



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## **Metrogas S.A.**

Mayo 2019

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Efectos de Comercio Tendencia Estados financieros	AA Nivel 1+/AA Estable 31 de marzo de 2019 <sup>1</sup>
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Series B1 (BMGAS-B1) y B2 (BMGAS-B2) Bonos Series D1 (BMGAS-D1) y D2 (BMGAS-D2) Bono Serie F (BMGAS-F) Línea de Efectos de Comercio	Nº 217 de 22.10.1999 Nº 259 de 11.07.2001 Nº 344 de 09.10.2003 Nº 74 de 25.11.2009

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M\$	2014	2015	2016	2017	2018	Marzo 2019
Ingresos totales	458.546.724	414.043.768	346.418.723	372.417.874	428.143.261	73.878.328
Costo de ventas	-305.926.610	-280.504.640	-223.843.820	-247.656.598	-299.407.951	-57.841.115
Ganancia bruta	152.620.114	133.539.128	122.574.903	124.761.276	128.735.310	16.037.213
Gastos de administración	-29.181.788	-43.298.831	-47.498.363	-51.348.731	-46.332.797	-11.300.115
<b>Resultado operacional</b>	<b>119.895.782</b>	<b>87.603.606</b>	<b>72.089.730</b>	<b>70.291.692</b>	<b>79.467.425</b>	<b>4.416.171</b>
Costos financieros	-12.020.264	-12.863.856	-12.096.351	-11.127.581	-11.520.445	-3.270.730
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>82.685.038</b>	<b>56.768.878</b>	<b>47.290.659</b>	<b>43.287.241</b>	<b>42.882.252</b>	<b>1.446.259</b>
EBITDA	150.337.913	109.352.583	93.350.835	95.175.361	105.091.278	11.161.760

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
M\$	2014	2015	2016	2017	2018	Marzo 2019
Activos corrientes	53.950.404	63.503.042	76.756.619	78.452.490	76.260.636	71.785.515
Activos no corrientes	864.486.735	792.342.786	772.615.668	792.187.367	827.606.824	837.070.959
<b>Total activos</b>	<b>918.437.139</b>	<b>855.845.828</b>	<b>849.372.287</b>	<b>870.639.857</b>	<b>903.867.460</b>	<b>908.856.474</b>
Pasivos corrientes	55.309.868	48.763.114	62.017.311	52.372.378	70.310.010	77.229.667
Pasivos no corrientes	377.812.158	362.238.721	322.598.581	332.606.261	364.215.550	360.867.441
Total pasivos	433.122.026	411.001.835	384.615.892	384.978.639	434.525.560	438.097.108
Patrimonio	485.315.113	444.843.993	464.756.395	485.661.218	469.341.900	470.759.366
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>918.437.139</b>	<b>855.845.828</b>	<b>849.372.287</b>	<b>870.639.857</b>	<b>903.867.460</b>	<b>908.856.474</b>
Deuda financiera	202.599.259	219.494.844	165.600.515	162.472.284	196.118.535	194.253.526

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 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.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Metrogas S.A. (Metrogas)** distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de las regiones Metropolitana, O'Higgins y de Los Lagos. El combustible comercializado por la empresa es traído a Chile bajo la forma de gas natural licuado (GNL) a través de barcos cuya carga es almacenada en el terminal de Quintero, donde es regasificado y enviado a través de gasoductos para su distribución.

La plena operación del terminal de GNL en Quintero le permite a **Metrogas** obtener gas natural desde países como Trinidad y Tobago, Nigeria, Ginea Ecuatorial, Estados Unidos, entre otros.

Durante 2018, la empresa generó ingresos anuales por US\$ 616,2 millones<sup>2</sup>, sumando 38 mil nuevos clientes. De esta forma, el número total de clientes residenciales, comerciales e industriales alcanzó a 728 mil. El EBITDA de la compañía, al cierre de 2018, fue de aproximadamente US\$ 151,3 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a US\$ 282,3 millones. De ella, en un 76% corresponde a bonos y el 24% a deuda bancaria. A marzo de 2019, la compañía tenía una deuda financiera igual a US\$ 286,3 millones<sup>3</sup>.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos emitidos por **Metrogas** en "Categoría AA", se encuentra la estabilidad de la demanda asociada al segmento residencial y comercial. En general, esta demanda –medida en términos de año móvil– es relativamente estable en el tiempo y sus características de consumo tienden a asimilarse a las de un bien de primera necesidad. Por otra parte, aun cuando el costo que deben asumir los clientes por cambiarse a formas alternativas de suministro es relativamente bajo, en la práctica la conveniencia tarifaria y el suministro continuo desincentiva en cierto grado la conversión.

Otro atributo que apoya y complementa la clasificación de los títulos de deuda es el alto nivel de inversión realizada en su red de distribución, especialmente en la Región Metropolitana y sexta región, lo que dificultaría la entrada al negocio de nuevos competidores de gas natural por red en éstas, aun cuando la concesión no es exclusiva. Con todo, la compañía mantiene una política de precios competitivos, de manera de evitar que clientes opten por otras fuentes energéticas. Lo anterior se suma al posicionamiento de marca alcanzado por la compañía durante su existencia, traducido también en buenos indicadores de participación en nuevos proyectos inmobiliarios.

<sup>2</sup> Tipo de cambio utilizado: \$694,77/US\$ al 31/12/2018.

<sup>3</sup> Tipo de cambio utilizado: \$678,53/US\$ al 31/03/2019.

Adicionalmente, la red de gas natural permite el suministro continuo de gas, siendo una característica del servicio que lo diferencia, a nivel del usuario, en comparación con el gas licuado en cilindro o la parafina usada para calefacción, ambos sustitutos del gas natural.

La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, los resultados del esfuerzo comercial de la empresa, que queda de manifiesto en el constante crecimiento de su base de clientes residenciales y comerciales, lo que se ha hecho extensivo al segmento industrial a través de gas natural por redes, como también a gas natural por PSR (Planta Satélite de Regasificación), particularmente porque en términos ambientales este combustible ayuda a las industrias a cumplir las normativas vigentes.

Además, se destaca positivamente la adecuada estructura de su deuda financiera, ya que la compañía mantiene un perfil de vencimientos anuales acorde con su generación de flujos, incluso bajo el supuesto de un deterioro significativo en sus márgenes. Con todo, debe señalarse que el vencimiento del año 2026 es similar a la generación de caja actual de la compañía (aunque no se visualizan riesgo de refinanciamiento total o parcial).

Por otra parte, la mayor certeza de la reforma al DL 323 la Ley de Gas permite disponer de un cuerpo normativo que reduce la incertidumbre, al clarificar el tratamiento de las inversiones y la rentabilidad máxima aplicable, así como define los períodos de chequeo regulatorio y el tratamiento de los costos de conversión lo que ha permitido a la compañía retomar su plan de inversiones con un plazo de diez años a partir de 2017. Aun cuando, la mayor certeza jurídica permite retomar un agresivo plan de inversiones, la clasificación considera que la entrada en vigencia de la nueva normativa producirá reducciones en la rentabilidad del negocio. Cabe señalar que la clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a **Metrogas** siempre ha incorporado el riesgo regulatorio que puede afectar a la empresa, dada las características de servicio básico que entrega.

A su vez, se ha valorado positivamente la experiencia y conocimiento en el negocio del gas y solvencia del controlador de **Metrogas** y la de sus accionistas.

Desde otra perspectiva, se recoge como elemento adverso la posibilidad de eventos en la planta de regasificación de GNL Quintero que afecten e interrumpan el suministro del GNL. Con todo, se reconoce que la operación de este terminal se realiza de acuerdo a estándares exigentes que minimizan los riesgos. Cabe señalar que la empresa dispone, para fallas menores, gas en tuberías, mientras que también cuenta con una capacidad de almacenamiento de 3,3 millones de metros cúbicos en el tramo chileno de GasAndes, sumado a esto cuenta con dos plantas de respaldo con una capacidad total de aproximadamente 2,1 millones de metros cúbicos al día, en base de mezcla propano-aire, para cubrir la demanda básica del segmento residencial y comercial. No obstante, esta última, dado sus costos, significa una baja sustancial en los

márgenes de operación. Con todo, se reconoce la baja probabilidad de ocurrencia de este tipo de operación en base a mezcla propano-aire.

A su vez, la clasificación de riesgo incorpora el hecho que el costo de compra de gas natural está relacionado al precio de *commodities*, en este caso indexados al índice Henry Hub y al petróleo Brent. De esta manera, los márgenes de la compañía se pueden ver afectados por la volatilidad que presentan las materias primas.

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.

Para la mantención de la clasificación se espera que la operación continua con GNL permita mantener en el largo plazo precios competitivos en relación a combustibles alternativos.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Demanda fidelizada, con precios competitivos.
- Altas barreras de entrada.

#### Fortalezas complementarias

- Dificultades que enfrentan los clientes para el cambio de fuente de energía.
- Alta predicción de la demanda de largo plazo.
- Adecuado perfil de pago de deuda.
- Bien asimilable a los de primera necesidad.

#### Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y de gestión demostrada en los hechos.
- Insumo de baja contaminación comparativa.
- Controlador y accionistas con amplia experiencia en el mercado del gas.

#### Riesgos considerados

- Competencia de otras fuentes energéticas (de mediana probabilidad, pero administrable).
- Interrupción de suministro de GNL (de baja probabilidad, pero de impacto severo).
- Niveles futuros de inversión (de mediana probabilidad, pero administrable).
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2018

Durante 2018, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$428.143 millones, lo que representa un aumento de 15,0%, respecto de 2017. Los ingresos provenientes del segmento residencial y comercial aumentaron en 12,2%, alcanzando los \$254.137 millones, mientras que en el segmento industrial las ventas se incrementaron en 19,6%, a \$170.459 millones.

El costo de venta, en 2018, finalizó en \$299.408 millones, aumentando un 20,9% respecto al año anterior. Esta alza se produjo principalmente por un alza de 27% del precio del gas (precio *commodities*). Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$46.333 millones un 9,8% inferior que el año anterior.

De esta manera, el resultado operacional aumentó un 13,1%, hasta \$79.467 millones, representando un 18,6% de los ingresos, levemente inferior al 18,9% registrado en 2017.

El EBITDA del ejercicio de 2018 fue de \$105.091 millones, lo que representa un aumento de 10,4% respecto a 2017, sin embargo, el EBITDA del año 2017 estaba influido por un gasto por conversiones el cual fue reclasificado en intangibles a partir del tercer trimestre de 2018. Considerando esto, el EBITDA entre 2017 y 2018 tuvo un crecimiento de 5%. La utilidad del ejercicio se contrajo un 0,9% totalizando \$ 42.882 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2018 en \$ 196.119 millones, lo que significa un alza de 20,7% producto del Plan de Gasificación de la compañía que requirió una mayor necesidad de financiamiento.

## Definición categorías de riesgo

### Categoría AA (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del 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.

### Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

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

## Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Características de la demanda residencial y comercial:** El consumo asociado principalmente al uso de cocinas y para agua caliente en hogares y comercios es comparativamente inelástico a precio (salvo que éste muestre un incremento abrupto, lo cual, no se prevé en el corto plazo), principalmente por la facilidad de acceder a un suministro continuo de gas una vez realizada la conexión a la red de la compañía. Esta situación permite que la firma cuente con un “piso” de venta relativamente estable, independiente de la coyuntura económica del momento.

**Posición de mercado:** La empresa es el único distribuidor de gas natural por redes soterradas en su área de operación principal, la Región Metropolitana y la Región del Libertador Bernardo O’ Higgins; además, ha comenzado las operaciones en la Región de los Lagos (área en que no es operador único). Esto favorece la estabilidad en la relación con sus clientes actuales, quienes, en caso de reconvertirse a otro tipo de combustible, deben incurrir en costos de cambios. Por ejemplo, los artefactos domésticos como cocinas o *calefontes* no están diseñados para funcionar indistintamente con gas natural o gas licuado de petróleo, por lo que requieren de una conversión para sustituir el tipo de gas utilizado. Además, se debe agregar que los altos costos de inversión involucrados en la red de distribución, ya realizados por **Metrogas**, hacen poco probable el surgimiento de competencia directa a través de gas por redes. Asimismo, las inversiones ya efectuadas por la compañía dan muy baja viabilidad a que se instale una competencia significativa en el segmento de GN por redes.

**Aceptación por los clientes:** El servicio de **Metrogas** ha presentado una alta aceptación entre los agentes inmobiliarios y el público, lo que favorece su penetración de mercado en nuevos proyectos de construcción. Durante 2018 el número de clientes residenciales dentro de los cuales se encuentran los clientes térmicos<sup>4</sup> alcanzó a 728 mil, manteniendo una buena participación de mercado en los nuevos proyectos inmobiliarios que se realizan en la región, que le asegura mantener un crecimiento acorde con el desarrollo de casas y departamentos.

**Adecuado perfil de la deuda:** De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2025 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones no excede los \$26.981 millones, cifra adecuada a la generación de

<sup>4</sup> Corresponde a aquellos clientes abastecidos por una central térmica.

EBITDA alcanzada en 2018 (igual a \$ 105.091 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. La excepción corresponde a 2026, cuando debe efectuarse el pago de UF 4 millones (más de \$110.263 millones) por el vencimiento de las series D1 y D2, aunque, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

**Ventajas ambientales en el segmento industrial:** El gas natural posee la ventaja de ser un combustible más limpio en términos de emisiones para su uso en industrias, las que deben cumplir con las normativas sobre emisiones dictadas por la autoridad medioambiental de la Región Metropolitana, otorgando finalmente a **Metrogas** una ventaja competitiva en relación a otros combustibles para la captación de clientes industriales.

**Controlador y accionistas con amplia experiencia:** **Metrogas** es controlada por Gas Natural Fenosa (*rating* Baa2 en escala global), actor relevante en el sector de gas y electricidad, presente en más de 30 países y con casi 22 millones de clientes, siendo la principal distribuidora de gas natural de Latinoamérica.

## Factores de riesgo

**Competencia de otros combustibles:** Si bien una red fija de gasoductos y cañerías que distribuye gas natural hasta la ubicación del usuario constituye una fuerte ventaja competitiva frente a los sustitutos, en particular por la comodidad de disponer de un abastecimiento continuo sin necesidad de utilizar camiones, en la práctica dicha ventaja puede verse mermada en caso que el precio relativo del gas natural frente a sus sustitutos se eleve e incentive el cambio.

Todo avance tecnológico que favorezca el uso de combustibles alternativos, especialmente si son de menor precio, se presenta como un riesgo potencial para **Metrogas**, el que si bien no necesariamente comprometería todo el negocio, sí puede restar participación de mercado en algunos de los usos del gas natural, aunque se reconoce que el costo de cambio a alternativas atenúa fuertemente este riesgo.

**Exposición a precios del GNL:** Los precios de este combustible por contrato se encuentran indexados principalmente al índice Henry Hub (que en 2018 se aumentó en un 6,1% respecto de 2017) y al petróleo Brent (que en 2018 aumentó un 27,3%). Con todo, se estima que en el mediano plazo la compañía presenta algún grado de capacidad de traspasar las fluctuaciones del costo de provisión de gas al precio que cobra a público, sujeto al cumplimiento de la rentabilidad máxima establecida por ley. No obstante, la estructura de precios está sujeta a la capacidad de los clientes de sustituir por otras fuentes energéticas.



**Niveles futuros de inversión en la red de distribución:** La dictación de la reforma al DL 323 la Ley de Gas ha permitido reducir los niveles de incertidumbre en el sector. Lo anterior ha permitido reactivar el plan de inversión, el cual, en 2017 fue de aproximadamente \$50.000 millones financiado en su totalidad con flujo operacional, en tanto, en 2018, este valor alcanzó los \$65.000 millones, nivel de inversiones que se espera mantener en 2019.

El plan de expansión y gasificación contempla un horizonte a 10 años (a partir de 2017) y será desarrollado principalmente en las regiones Metropolitana, VI y X. Sin embargo, el mismo podría presionar la caja de la compañía o incrementar sus niveles de deuda en caso que los niveles de rentabilidad fueren inferiores a los esperados.

**Planta de suministro única:** La empresa se abastece de gas natural desde el terminal de GNL de Quintero. A pesar de los altos estándares con que opera este terminal, lo anterior no obsta que el suministro de la empresa queda expuesto a cualquier situación que pueda afectar el normal funcionamiento de dicha planta. Es preciso señalar que para la demanda básica del segmento residencial y comercial la Compañía puede además utilizar parcialmente los gasoductos de Electrogas y Gas Andes, para contar con una capacidad de almacenamiento adicional. Respecto de los clientes industriales, los contratos que la empresa ha firmado los últimos años incluyen cláusulas que la liberan de responsabilidad en caso de falta de suministro.

Si bien, **Metrogas** tiene un contrato de aprovisionamiento de gas con disposiciones de precio convenientes para la emisora, y que fue asignado a "Aprovisionadora Global de Energía", estos contratos permiten reducir, pero no eliminar completamente, los riesgos de abastecimiento de gas natural.

**Cambios normativos:** Dada las características del servicio prestado por **Metrogas**, la empresa está sujeta a normativas que regulan su actividad; por lo tanto, en una perspectiva de largo plazo, siempre es posible que se produzcan cambios en las normas vigentes y/o se introduzcan nuevas regulaciones. Con todo, dada la institucionalidad chilena y el criterio técnico con que se abordan las leyes que afectan al sector privado, se estima que cualquier cambio en este sentido no debiera afectar en forma sustancial la viabilidad del negocio.

## Antecedentes generales

### Descripción del negocio

**Metrogas** es una compañía que distribuye gas principalmente dentro de la Región Metropolitana, en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins y en la Región de los Lagos. Para ello cuenta con 5.900 kms. de redes de distribución (que consideran las redes de gas natural) y

contratos de largo plazo de suministro de GNL, además de tener dos sistemas de respaldo en base a propano que permiten cubrir la demanda básica del segmento residencial y comercial de la Región Metropolitana, ubicados en Maipú y Peñalolén.

Desde el segundo semestre de 2009 la compañía es abastecida a través de gas natural licuado regasificado en el terminal de Quintero, para estos efectos se tiene un contrato de abastecimiento con Shell a través de la Empresa Aprovisionamiento Global de Energía S.A.

El proceso operativo implica que una vez que llegan los barcos con GNL, éste es re-gasificado en Quintero, terminal que opera desde junio de 2009, y que en la actualidad cuenta con una capacidad de regasificación de casi 15 millones de m<sup>3</sup> por día. El terminal posee dos estanques de 160.000 m<sup>3</sup> de GNL y uno con capacidad de 14.000 m<sup>3</sup>, que permiten contar con un *stock* importante del combustible en tierra; asimismo se cuenta con respaldo de generación eléctrica autosuficiente para operar y poder inyectar gas al sistema.

Por otro lado, desde junio de 2012 **Metrogas** mantiene capacidad de almacenamiento de gas natural en GasAndes Chile. Esta capacidad fue incrementada en febrero de 2015 alcanzando una capacidad de almacenamiento de 3,3 millones de metros cúbicos, disponiendo, además, con capacidad de almacenamiento en Electrogas por 800 mil metros cúbicos. Además, se dispone del respaldo de las plantas de propano aire que podrían abastecer la demanda básica del segmento residencial y comercial en la Región Metropolitana, aunque incrementando significativamente el costo de explotación.

A fines del 2017 comenzó la distribución de gas natural en la ciudad de Osorno, a través de una nueva PSR (planta satélite de regasificación), logrando comenzar la operación de **Metrogas** para el segmento residencial-comercial de la Región de Los Lagos. Durante 2018 comenzó la distribución de gas natural en la ciudad de Puerto Montt con la misma tecnología, instalada en esta última ciudad.

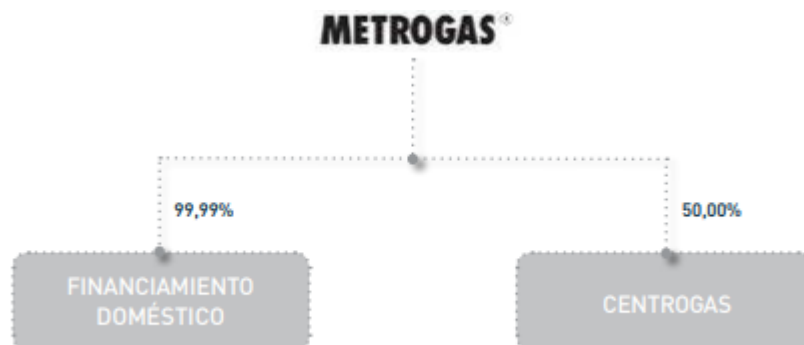
## Propiedad

Al 31 de diciembre de 2018 la propiedad de **Metrogas** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	% de la propiedad
CGE Gas Natural S.A.	60,17%
Empresas Copec S.A	39,83%
Total	100,0%

A diciembre de 2018 la estructura operativa del grupo **Metrogas** se presenta en la siguiente ilustración.

Ilustración 1  
**Metrogas**  
Estructura de Propiedad



## Abastecimiento, transporte y distribución del gas natural

Desde el segundo semestre de 2009 la compañía utiliza GNL, recibido en Chile a través del terminal de GNL Quintero. El acceso a este combustible permite a **Metrogas** reemplazar el suministro argentino, accediendo a proveedores de todo el mundo: Trinidad y Tobago, Indonesia y Egipto, Estados Unidos, Guinea Ecuatorial, entre otros.

### Planta de GNL Quintero

El proyecto de GNL Quintero entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y total en el primer semestre de 2011, y consiste en un terminal en tierra para la recepción del combustible (que es transportado a través de buques-tanque), tres estanques de almacenamiento (con una capacidad total de 330 mil m<sup>3</sup> de GNL) y varios vaporizadores para regasificarlo y la red necesaria para posteriormente distribuirlo a través de gasoductos ubicados en la zona central. La inversión total relativa a la construcción y puesta en marcha del terminal de regasificación y el respectivo muelle, alcanzó, en moneda de la época, los US\$ 1.300 millones. La capacidad actual de regasificación del terminal es de 15 millones de m<sup>3</sup> de gas natural por día.

La sociedad GNL Quintero S.A. es propiedad de Terminal Bahía de Quintero SpA<sup>5</sup> (10,4%), Terminal de Valparaíso<sup>6</sup> (40%), OMERS Infrastructures Holdings II SpA (29,6%) y ENAP (20%). De esta manera, Enagás es el accionista mayoritario, con una participación de 45,4% de la sociedad.

<sup>5</sup> Propiedad, a su vez, de 51,9% de Enagás y 48,1% de OMERS.

<sup>6</sup> Propiedad, a su vez, de 100% de Enagás.

Desde el 1° de junio de 2016 **Metrogas** cuenta con un contrato de abastecimiento de gas continuo y de largo plazo a través de Aprovevisionadora Global de Energía S.A., quien tiene un contrato con GNL Chile S.A., lo que permite abastecerse de GNL desde diversas partes del mundo.

## Distribución de ingresos

**Metrogas** desarrolla su negocio vendiendo gas natural a distintos segmentos de mercado, entre los cuales destacan:

### Residencial - Inmobiliario

Segmento conformado por clientes convertidos desde el uso de gas de ciudad y de gas licuado de petróleo, así como por los clientes originados en el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. A diciembre de 2018, los clientes abastecidos por **Metrogas** alcanzan los 728 mil clientes, un incremento de 5,5% respecto de diciembre de 2017.

### Clientes comerciales

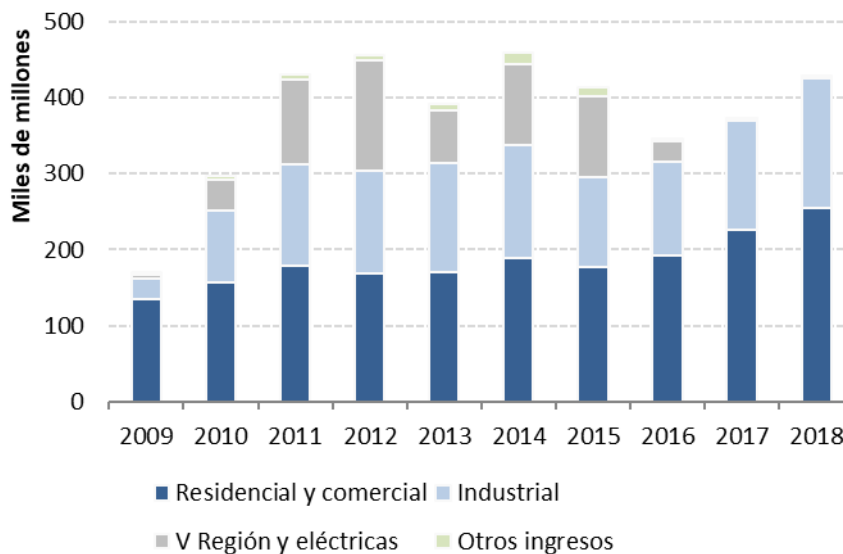
Conformado por establecimientos comerciales y de servicio. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas y centros comerciales, entre otros.

### Clientes industriales

Conformado por empresas medianas y grandes, abastecidas por **Metrogas** a través de redes soterradas, en las regiones Metropolitana y Sexta y a través del sistema GNL Móvil en regiones que no cuentan con estas redes; y comprenden principalmente los rubros agrícola, metalúrgicos, farmacéuticos, papeleros y cristalería.

Durante 2018, un 59,4% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales y un 39,3% de clientes industriales, tal como se muestra en la Ilustración 2.

Ilustración 2  
**Evolución de los ingresos según segmento de clientes**  
(Miles de millones de pesos. 2009-2018)



Se aprecia que los ingresos generados en el segmento residencial y comercial han mostrado un mayor crecimiento en los últimos dos años y presentan una tasa de crecimiento que, entre 2009 y 2018, ha promediado un 7,2% anual; de la misma forma los ingresos del segmento industrial, que a partir de 2011 presentan un crecimiento paulatino, a excepción del año 2015, alcanzaron una tasa de crecimiento de 22,7% anual en el período entre 2009 y 2018. A partir del segundo semestre de 2016 las ventas a eléctricas son canalizadas a través de "Aprovisionadora Global de Energía", o su filial.

### Otros negocios

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, como el gas natural vehicular. Por otra parte, **Metrogas** distribuye gas natural a través del segmento GNL Móvil. Esta operación permite llevar el energético en estado líquido desde GNL Quintero directamente hasta los puntos de consumo, sin la necesidad de ampliar las redes soterradas de distribución.

Cabe señalar que estos negocios se consideran dentro de los ingresos industriales.

## Análisis financiero<sup>7</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2018.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Metrogas** durante 2018 fueron de \$432.297 millones, lo que representa un aumento de 12,2% respecto del mismo periodo de 2017. Por su parte, el EBITDA de la compañía experimentó un crecimiento de 7,7% hasta los \$106.023 millones; mientras que el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>8</sup> se situó en \$89.921 millones.<sup>9</sup>

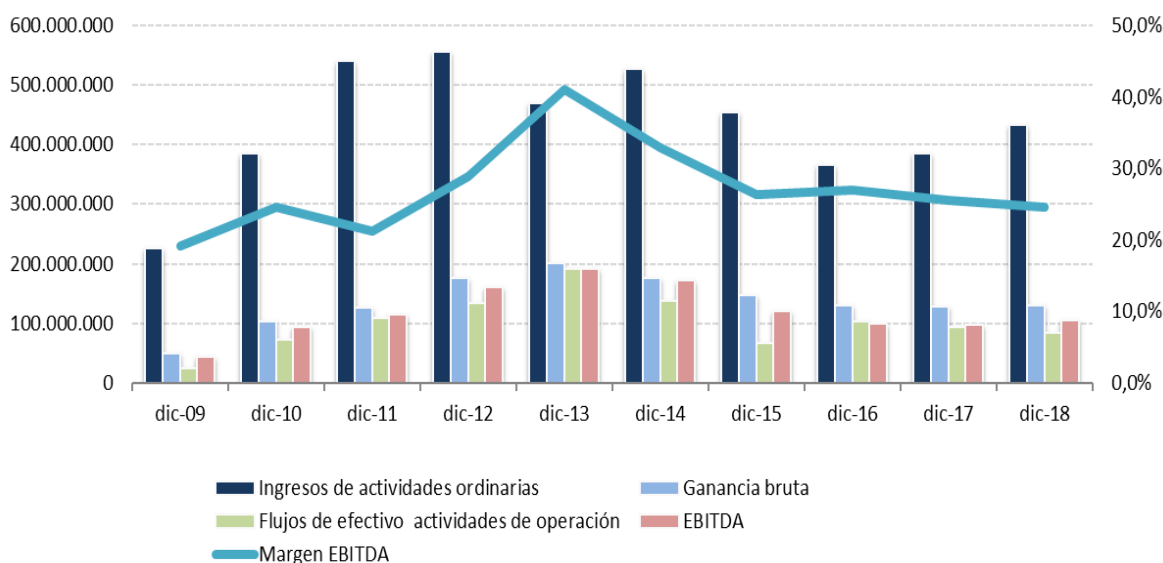
El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 24,5% en los últimos cinco años. El desempeño del EBITDA ha evidenciado, a partir de 2013, las mejores oportunidades de compra de gas, tras la modificación del contrato con BG Group en julio de 2012, tal como se muestra en la Ilustración 3. En lo más reciente, sin embargo, el margen ha caído debido a la separación de las ventas a generadoras, negocio no regulado, así como un menor nivel de tarifas aplicadas.

<sup>7</sup> La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. En esta sección las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

<sup>8</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>9</sup> Para una descripción más en detalle de este indicador, véase: <http://www.humphreys.cl/resources/uploads/2015-04/ft-fclp-abril-2015.pdf>.

Ilustración 3  
**Evolución de los ingresos, Ganancia Bruta, EBITDA y margen EBITDA**  
 (Miles de millones de pesos y porcentajes. 2012-2018)



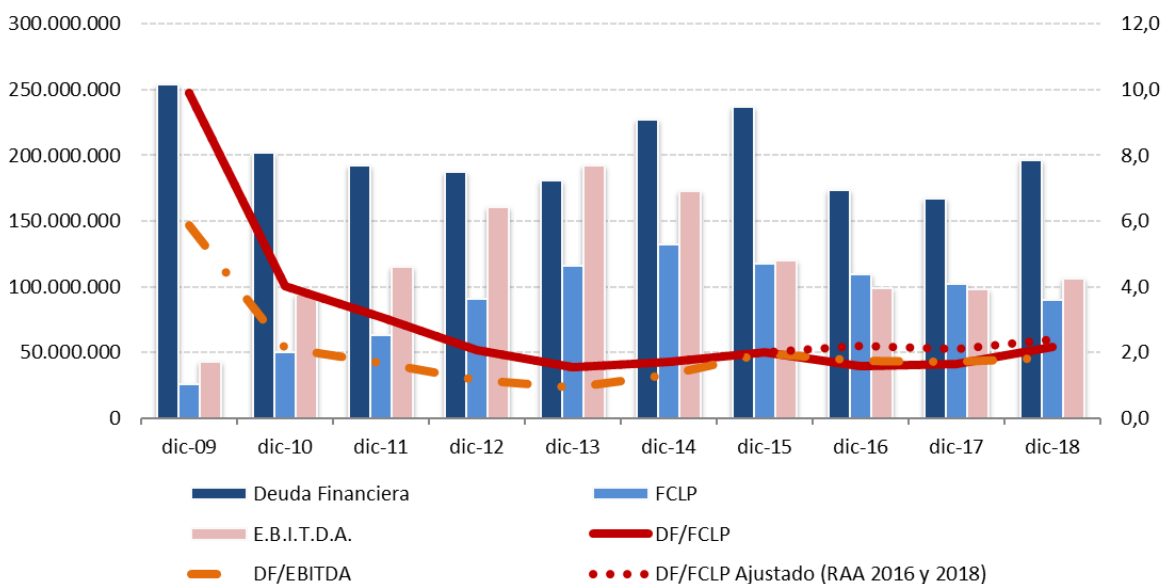
## Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

A diciembre de 2018, la deuda financiera de **Metrogas** aumentó un 17,4% a \$196.119 millones la que en un 75,6% corresponde a bonos y el 24,4%, restante, a deuda bancaria. El aumento de la deuda financiera se debe principalmente a una mayor obtención de deuda bancaria para financiamiento de los planes de inversión.

Se observa en la Ilustración 4 que, a diciembre de 2018, la deuda financiera en relación al EBITDA creció desde 1,3 veces, en 2014, a 1,8 veces en 2018.

De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador creció desde las 1,7 veces, en 2014, a 2,2 veces en 2018. Para el cálculo de este indicador se estima una rentabilidad de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas. Sin embargo, debido a los cambios relacionados con la escisión de los negocios no concesionados, podría considerarse la rentabilidad de los activos más reciente como representativa de su valor de largo plazo. En ese caso, el indicador Deuda Financiera/FCLP se incrementa a 2,4. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

Ilustración 4  
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP  
(M\$. 2009-2018)



Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año el máximo pago anual se produce en 2022 y alcanza, por concepto de amortización, a los \$26.981 millones, lo que representa, aproximadamente, un 25,4% del EBITDA de 2018 y un 30,0% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$110.263 millones), aunque es probable que su importancia relativa disminuya por efecto del crecimiento del negocio y que también es posible su reestructuración en caso de ser necesaria. De esta manera, y considerando los pagos a realizar hasta 2025, la compañía es capaz de enfrentar los pagos anuales, incluso soportando caídas de hasta un 70,0% del FCLP.

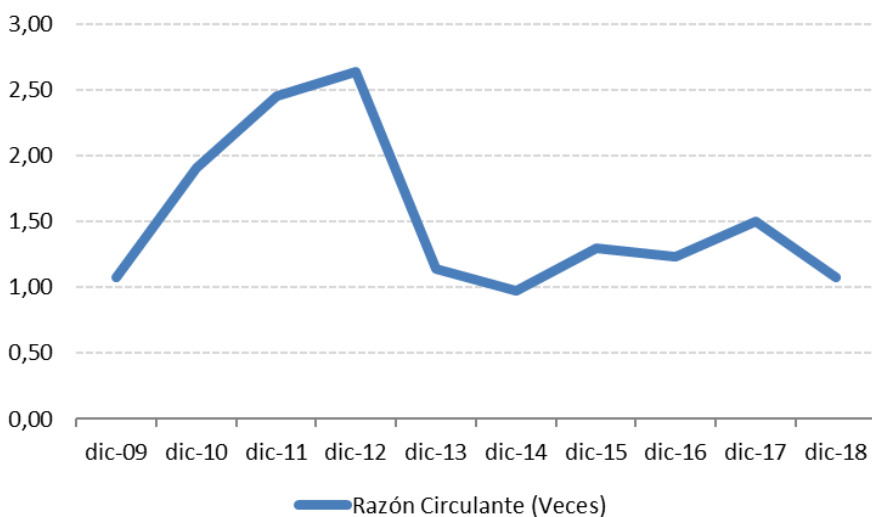


Ilustración 5  
**Evolución del perfil de vencimientos**  
 (Miles de millones de pesos. 2019-2026)



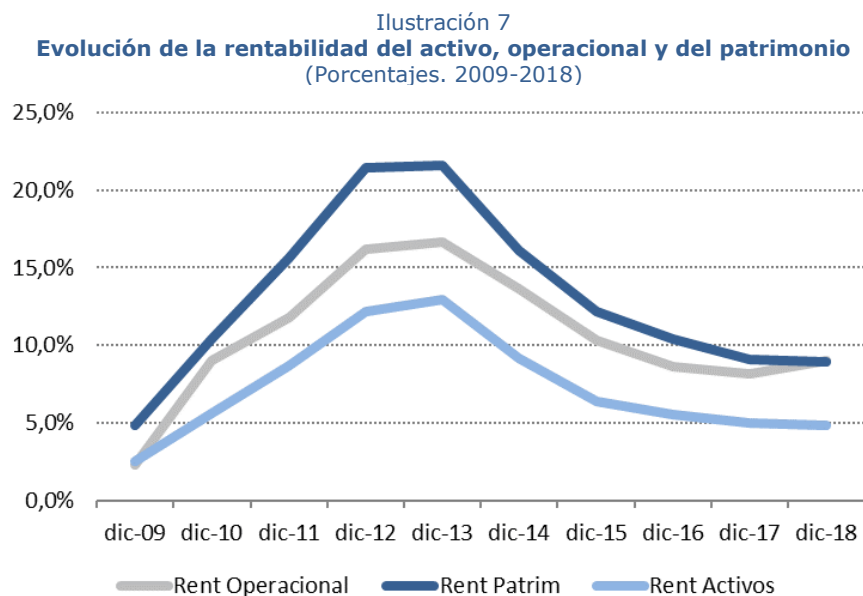
En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, ésta se ha ido deteriorando a partir del año 2013 pasando desde 2,63 veces en 2012 a 1,08 veces en 2018. De acuerdo a la Ilustración 6, se aprecia que en todo el periodo de evaluación ha presentado bastante volatilidad, sin embargo, ha exhibido valores superiores a la vez, a excepción del año 2014 donde alcanzó 0,98 veces.

Ilustración 6  
**Evolución de la razón circulante**  
 (Veces. 2009-2018)



## Evolución de la rentabilidad<sup>10</sup>

Con posterioridad a 2013, hasta donde se observó una tendencia al alza, los indicadores de rentabilidad, tanto de activos como de patrimonio, han mostrado una tendencia decreciente, tal como se aprecia en la Ilustración 7, debido a menores utilidades.



## Instrumentos de deuda

A diciembre de 2018 **Metrogas** tenía los siguientes bonos en el mercado:

### - Bono Series B1-B2

- Fecha colocación:	Septiembre 1999
- Monto colocado:	UF 1.000.000
- Tasa de carátula:	7,00%
- Vencimiento:	Septiembre 2024

<sup>10</sup> Cabe señalar, que las rentabilidades exhibidas en este acápite no corresponden ni son comparables a las rentabilidades establecidas por la Ley de Servicios de Gas. A continuación, se presentan las definiciones para cada una de las rentabilidades mencionadas en esta sección: Rentabilidad operacional=Resultado operacional sobre activos promedio; rentabilidad del patrimonio=utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedios; rentabilidad del activo=Ganancia (Pérdida) / Activos Totales Promedio.

#### - Bono Series D1-D2

- Fecha colocación:	Agosto 2001
- Monto colocado:	UF 4.000.000
- Tasa de carátula:	6,50%
- Vencimiento:	Junio 2026

#### - Bono Serie F

- Fecha colocación:	Octubre 2003
- Monto colocado:	UF 2.500.000
- Tasa de carátula:	6,00%
- Vencimiento:	Agosto 2024

#### - Línea de efectos de comercio (sin colocaciones vigentes)

- Nº y fecha de inscripción:	074 de 25/11/2009
- Plazo de la línea:	10 años
- Monto de la línea:	UF 1.000.000

## Covenants

Para los bonos vigentes, **Metrogas** se ha comprometido a mantener ciertos resguardos financieros:

- El primero corresponde a la cobertura de gastos financieros, estipulándose que no debe ser inferior a 3,5 veces. A diciembre de 2018 este *covenant* se encuentra en cumplimiento con un valor de 10,18 veces.
- El segundo resguardo corresponde al nivel de endeudamiento. En este caso, el pasivo exigible total incluyendo garantías emitidas a terceros sobre la suma de patrimonio más interés minoritario no puede superar las 1,38 veces. A diciembre de 2018, este *covenant* se cumple con un valor de 1,13 veces.

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la 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."*