vehicular en el país. Los dividendos consolidados pagados por Gasco y filiales en 2011 fueron de \$60.463 representando el 84% de la utilidad neta del año 2010. La política de dividendos de la compañía ha mostrado ser relativamente agresiva en los últimos años, si bien el grupo no ha definido un porcentaje fijo como política habitual.

Tabla 2.1 Composición EBITDA

Composición EBITDA Consolidado Gasco
(A Diciembre 2011)



Fuente: Gasco. * Gasco Individual: aproximado.

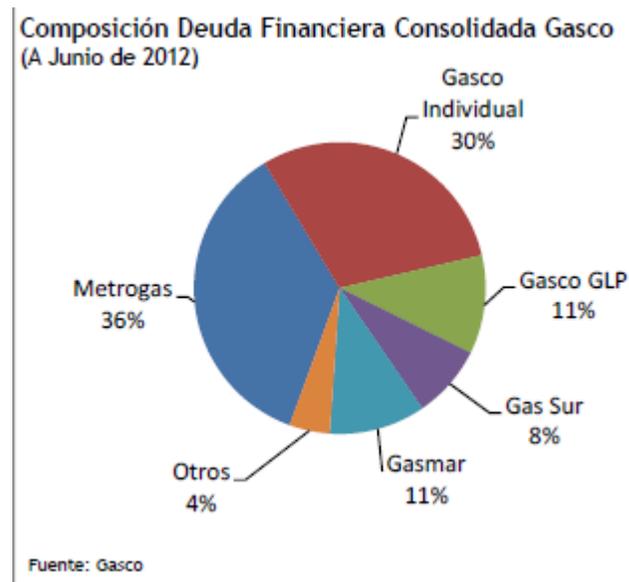
Fuente: Memoria Gasco 2012

Al cierre del año móvil a Junio de 2012 (LTM), Gasco mostró una generación de EBITDA consolidado de \$140.771 millones, mostrando una leve reducción debido principalmente al alza en las materias primas y otros costos operacionales, mientras que la deuda financiera consolidada alcanzó \$437.481 millones. Así, el ratio de deuda a EBITDA alcanzó 3,1x, en línea con lo proyectado y ratificando el fortalecimiento de las medidas de protección crediticia del grupo. El CFO para el período se incrementó a \$119.331 millones debido a la liberación de capital de trabajo por \$26.000 millones. Inversiones de capital de \$55.629 millones y un pago de dividendos más acotado llevaron a la compañía a mostrar un FCF positivo en \$16.470 millones.

Análisis de deuda

Gasco posee una adecuada estructura de deuda concentrando sus obligaciones financieras en el largo plazo (79,7% a Junio de 2012) en línea con el perfil de sus negocios. A esa fecha, la deuda financiera consolidada totalizó \$437.481 millones, un 5% más alto de lo registrado a Diciembre de 2011. Además, a Junio de 2012, la deuda financiera de Gasco (excluyendo las obligaciones financieras asociadas a derivados de cobertura) se compone principalmente por la deuda de Metrogas (36% del total) y la deuda individual del holding (30%), quedando el 34% restante en Gasmar (11%), Gasco GLP (11%), Gas Sur (8%). La estrategia financiera del grupo hacia delante considera que cada subsidiaria mantenga individualmente la deuda necesaria para financiar su propia operación, reduciendo de esta forma la deuda corporativa. Además, el grupo mantiene una deuda bien estructurada en el largo plazo, con prevalencia de tasas de interés fijas (70-80%) y con un mix de monedas que refleje la moneda de generación esperada de los negocios. A nivel consolidado, Gasco posee un holgado calendario de amortizaciones en comparación con la generación de su flujo operacional.

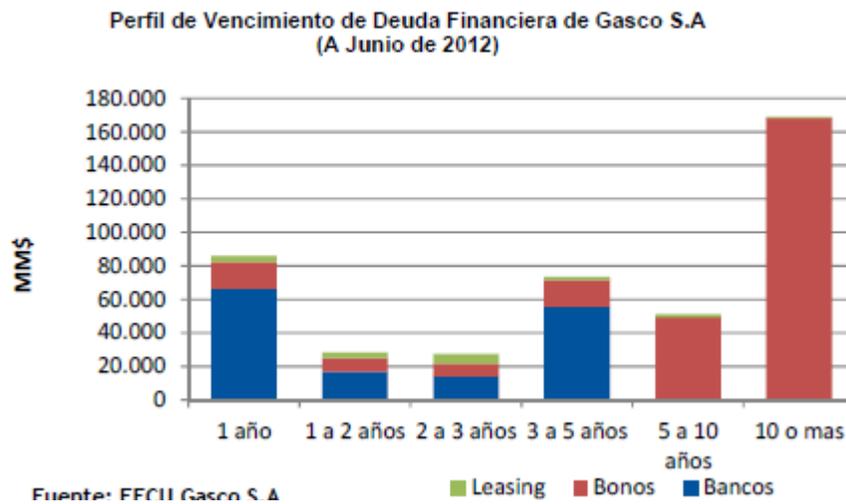
Tabla 2.2 Deuda Financiera



Fuente: Memoria Gasco 2012

Además, la compañía muestra un nivel de liquidez adecuado, manteniendo a Junio de 2012 caja y equivalentes por \$31.318 millones, que cubren un 35,4% de sus obligaciones financieras de corto plazo. Adicionalmente, Gasco posee un amplio acceso al mercado de deuda local para eventuales refinanciamientos (líneas bancarias, y efectos de comercio).

Tabla 2.3 Perfil de Deuda



Fuente: Fecu 2012

En el anexo 2.4 se puede apreciar la tabla resumen de los principales ratios financieros para los años de análisis.

3 Descripción del Financiamiento de la Empresa

A continuación se exponen las fichas para los bonos emitidos y vigentes de la compañía. Las tablas de pagos se adjuntan en Excel.

Tabla 3.1 Deuda

Nemotécnico	bgasc-fl
Fecha de Emisión	36861
Valor Nominal (VN o D)	400000
Moneda	CLF
Tipo de Colocación	OTC
Fecha de Vencimiento	45992
Tipo de Bono	Amortizable
Tasa Cupón (k_d)	0.073
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Tabla de Pagos	Excel
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Inversion
Clasificación de Riesgo	A+,AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	0.0715
Precio de venta el día de la emisión.	101.6
Ultima Transaccion	40324
Valor de Mercado	0.0354
Fecha de prepago	x

Nemotécnico	bgasc-f2
Fecha de Emisión	36861
Valor Nominal (VN o D)	2000000
Moneda	CLF
Tipo de Colocación	OTC
Fecha de Vencimiento	45992
Tipo de Bono	Amortizable
Tasa Cupón (k_d)	0.073
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	50
Tabla de Pagos	Excel
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Inversion
Clasificación de Riesgo	A+,AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	0.069
Precio de venta el día de la emisión.	103.95
Ultima Transaccion	41285
Valor de Mercado	0.0398
Fecha de prepago	x

Nemotécnico	bgasc-h
Fecha de Emisión	38595
Valor Nominal (VN o D)	1500000
Moneda	CLF
Tipo de Colocación	OTC
Fecha de Vencimiento	46997
Tipo de Bono	Amortizable
Tasa Cupón (k_d)	0.035
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	46
Tabla de Pagos	Excel
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Inversion
Clasificación de Riesgo	A+,AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	0.0369
Precio de venta el día de la emisión.	97.18
Ultima Transaccion	41291
Valor de Mercado	0.0409
Fecha de prepago	38596

Nemotécnico	bgasc-d
Fecha de Emisión	36220
Valor Nominal (VN o D)	1000000
Moneda	CLF
Tipo de Colocación	OTC
Fecha de Vencimiento	47178
Tipo de Bono	bullet
Tasa Cupón (k_d)	0.075
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	60
Tabla de Pagos	Excel
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Inversion
Clasificación de Riesgo	A+,AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	0.0725
Precio de venta el día de la emisión.	102.91
Ultima Transaccion	41283
Valor de Mercado	0.0402
Fecha de prepago	x

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

4 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

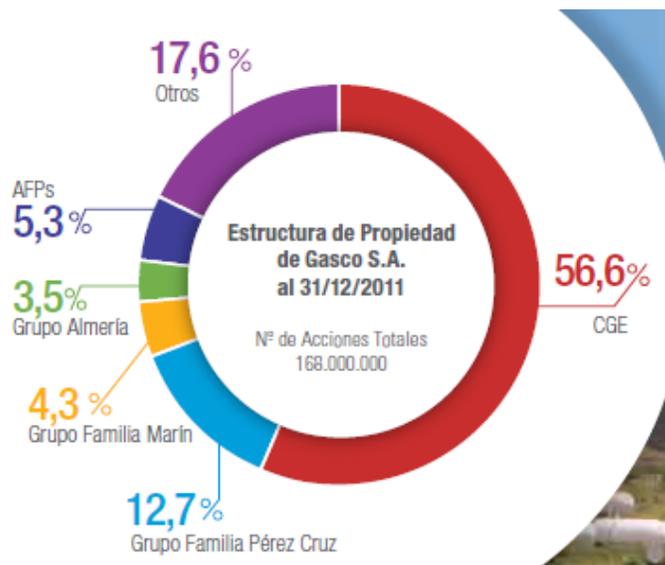
Deuda Financiera de la Empresa

	2008	2009	2010	2011	2012-3Q*
Deuda Financiera (UF)	26.101.529	24.879.553	23.468.871	22.965.313	21.999.121

*al 30 de sep

La compañía mantiene suscritas 168.000.000 acciones, las cuales se distribuyen de la siguiente forma.

Tabla 4.1 Estructura de propiedad gasco



Fuente: Memoria 2012

Como se puede apreciar a continuación los precios de cierre desde el año 2008 hasta el 2013 han variado en términos nominales entre \$1.590 y \$3.350 siendo el cierre más alto el año 2012, demostrando así una sostenida apreciación de la acción.

Fecha	Precio acción
Dic-08	1,590
Dic-09	2,450
Dic-10	3,090
Dic-11	2,850
Dic-12	3,350

El gráfico muestra las fluctuaciones diarias de la acción de Gasco desde el año 2008 a la fecha, se aprecia en rectángulos el comportamiento durante diciembre de cada año.

Tabla 4.1 Evolución precio de Gasco



Fuente: Bloomberg

A continuación se expone el patrimonio económico de la empresa para los años 2008 a 2012.

	2008	2009	2010	2011	2012*
Patrimonio Económico (miles)	267.120.000	411.600.000	519.120.000	478.800.000	562.800.000

*al 30 de Septiembre.

A continuación se expone la estructura de capital objetivo de la empresa.

	2008	2009	2010	2011	2012-3Q
B/V	0,57	0,55	0,53	0,53	0,53

Promedio	Desviacion
0,54	0,02

Razón de endeudamiento de la empresa (B/V) para cada año suponiendo que la deuda financiera igual a deuda de mercado.

	2008	2009	2010	2011	2012-3Q
Razon de Endeudamiento	0,57	0,55	0,53	0,53	0,53

A continuación se aprecia la razón de deuda a patrimonio de le empresa (P/V) para cada año.

	2008	2009	2010	2011	2012-3Q
Razon Deuda Patrimonio	1,33	1,22	1,14	1,15	1,13

Basándose en la historia de la compañía y los ratios analizados se propone una estructura de capital 53/47 deuda patrimonio para la compañía y los futuros análisis.

	2008	2009	2010	2011	2012-3Q
B/V	0,57	0,55	0,53	0,53	0,53
B/P	1,33	1,22	1,14	1,15	1,13

La deuda total de la compañía, incluyendo a Metrogas, se ha mantenido en torno a los \$ 640.000 millones en el período comprendido entre junio de 2007 y junio de 2011. La deuda financiera por su parte, ha disminuido un 14% real entre junio de 2008 y el mismo mes de 2011, llegando hasta los \$ 462.507 millones. Esta variación se explica en su mayor parte por el prepago de deuda de Metrogas (efectos de comercio y bancos), y por la desinversión en sectores distinto del gas (El Raulí, Polpaico) que han permitido prepagar deuda financiera en la matriz.

Lo mismo ha sucedido con los ratios de endeudamiento relativo, deuda total sobre patrimonio total y deuda financiera sobre patrimonio total, que se han mantenido en torno a las 1,2. Distinto es el caso del indicador de endeudamiento financiero sobre EBITDA, puesto que el deterioro de este último valor en 2008 generó un aumento considerable en el mencionado ratio, el que se revirtió en buena parte desde el segundo semestre de 2009, hasta llegar a 3,1 veces en junio de 2011. Cabe destacar que la deuda financiera está estructurada de manera que el pago máximo anual se produce en 2026, con cerca de \$ 97 mil millones, muy lejano al EBITDA de \$ 128 mil millones de 2010.

Comparables

Gasco S.A es parte del índice de comparables Utilities, El índice sectorial UTILITIES incluye a aquellas acciones que, perteneciendo al sector utilities presentan una presencia bursátil ajustada mayor o igual al 25%, Actualmente está compuesto por 10 empresas cuya capitalización bursátil equivale a USD 50.054 MM y representa un 16% de la capitalización del mercado.

Tabla 4.2 Comparables Gasco

COMPONENTES ÍNDICE		
Empresa	Capitalización Bursátil Ajustada (M\$)	Peso Relativo (%)
ENDESA	2.557.239.971	27,96
ENERSIS	2.245.397.666	24,55
COLBUN	1.186.074.486	12,97
AGUAS-A	981.807.023	10,74
AESGENER	722.455.074	7,90
ECL	559.364.496	6,12
CGE	383.106.843	4,19
GASCO	276.937.920	3,03
PEHUENCHE	154.445.987	1,69
PILMAIQUEN	78.097.500	0,85
Total	9.144.926.966	100

Fuente: Bolsa de Comercio

Tabla 4.3 Rendimiento del Sector

RENTABILIDAD (28-12-2012)			
Rentabilidad (%)	UTILITIES	IPSA	IGPA
Valor	3.816,00	4.301,38	21.070,28
30 Días	5,13	4,58	4,13
Año Actual	4,71	2,96	4,67
52 semanas	5,86	3,6	5,26
Mín 52 Semanas	3.537,91	4.018,46	19.566,93
Máx 52 Semanas	4.003,32	4.696,67	22.304,56
Volatilidad Anual	10,28	9,42	7,72

Fuente: Bolsa de Comercio

5 Estimación del Costo Patrimonial y de Capital de la Empresa

Para obtener el costo patrimonial y de capital de Gasco se modeló regresiones para los años analizados con el objetivo de obtener el Beta de la acción con respecto al índice que precios general de acciones en Chile, IGPA.

En resumen, los resultados obtenidos de las regresiones antes descritas (para ver detalle de las regresiones ver anexo 5.1) son:

	2008	2009	2010	2011	2012
Beta de la Acción	0.2224	0,52454	0,372531	0,712352	0,095582
p-value (significancia)	0,0199	0,0225	0,1797	0	0,7598
Presencia Bursátil	44,44%	52,22%	64,44%	49,44%	52,78%

Como se puede apreciar, la presencia bursátil durante los años analizados se ha mantenido constante durante los años.

Dado que los bonos de la compañía tienen bajos volúmenes de transacciones se utilizó el promedio de las últimas transacciones para los bonos vigentes, estas están denominadas en UF, por lo que son tasas coherentes con las utilizadas como tasa libre de riesgo. Promedio utilizado 4% anual en CLF.

Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, calcule el beta de la deuda de su empresa.

Kb	3%
rf	2,74%
PRM	6,50%
Tc	20,00%

CAPM

$$k_b = r_f + \beta_b * PRM$$

Beta de la deuda	0,0400
-------------------------	---------------

Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Beta de la acción, con deuda, ejercicio 2008/2012

Beta de la acción C/D	0,6500
------------------------------	---------------

Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM se estime la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

$$K_p = R_f + PRM \cdot \beta_p^{C/D}$$

Tasa de Costo de Capital	
Tasa Libre de Riesgo	2,74%
Premio por Riesgo de Mercado	6,50%
Beta del Negocio	0,65
Costo de la Deuda	3,00%
Beta de la Deuda	0,0400
Nivel de Endeudamiento (B/P)	1,1739
Nivel de Endeudamiento (B/V)	54,0%
Beta de la Acción	1,2229
Tasa de Impuestos	20%
Premio por Liquidez	0,00%
Costo Patrimonial	10,69%
Costo de Capital	6,21%

Costo de Capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estime el costo de capital para su empresa.

$$K_{wacc} = K_p \frac{P}{V} + K_b \frac{B}{V} (1 - T)$$

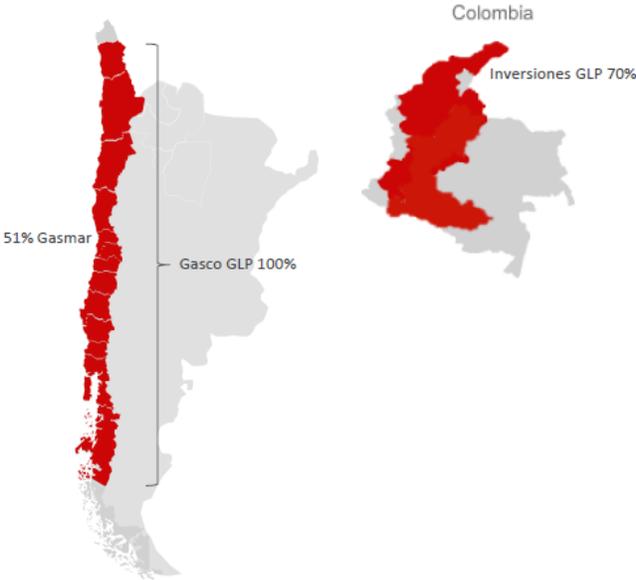
Tasa de Costo de Capital

Tasa Libre de Riesgo	2,74%
Premio por Riesgo de Mercado	6,50%
Beta del Negocio	0,65
Costo de la Deuda	3,00%
Beta de la Deuda	0,0400
Nivel de Endeudamiento (B/P)	1,1739
Nivel de Endeudamiento (B/V)	54,0%
Beta de la Acción	1,2229
Tasa de Impuestos	20%
Premio por Liquidez	0,00%
Costo Patrimonial	10,69%
Costo de Capital	6,21%

6 Análisis Operacional del Negocio e Industria

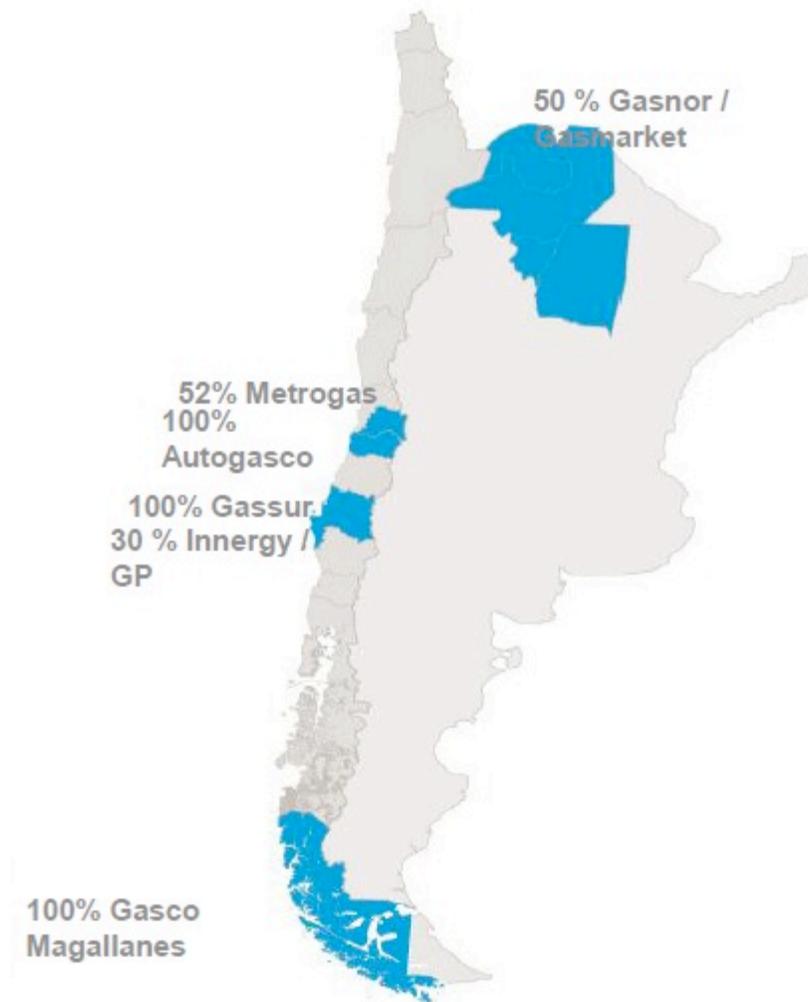
Las principales actividades de la compañía se distribuyen en la distribución de GLP y gas natural, a continuación se aprecia las principales compañías en las que Gasco participa como principales áreas de negocio.

Tabla 6.1 GLP



Fuente: Memoria 2012

Tabla 6.2 GAS NATURAL



Fuente: Memoria 2012

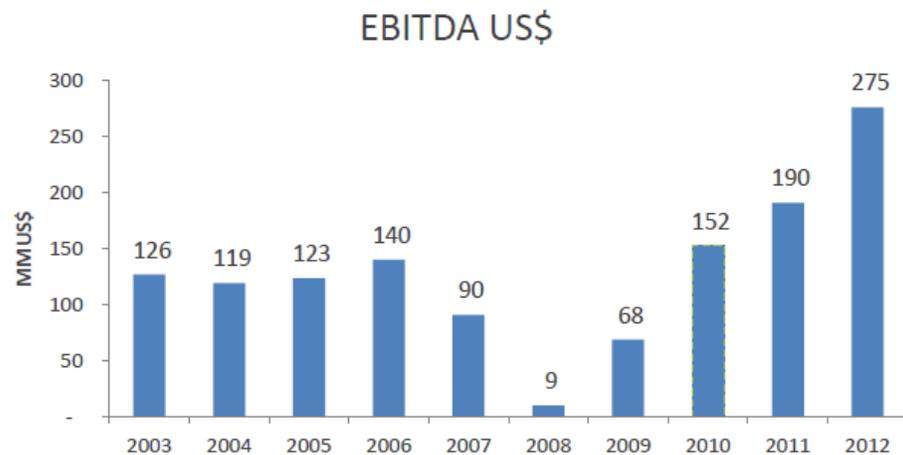
Durante los últimos años el negocio de gas natural ha estado marcado por la firma del tratado de integración con Argentina en 1995, la puesta en marcha de los gaseoductos de gas natural en 1999, problemas de proveedores en Argentina durante 2004 y 2006, durante 2009 2 nuevas plantas de gas natural líquido entraron en operación.

Metrogas es la compañía más importante del grupo en este producto, Gasco posee el 51.83% de la propiedad y esta se encarga de la distribución residencial e industrial en

Santiago. Algunos acontecimientos importantes de esta empresa son el recorte por parte de Argentina durante entre 2005-2009, creación de red de 5.125 km para distribuir a más de 472.000 clientes.

A continuación se puede apreciar la evolución del EBITDA para este negocio.

Tabla 6.3 EBITDA usd



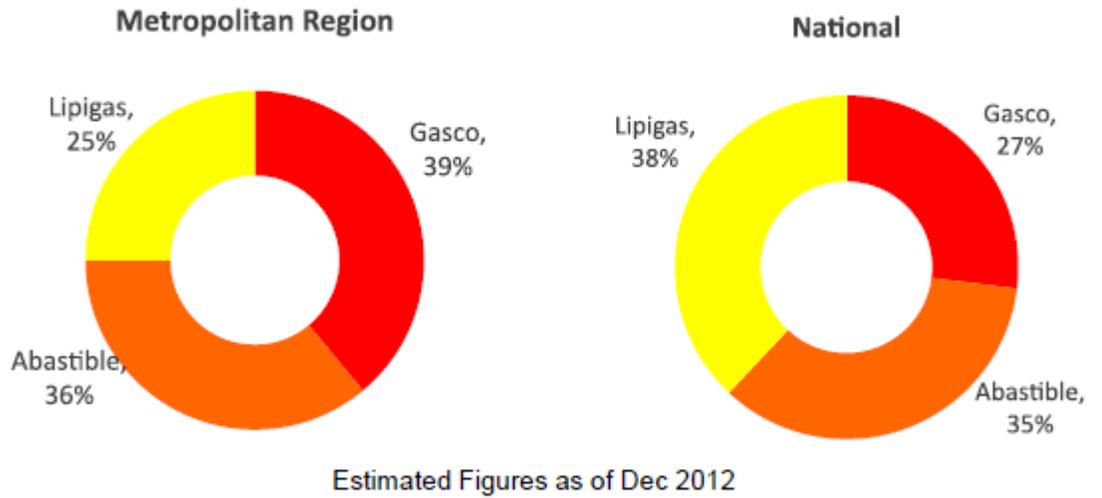
Fuente: Memoria 2012

Por otra parte el negocio de gas licuado (GPL) en Chile es una industria de 1.100.000 toneladas anuales, con un consumo per cápita de 70kg anual. En este mercado existen principalmente 3 compañías fuertes. La distribución se da en un 70% a través de cilindros y un 30% a través de tanques.

Por el lado de la actividad de la compañía en Colombia la industria tiene un tamaño de 550 toneladas, el consumo per cápita es de 34 kg. A diferencia de Chile el 90% de la producción es generada por ECOPETROL compañía local. En Chile se importa el 70%. En Colombia existen alrededor de 40 empresas en el mercado, empresas chilenas tienen aproximadamente el 70% del mercado.

La principal empresa de la compañía es Gasco, la cual distribuye a lo largo de todo Chile, cuenta con 5 plantas y 19 centros de distribución.

Tabla 6.4 Distribución principales marcas

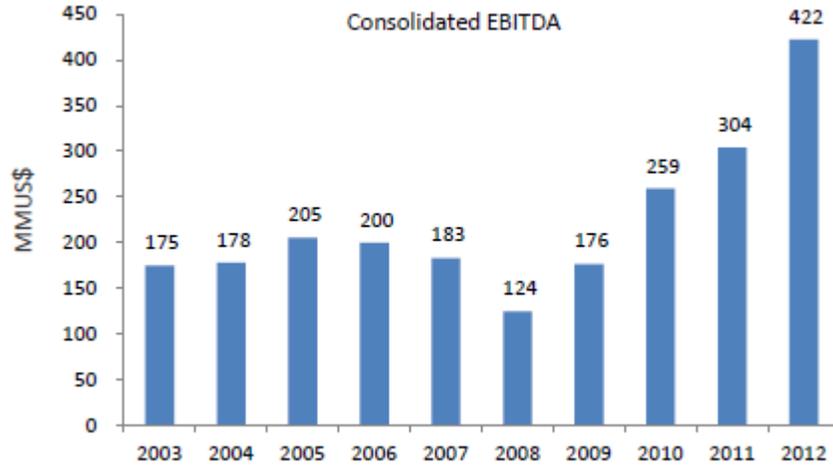


Fuente: Memoria 2012

Por otra parte la filial GASMAR donde Gasco posee el 51% provee GPL a camiones tanques a través de plantas portuarias.

Como se puede apreciar a continuación la compañía a mostrado un fuerte repunte en sus resultados desde el año 2009, lo cual se debe principalmente al repunte de gas natural. La caída de los ingresos entre 2007-2009 se explica principalmente por la caída de suministro por parte de Argentina.

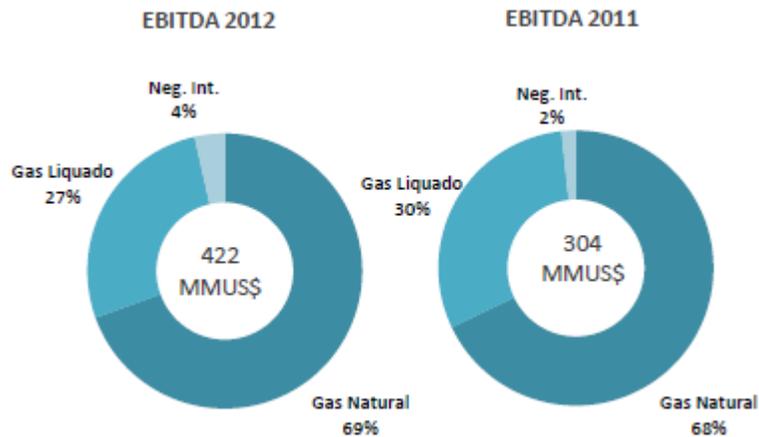
Tabla 6.5 EBITDA consolidado



Fuente: Memoria 2012

La composición de los ingresos se ha mantenido en un 70% Gas natural y un 30% gas líquido.

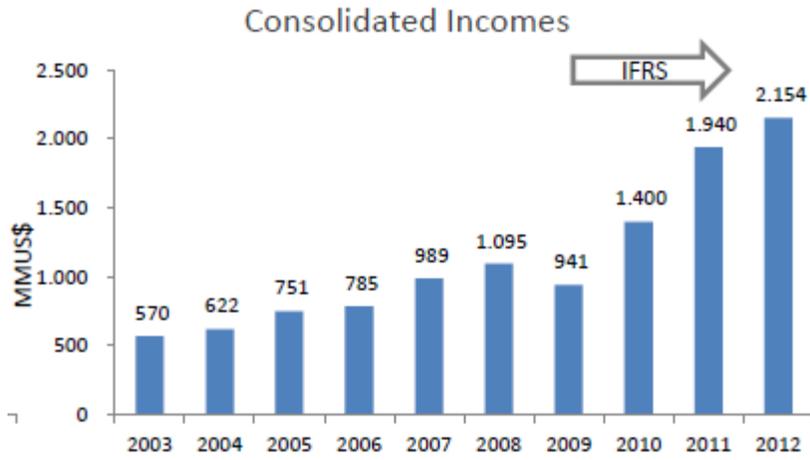
Tabla 6.6 Comparación EBITDA por negocio



Fuente: Memoria 2012

Las ventas de la compañía han incrementado de forma importante durante los últimos ejercicios.

Tabla 6.7 Ventas consolidadas



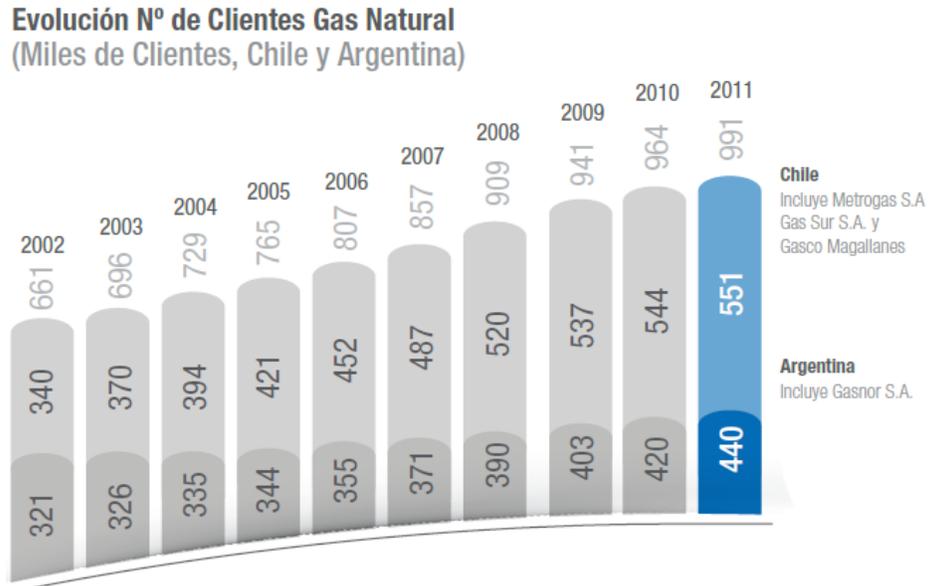
Fuente: Memoria 2012

En términos reales (UF) las ventas de la compañía han mostrado el crecimiento que se detalla a continuación.

	2008	2009	2010	2011	2012
Ingresos de actividades ordinarias.	24,410,710	21,564,744	31,319,610	41,757,609	47,673,000
Var%		-11.66%	45.24%	33.33%	14.17%

Con una distribución aproximada a partir del año 2009 de 70/30 entre gas natural y gas licuado.

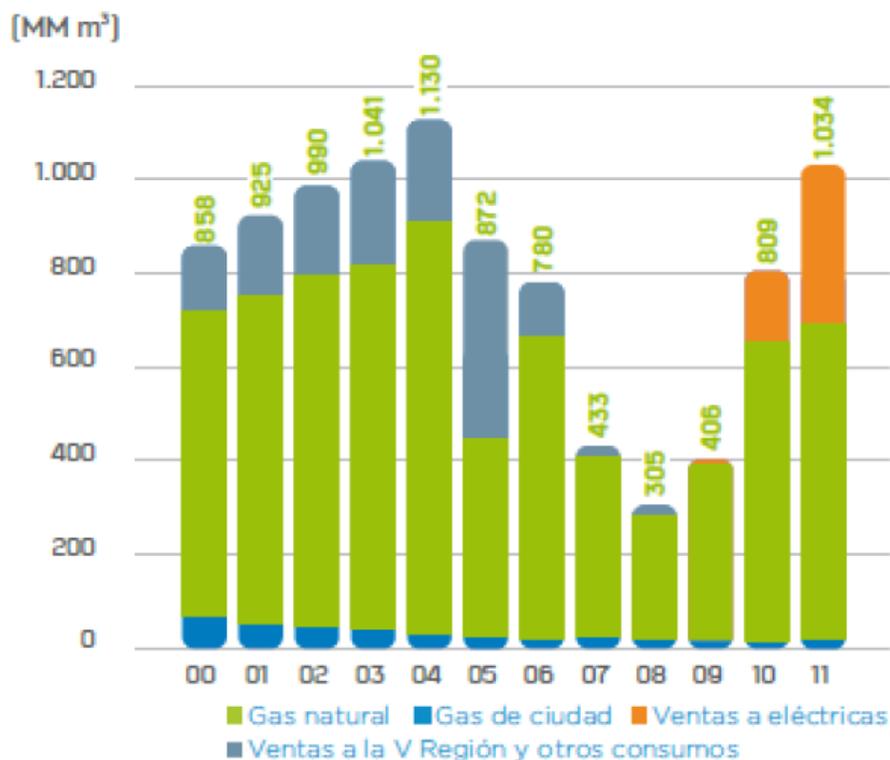
Tabla 6.8 Evolución número de clientes



Fuente: Memoria 2012

La imagen a continuación expone las ventas de la compañía por área de negocio, como se puede apreciar las ventas a compañías eléctricas han tomado un rol protagónico en los resultados de la compañía, así como la concentración de estas en la distribución de gas natural.

Tabla 6.9 Ventas por área de negocio



Fuente: Memoria 2012

Se estima a nivel global que las tasas de crecimiento en consumo de gas natural incrementen del orden de 10% anual durante los próximos 5 años principalmente por el incremento y tasas de desarrollo alcanzadas por países como Perú, Colombia y Bolivia. (Fuente: Fitch)

Las perspectivas para el mercado de GLP son de menor crecimiento que para el caso del gas natural, la industria está bien diversificada, sin embargo GASCO tiene un rol protagónico dentro del mercado, las oportunidades provienen de la innovación y optimización de procesos que hagan el negocio más eficiente. Este negocio es de gran estabilidad y provee a la compañía estabilidad y generación de flujos estables.

Por otra parte el uso de gas para como combustible para automóviles es una gran oportunidad para el negocio ya que la demanda de esta podría tener un rol protagónico en las ventas futuras.

Por último el rol de GASCO en Colombia está en fase de consolidación lo cual en los próximos 2-3 años debería alcanzar un grado de madures suficiente para tener un porcentaje importante en las ventas consolidadas de la compañía.

Los costos de operación de la compañía son principalmente los asociados a la distribución de GLP y gas natural, tanto en su refinación y distribución logística dentro y fuera del país.

Tabla 6.1.1 Costos de operación

Costos de operación	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR
Costo de ventas.	-20.570.096	-16.559.773	-24.549.349	-33.734.494	-37.262.522	
Var%	0	-19,50%	48,25%	37,42%	10,46%	21,90%
Costos de distribución.	-631.009	-625.620	-562.304	-780.246	-789.766	
Var%	0	-0,85%	-10,12%	38,76%	1,22%	7,77%
Gasto de administración.	-2.252.769	-1.802.270	-1.895.830	-2.150.696	-2.249.475	
Var%	0	-20,00%	5,19%	13,44%	4,59%	-0,05%
Otros gastos, por función.	-214.776	-226.334	-231.413	-300.851	-243.373	
Var%	0	5,38%	2,24%	30,01%	-19,10%	4,25%
Costos financieros.	-1.230.645	-1.277.115	-1.133.132	-1.180.875	-1.231.830	
Var%	0	3,78%	-11,27%	4,21%	4,32%	0,03%
Costo de ventas % ventas	84,27%	76,79%	78,38%	80,79%	78,16%	

Fuente: FECU, elaboración propia

Como se puede apreciar los costos de explotación directos en la compañía han aumentado a una tasa anual compuesta promedio de 21,9% durante los últimos 4 periodos. Por otra parte los costos de distribución y gastos de administración han incrementado en una tasa promedio anual de 7,77% y -0,055 respectivamente.

Adicionalmente se puede apreciar que los gastos de explotación como fracción de las ventas están en un promedio estable de 80% durante los últimos periodos.

Tabla 6.1.2 Análisis de activos

	2008	2009	2010	2011	2012-3Q
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo.	882,259	1,268,880	3,525,099	1,567,398	1,919,014
var %		43.82%	177.81%	-55.54%	22.43%
Otros activos financieros.	487	4,713	1,463	34,193	27,670
var %		866.88%	-68.96%	2237.06%	-19.08%
Otros activos no financieros.	73,337	151,891	124,162	189,618	155,129
var %		107.11%	-18.26%	52.72%	-18.19%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar.	2,076,250	2,356,342	3,270,213	3,460,434	4,327,836
var %		13.49%	38.78%	5.82%	25.07%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas.	331,529	465,529	325,504	946,437	353,601
var %		40.42%	-30.08%	190.76%	-62.64%
Inventarios.	722,631	839,913	1,184,465	1,341,329	2,018,187
var %		16.23%	41.02%	13.24%	50.46%
Activos por impuestos.	175,059	30,044	127,659	150,002	88,678
var %		-82.84%	324.91%	17.50%	-40.88%
Total activos corrientes	4,261,552	5,117,313	8,558,565	7,689,411	8,890,117
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros.	386,256	282,435	342,641	330,651	359,827
var %		-26.88%	21.32%	-3.50%	8.82%
Otros activos no financieros.	706	5,373	9,921	17,142	15,386
var %		661.35%	84.64%	72.79%	-10.25%
Derechos por cobrar.	305,748	407,165	261,794	218,104	203,592
var %		33.17%	-35.70%	-16.69%	-6.65%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas.	33,752	211,292	242,316	241,008	279,821
var %		526.02%	14.68%	-0.54%	16.10%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación.	4,066,812	2,974,281	957,530	704,417	657,849
var %		-26.86%	-67.81%	-26.43%	-6.61%
Activos intangibles distintos de la plusvalía.	146,785	178,371	177,996	148,724	127,154
var %		21.52%	-0.21%	-16.45%	-14.50%
Plusvalía.	650,036	436,763	566,249	763,004	738,626
var %		-32.81%	29.65%	34.75%	-3.19%
Propiedades, planta y equipo.	45,309,887	45,585,482	44,187,294	44,653,674	44,583,030
var %		0.61%	-3.07%	1.06%	-0.16%
Activos por impuestos diferidos.	2,752	2,989	70,916	123,543	148,928
var %		8.60%	2272.93%	74.21%	20.55%
Total activos no corrientes	50,902,734	50,084,151	46,816,656	47,200,267	47,114,212
TOTAL ACTIVOS	55,164,286	55,201,463	55,375,221	54,889,679	56,004,328

Fuente: FECU, elaboración propia

7 Proyección de EERR

A continuación se debe proyectan los EERR anual para los años 2013 al 2017, en UF de Septiembre de 2012. En base a las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria donde se encuentra la empresa.

Como se detalla a continuación las ventas proyectadas para la compañía se separan en GLP y Gas natural, conservando la distribución de los últimos periodos en un 30% GLP y 70% Gas Natural. El supuesto de crecimiento se tomo en base al crecimiento anual promedio compuesto de un 18% durante los últimos años se consideró un 20% de crecimiento para las ventas durante los años 2013 y 2014 justificado por la consolidación del negocio en Colombia y la proyección minera en el norte del país donde se proyecta un crecimiento sostenido en el corto plazo dada la alta inversión extranjera en minería y por lo tanto en el consumo de energía para dicha operación.

	Efectivo	Proyectado				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	47.673.000	53.203.068	59.438.696	66.474.545	72.099.972	78.247.060
<i>Ingresos Nacionales</i>	<i>14.301.900</i>	<i>15.160.014</i>	<i>16.069.615</i>	<i>17.033.792</i>	<i>17.715.143</i>	<i>18.423.749</i>
<i>Ingresos de Exportación</i>	<i>33.371.100</i>	<i>38.043.054</i>	<i>43.369.082</i>	<i>49.440.753</i>	<i>54.384.828</i>	<i>59.823.311</i>

Supuestos						
Tasas de Crecimiento Proyectadas		2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos GLP	20%	6,00%	6,00%	6,00%	4,00%	4,00%
Ingresos de GAS NATURAL		14,00%	14,00%	14,00%	10,00%	10,00%

Dada las características de los costos del negocio y de la extensa experiencia de la compañía en el rubro se utilizó como supuesto para las líneas de gastos el porcentaje que representan sobre las ventas, acotando la posibilidad de reducir o hacer más eficiente el negocio por el lado de disminución de gastos.

	Efectivo	Proyectado				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	47.673.000	53.203.068	59.438.696	66.474.545	72.099.972	78.247.060
<i>Ingresos Nacionales</i>	14.301.900	15.160.014	16.069.615	17.033.792	17.715.143	18.423.749
<i>Ingresos de Exportación</i>	33.371.100	38.043.054	43.369.082	49.440.753	54.384.828	59.823.311
Costo de ventas	38.975.172	43.802.043	48.735.101	54.301.220	58.751.542	63.614.555
<i>Costo de Venta Variable</i>	37.262.522	42.089.393	47.022.451	52.588.570	57.038.892	61.901.905
Depreciación	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650
Ganancia bruta	8.697.828	9.401.025	10.703.595	12.173.325	13.348.430	14.632.505
Costos de distribución	789.766	943.559	1.054.148	1.178.930	1.278.697	1.387.716
<i>Costo de Distribución Variable</i>	789.766	943.559	1.054.148	1.178.930	1.278.697	1.387.716
<i>Depreciación</i>						
Gasto de administración	2.319.481	2.893.697	3.224.646	3.598.065	3.896.628	4.222.878
<i>Gasto de administración variable</i>	2.249.475	2.823.691	3.154.640	3.528.059	3.826.622	4.152.872
<i>Depreciación</i>						
Amortización	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006
Costos financieros	923.872	923.872	923.872	923.872	923.872	923.872

Supuestos

Tasas de Crecimiento Proyectadas	2013	2014	2015	2016	2017	
Ingresos GLP	20%	6,00%	6,00%	6,00%	4,00%	4,00%
Ingresos de GAS NATURAL		14,00%	14,00%	14,00%	10,00%	10,00%

Costo de Venta variable (% ventas)	79,11%	79,11%	79,11%	79,11%	79,11%
Costo de Distribución variable (% ventas)	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%
Gasto de Administración variable (% ventas)	5,31%	5,31%	5,31%	5,31%	5,31%

A continuación se exponen la ganancia antes de impuestos.

Resultados por unidades de reajuste	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4.716.088	4.691.275	5.552.307	6.523.836	7.300.611	8.149.417
Gasto por impuestos a las ganancias (20%)	- 943.218	- 938.255	- 1.110.461	- 1.304.767	- 1.460.122	- 1.629.883

El pago de impuestos (supuesto 20%), son:

Gasto por impuestos a las ganancias (20%)	- 943.218	- 938.255	- 1.110.461	- 1.304.767	- 1.460.122	- 1.629.883
---	-----------	-----------	-------------	-------------	-------------	-------------

Ganancia o Pérdida.

Resultados por unidades de reajuste	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4.716.088	4.691.275	5.552.307	6.523.836	7.300.611	8.149.417
Gasto por impuestos a las ganancias (20%)	- 943.218	- 938.255	- 1.110.461	- 1.304.767	- 1.460.122	- 1.629.883
Ganancia (pérdida)	3.772.870	3.753.020	4.441.846	5.219.069	5.840.489	6.519.534

A continuación se puede apreciar un resumen del EERR proyectado para la empresa:

Proyección de Estado de Resultados de Empresas GASCO S.A.						
En UF						
	Efectivo		Proyectado			
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	47.673.000	53.203.068	59.438.696	66.474.545	72.099.972	78.247.060
<i>Ingresos Nacionales</i>	<i>14.301.900</i>	<i>15.160.014</i>	<i>16.069.615</i>	<i>17.033.792</i>	<i>17.715.143</i>	<i>18.423.749</i>
<i>Ingresos de Exportación</i>	<i>33.371.100</i>	<i>38.043.054</i>	<i>43.369.082</i>	<i>49.440.753</i>	<i>54.384.828</i>	<i>59.823.311</i>
Costo de ventas	38.975.172	43.802.043	48.735.101	54.301.220	58.751.542	63.614.555
<i>Costo de Venta Variable</i>	<i>37.262.522</i>	<i>42.089.393</i>	<i>47.022.451</i>	<i>52.588.570</i>	<i>57.038.892</i>	<i>61.901.905</i>
Depreciación	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650
Ganancia bruta	8.697.828	9.401.025	10.703.595	12.173.325	13.348.430	14.632.505
Costos de distribución	789.766	943.559	1.054.148	1.178.930	1.278.697	1.387.716
<i>Costo de Distribución Variable</i>	<i>789.766</i>	<i>943.559</i>	<i>1.054.148</i>	<i>1.178.930</i>	<i>1.278.697</i>	<i>1.387.716</i>
<i>Depreciación</i>						
Gasto de administración	2.319.481	2.893.697	3.224.646	3.598.065	3.896.628	4.222.878
<i>Gasto de administración variable</i>	<i>2.249.475</i>	<i>2.823.691</i>	<i>3.154.640</i>	<i>3.528.059</i>	<i>3.826.622</i>	<i>4.152.872</i>
<i>Depreciación</i>						
Amortización	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006
Costos financieros	923.872	923.872	923.872	923.872	923.872	923.872
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	257.235	257.235	257.235	257.235	257.235	257.235
Diferencias de cambio	- 21.527	- 21.527	- 21.527	- 21.527	- 21.527	- 21.527
Resultados por unidades de reajuste	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4.716.088	4.691.275	5.552.307	6.523.836	7.300.611	8.149.417
Gasto por impuestos a las ganancias (20%)	- 943.218	- 938.255	- 1.110.461	- 1.304.767	- 1.460.122	- 1.629.883
Ganancia (pérdida)	3.772.870	3.753.020	4.441.846	5.219.069	5.840.489	6.519.534

8 Proyección de Flujos de Caja Libre

A continuación se debe proyecta el FCL anual para los años 2013 al 2017, en UF del 30 de Septiembre de 2012, a partir del EERR antes descrito.

Se estimó la depreciación como el porcentaje sobre las ventas históricas obtenido y este se mantuvo constante para los años proyectados.

	Efectivo		Proyectado				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Ingresos de actividades ordinarias	47.673.000	53.203.068	59.438.696	66.474.545	72.099.972	78.247.060	
<i>Ingresos Nacionales</i>	14.301.900	15.160.014	16.069.615	17.033.792	17.715.143	18.423.749	
<i>Ingresos de Exportación</i>	33.371.100	38.043.054	43.369.082	49.440.753	54.384.828	59.823.311	
Costo de ventas	38.975.172	43.802.043	48.735.101	54.301.220	58.751.542	63.614.555	
<i>Costo de Venta Variable</i>	37.262.522	42.089.393	47.022.451	52.588.570	57.038.892	61.901.905	
Depreciación	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	
Ganancia bruta	8.697.828	9.401.025	10.703.595	12.173.325	13.348.430	14.632.505	
Costos de distribución	789.766	943.559	1.054.148	1.178.930	1.278.697	1.387.716	
<i>Costo de Distribución Variable</i>	789.766	943.559	1.054.148	1.178.930	1.278.697	1.387.716	
<i>Depreciación</i>							
Gasto de administración	2.319.481	2.893.697	3.224.646	3.598.065	3.896.628	4.222.878	
<i>Gasto de administración variable</i>	2.249.475	2.823.691	3.154.640	3.528.059	3.826.622	4.152.872	
<i>Depreciación</i>							
Amortización	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006	
Costos financieros	923.872	923.872	923.872	923.872	923.872	923.872	
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	257.235	257.235	257.235	257.235	257.235	257.235	
Diferencias de cambio	- 21.527	- 21.527	- 21.527	- 21.527	- 21.527	- 21.527	
Resultados por unidades de reajuste	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	- 184.330	
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	4.716.088	4.691.275	5.552.307	6.523.836	7.300.611	8.149.417	
Gasto por impuestos a las ganancias (20%)	- 943.218	- 938.255	- 1.110.461	- 1.304.767	- 1.460.122	- 1.629.883	
Ganancia (pérdida)	3.772.870	3.753.020	4.441.846	5.219.069	5.840.489	6.519.534	

	Efectivo		Proyectado				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Ingresos de actividades ordinarias	47.673.000	53.203.068	59.438.696	66.474.545	72.099.972	78.247.060	
<i>Ingresos Nacionales</i>	14.301.900	15.160.014	16.069.615	17.033.792	17.715.143	18.423.749	
<i>Ingresos de Exportación</i>	33.371.100	38.043.054	43.369.082	49.440.753	54.384.828	59.823.311	
Costo de ventas	38.975.172	43.802.043	48.735.101	54.301.220	58.751.542	63.614.555	
<i>Costo de Venta Variable</i>	37.262.522	42.089.393	47.022.451	52.588.570	57.038.892	61.901.905	
Depreciación	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	1.712.650	
Ganancia bruta	8.697.828	9.401.025	10.703.595	12.173.325	13.348.430	14.632.505	
Costos de distribución	789.766	943.559	1.054.148	1.178.930	1.278.697	1.387.716	
<i>Costo de Distribución Variable</i>	789.766	943.559	1.054.148	1.178.930	1.278.697	1.387.716	
<i>Depreciación</i>							
Gasto de administración	2.319.481	2.893.697	3.224.646	3.598.065	3.896.628	4.222.878	
<i>Gasto de administración variable</i>	2.249.475	2.823.691	3.154.640	3.528.059	3.826.622	4.152.872	
<i>Depreciación</i>							
Amortización	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006	70.006	

Tanto la depreciación como la amortización se proyecta en base al promedio histórico presentado por la compañía como porcentaje del ingreso bruto, 20% para la depreciación y 10% para la amortización de intangibles.

Se estima un porcentaje de reposición del 100% de la depreciación anual.

Inversión	Efectivo	Proyectado				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
%Inversión		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
UF		467.153	532.282	605.768	664.523	728.727

Se estima la inversión en nuevos activos como un 5% del resultado bruto.

Inversión en Capital de Trabajo		- 512.517	- 578.289	- 462.364	- 505.240	- 505.240
---------------------------------	--	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

	2008	2009	2010	2011	2012-3Q*
Deuda Financiera (UF)	26.101.529	24.879.553	23.468.871	22.965.313	21.999.121

*al 30 de sep

9 Valorización económica de la Empresa y de su precio de acción

En el presente capítulo se realiza una valoración económica del precio de la acción en base al método de flujos de caja descontados. Suponga valor terminal sin crecimiento.

Valoración

	en UF
Valor de los Activos	\$ 21.337.224
Valor Residual	47.140.039
Activos Prescindibles	704.416,79
Deuda Financiera	- 29.332.160,89
Patrimonio Económico	39.849.519,58
Número de acciones	168.000.000
Precio objetivo CLF	0,24
Precio objetivo CLP	5.359

Supuestos						
Tasas de Crecimiento Proyectadas						
		2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos GLP	20%	6,00%	6,00%	6,00%	4,00%	4,00%
Ingresos de GAS NATURAL		14,00%	14,00%	14,00%	10,00%	10,00%
Costo de Venta variable (% ventas)		79,11%	79,11%	79,11%	79,11%	79,11%
Costo de Distribución variable (% ventas)		1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%
Gasto de Administración variable (% ventas)		5,31%	5,31%	5,31%	5,31%	5,31%

Inversion	Efectivo			Proyectado		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
%Inversión		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
UF		470.051	535.180	608.666	667.421	731.625

Valoración	en UF
Valor de los Activos	\$ 21.337.224
Valor Residual	47.140.039
Activos Prescindibles	704.416,79
Deuda Financiera	- 29.332.160,89
Patrimonio Económico	39.849.519,58
Número de acciones	168.000.000
Precio objetivo CLF	0,24
Precio objetivo CLP	5.359

	FC	FC terminal	VP
FC residual	5.117.936	63.719.714	47.140.039
	82.377.544	1.842.457	
	60.943.159	29.655.916	

10 Conclusiones

Luego de obtener un precio objetivo acorde con el precio de los últimos dos años de la acción se concluye que la acción de la empresa GASCO S.A se encuentra en un comportamiento acorde a sus variables fundamentales, el crecimiento que esta ha mostrado de forma consistente durante los últimos periodos afirma y clasifica a la compañía dentro de un grupo de empresas financieramente sana y correctamente administrada, donde los planes de crecimiento se han realizado con políticas de deuda acotadas y con un plan de expansión acorde con el crecimiento de la demanda del negocio. El potencial de crecimiento de la compañía es directamente proporcional al comportamiento del la industria energética, estando está sujeta a las variaciones que dicho sector muestre por diversas razones políticas, macroeconómicas o geográficas. A pesar de lo anterior la tesis explica que las características del rubro y la demanda poco elástica del negocio da cierta consistencia en el comportamiento y en la dinámica de ingresos que tiene la compañía, haciendo de este un negocio cuya demanda esta de cierta forma garantizada, viéndose amenazada por nuevas energías y tecnologías, sin embargo como también se menciona durante en el documento la compañía juega un rol muy activo en la búsqueda y actualización del mercado energético y de distribución, lo cual la mantiene en la vanguardia de su rubro en Latinoamérica.

Anexos

Anexo 2.4 Ratios financieros

	LTM Jun'12	2011	2010	2009
		IFRS		C
Rentabilidad				
EBITDA Operacional	140.771	145.768	124.223	89.397
Margen EBITDA Operacional (%)	14,6%	15,7%	18,5%	19,8%
(FFO - Gastos Fijos) / Capitalización Ajustada (%)	11,7%	14,6%	12,9%	9,1%
FCF / Ingresos Operacionales (%)	1,7%	-1,3%	4,0%	3,4%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	13,2%	11,3%	13,5%	10,2%
Cobertura (x)				
FFO / Gastos Financieros	4,3	5,5	5,2	3,3
EBITDA Operacional / Gastos Financieros	5,0	5,5	5,1	3,3
EBITDA Operacional / Servicio de Deuda	1,2	1,6	1,1	1,2
FFO / Gastos Fijos	4,3	5,5	5,2	3,3
FCF / Servicio de Deuda	0,4	0,2	0,5	0,6
FCF + Caja y Valores Líquidos / Servicio de Deuda	0,7	0,5	1,1	1,0
CFO / Inversiones en Activos Fijos	2,1	1,8	2,3	2,1
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO+Gto Fin. +Arriendos	3,6	2,9	3,4	5,0
Deuda Financiera Total / EBITDA Operacional	3,1	2,9	3,4	4,9
Deuda Financiera Neta Total / EBITDA Operacional	2,9	2,6	2,8	4,6
Costo de Financiamiento Estimado (%)	6,2%	6,3%	5,6%	6,0%
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	20,2%	15,7%	20,7%	10,2%
Balance				
Activos Totales	1.266.778	1.223.712	1.188.106	1.156.079
Caja y Valores Líquidos	31.318	34.944	75.633	26.574
Deuda Financiera Corto Plazo	88.581	65.302	88.268	44.889
Deuda Financiera Largo Plazo	348.900	350.248	337.173	393.696
Deuda Financiera Total	437.481	415.550	425.441	438.584
Patrimonio Total	596.546	570.227	554.431	519.652
Capitalización Ajustada	1.034.027	985.777	979.872	958.236
Flujo de Caja	0	0	0	0
Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	93.292	117.181	101.966	60.669
Variación del Capital de Trabajo	26.039	-4.670	-21.898	-3.635
Flujo de Caja Operativo (CFO)	119.331	112.511	80.068	57.035
Inversiones en Activos Fijos	-55.629	-63.975	-35.423	-27.473
Dividendos Comunes	-47.231	-60.463	-17.701	-14.020
Flujo de Caja Libre (FCF)	16.471	-11.927	26.944	15.541
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Netas	9.694	7.969	111	385
Otras Inversiones, Neto	16.414	-11.633	49.125	-6.123
Variación Neta de Deuda	-47.912	-33.042	-28.889	-1.803
Variación Neta de Capital	7.336	7.674	1.247	0
Otros Financiamientos, Netos	-723	184	141	-288
Variación de Caja Total	1.279	-40.776	48.679	7.713
Resultados				
Ingresos Operacionales	967.379	930.945	671.979	451.275
Variación de Ventas (%)	16,4%	38,5%	48,9%	-14,1%
EBIT Operacional	101.583	107.839	88.673	51.834
Gastos Financieros	28.100	26.326	24.312	26.746
Resultado Neto	76.351	63.388	72.275	50.068

Anexo 5.1 Estimación betas

Para el año 2008 se estimo la siguiente ecuación:

Estimation Command:

```
=====
LS REROTNO_GASCO01 C RETORNO_IGPA01
```

Donde los resultados de la regresión entregaron los siguientes resultados.

Dependent Variable: REROTNO_GASCO01

Method: Least Squares

Date: 03/04/13 Time: 18:01

Sample: 1/04/2008 12/26/2008

Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006961	0.003706	-1.878387	0.0662
RETORNO_IGPA01	0.224180	0.093182	2.405838	0.0199
R-squared	0.103751	Mean dependent var		-0.007751
Adjusted R-squared	0.085826	S.D. dependent var		0.027838
S.E. of regression	0.026617	Akaike info criterion		-4.376830
Sum squared resid	0.035423	Schwarz criterion		-4.301782
Log likelihood	115.7976	F-statistic		5.788055
Durbin-Watson stat	2.401561	Prob(F-statistic)		0.019875

Obteniendo un Beta 2008: 0.2224

Para el año 2009 se estimo la siguiente ecuación:

Estimation Equation:

=====

$$\text{REROTNO_GASCO01} = C(1) + C(2)*\text{RETORNO_IGPA01}$$

Substituted Coefficients:

=====

$$\text{REROTNO_GASCO01} = 0.006700290987 + 0.5245404572*\text{RETORNO_IGPA01}$$

Donde los resultados de la regresión entregaron los siguientes resultados.

Dependent Variable: REROTNO_GASCO01

Method: Least Squares

Date: 03/04/13 Time: 18:07

Sample: 1/02/2009 12/25/2009

Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.006700	0.004922	1.361409	0.1795
RETORNO_IGPA01	0.524540	0.222672	2.355661	0.0225
R-squared	0.099896	Mean dependent var		0.010658
Adjusted R-squared	0.081894	S.D. dependent var		0.034814
S.E. of regression	0.033358	Akaike info criterion		-3.925350
Sum squared resid	0.055637	Schwarz criterion		-3.850302
Log likelihood	104.0591	F-statistic		5.549137
Durbin-Watson stat	1.809177	Prob(F-statistic)		0.022453

Obteniendo un Beta 2009: 0,52454

Para el año 2010 se estimo la siguiente ecuación:

Estimation Equation:

=====

$$\text{REROTNO_GASCO01} = \text{C}(1) + \text{C}(2) * \text{RETORNO_IGPA01}$$

Donde los resultados de la regresión entregaron los siguientes resultados.

Dependent Variable: REROTNO_GASCO01

Method: Least Squares

Date: 03/04/13 Time: 18:10

Sample: 1/01/2010 12/31/2010

Included observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000526	0.004130	0.127273	0.8992
RETORNO_IGPA01	0.372531	0.273839	1.360399	0.1797
R-squared	0.035017	Mean dependent var		0.002930
Adjusted R-squared	0.016096	S.D. dependent var		0.027397
S.E. of regression	0.027176	Akaike info criterion		-4.335980
Sum squared resid	0.037665	Schwarz criterion		-4.261629
Log likelihood	116.9035	F-statistic		1.850685
Durbin-Watson stat	1.821016	Prob(F-statistic)		0.179686

Obteniendo un Beta 2010: 0,372531

Para el año 2011 se estimo la siguiente ecuación:

Estimation Equation:

=====

$$\text{REROTNO_GASCO01} = \text{C}(1) + \text{C}(2) * \text{RETORNO_IGPA01}$$

Donde los resultados de la regresión entregaron los siguientes resultados.

Dependent Variable: REROTNO_GASCO01

Method: Least Squares

Date: 03/04/13 Time: 18:13

Sample: 1/07/2011 12/30/2011

Included observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002957	0.003154	0.937585	0.3530
RETORNO_IGPA01	0.712352	0.121104	5.882156	0.0000
R-squared	0.408982	Mean dependent var		0.001389
Adjusted R-squared	0.397161	S.D. dependent var		0.029190
S.E. of regression	0.022664	Akaike info criterion		-4.698365
Sum squared resid	0.025683	Schwarz criterion		-4.623318
Log likelihood	124.1575	F-statistic		34.59976
Durbin-Watson stat	2.456352	Prob(F-statistic)		0.000000

Obteniendo un Beta 2011: 0,712352

Para el año 2012 se estimo la siguiente ecuación:

Estimation Equation:

=====

$$\text{REROTNO_GASCO01} = \text{C}(1) + \text{C}(2) * \text{RETORNO_IGPA01}$$

Donde los resultados de la regresión entregaron los siguientes resultados.

Dependent Variable: REROTNO_GASCO01

Method: Least Squares

Date: 03/04/13 Time: 18:16

Sample: 1/06/2012 9/28/2012

Included observations: 39

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001028	0.004099	0.250790	0.8034
RETORNO_IGPA01	0.095592	0.310413	0.307950	0.7598
R-squared	0.002557	Mean dependent var		0.001087
Adjusted R-squared	-0.024401	S.D. dependent var		0.025262
S.E. of regression	0.025568	Akaike info criterion		-4.445015
Sum squared resid	0.024188	Schwarz criterion		-4.359704
Log likelihood	88.67779	F-statistic		0.094833
Durbin-Watson stat	1.660813	Prob(F-statistic)		0.759847

Obteniendo un Beta 2012: 0,095592

