



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas  
Antonio González G.  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
antonio.gonzalez@humphreys.cl  
carlos.garcia@humphreys.cl

## **Metrogas S.A.**

Mayo 2020

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 Tendencia Estados financieros	AA Estable 31 de marzo de 2020 <sup>1</sup>
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Serie B1 (BMGAS-B1) Bono Serie B2 (BMGAS-B2) Bono Serie D1 (BMGAS-D1) Bono Serie D2 (BMGAS-D2) Bono Serie F (BMGAS-F)	Nº 217 de 22.10.1999 Nº 217 de 22.10.1999 Nº 259 de 11.07.2001 Nº 259 de 11.07.2001 Nº 344 de 09.10.2003

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M\$	2015	2016	2017	2018	2019	Marzo 2020
Ingresos totales	414.043.768	346.418.723	372.417.874	428.143.261	413.006.049	83.786.833
Costo de ventas	-280.504.640	-223.843.820	-247.656.598	-299.407.951	-284.114.972	-71.787.821
Ganancia bruta	133.539.128	122.574.903	124.761.276	128.735.310	128.891.077	11.999.012
Gastos de administración	-43.298.831	-47.498.363	-51.348.731	-46.332.797	-48.171.820	-11.620.935
<b>Resultado operacional</b>	<b>87.603.606</b>	<b>72.089.730</b>	<b>70.291.692</b>	<b>79.467.425</b>	<b>80.719.257</b>	<b>378.077</b>
Costos financieros	-12.863.856	-12.096.351	-11.127.581	-11.520.445	-13.597.263	-3.595.698
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>56.768.878</b>	<b>47.290.659</b>	<b>43.287.241</b>	<b>42.882.252</b>	<b>46.287.102</b>	<b>-2.725.165</b>
EBITDA	109.352.583	93.350.835	95.175.361	105.091.278	106.971.658	7.249.640

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
M\$	2015	2016	2017	2018	2019	Marzo 2020
Activos corrientes	63.503.042	76.756.619	78.452.490	76.260.636	73.468.045	104.388.558
Activos no corrientes	792.342.786	772.615.668	792.187.367	827.606.824	851.444.089	855.258.505
<b>Total activos</b>	<b>855.845.828</b>	<b>849.372.287</b>	<b>870.639.857</b>	<b>903.867.460</b>	<b>924.912.134</b>	<b>959.647.063</b>
Pasivos corrientes	48.763.114	62.017.311	52.372.378	70.310.010	68.326.246	109.273.718
Pasivos no corrientes	362.238.721	322.598.581	332.606.261	364.215.550	400.626.263	397.027.675
Total pasivos	411.001.835	384.615.892	384.978.639	434.525.560	468.952.509	506.301.393
Patrimonio	444.843.993	464.756.395	485.661.218	469.341.900	455.959.625	453.345.670
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>855.845.828</b>	<b>849.372.287</b>	<b>870.639.857</b>	<b>903.867.460</b>	<b>924.912.134</b>	<b>959.647.063</b>
Deuda financiera	219.494.844	165.600.515	162.472.284	196.118.535	243.355.337	273.454.009

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2020 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, ya sea, a través de gasoductos o camiones, 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 2019, la empresa generó ingresos por US\$ 551,6 millones<sup>2</sup>, sumando 37 mil nuevos clientes. De esta forma, el número total de clientes residenciales, comerciales e industriales alcanzó a 765 mil. El EBITDA de la compañía, al cierre de 2019, fue de aproximadamente US\$ 142,8 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a US\$ 325,0 millones. De ella, en un 60% corresponde a bonos y el 40% a deuda bancaria. A marzo de 2020, la compañía tenía una deuda financiera igual a US\$ 320,9 millones<sup>3</sup>, sus ingresos fueron de US\$ 98,3 millones y generó un EBITDA de US\$ 8,5 millones.

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.

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 la tendencia al crecimiento de su base de clientes residenciales y

<sup>2</sup> Tipo de cambio utilizado: \$748,74/US\$ al 31/12/2019.

<sup>3</sup> Tipo de cambio utilizado: \$852,03/US\$ al 31/03/2020.

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.

Por otro lado, se reconoce el hecho de que el avance tecnológico hacia nuevas fuentes de energía pueda afectar la rentabilidad de la compañía.

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

Cabe señalar que producto de la crisis provocada por la pandemia, es posible esperar, en especial para el segundo y tercer trimestre de 2020, una baja en los resultados de la compañía, principalmente por el debilitamiento de la demanda comercial e industrial y por la menor capacidad de pago de los clientes

residenciales. En todo caso, la clasificadora estima que el impacto es sólo de corto plazo y sus efectos en la liquidez es abordable por la empresa la cual no tiene desembolsos importantes en 2020.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

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

#### Fortalezas complementarias

- Bajo incentivo 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

- Insumo de baja contaminación comparativa.
- Controlador y accionistas con amplia experiencia en el mercado del gas.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.

#### 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).
- Planta de suministro única.
- Volatilidad precio de *commodities*.
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2019

Durante 2019, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$413.006 millones, lo que representa una disminución de 3,5%, respecto de 2018. Los ingresos provenientes del segmento residencial y comercial aumentaron en 5,1%, mientras que en el segmento industrial las ventas cayeron en 16,4%.

El costo de venta, en 2019, finalizó en \$284.115 millones, disminuyendo un 5,1% respecto al año anterior. Esta caída se produjo principalmente baja, durante el periodo 2019, en promedio de 19% del precio del gas (precio *commodities*), con respecto al año 2018. Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$48.172 millones un 4,0% superior que el año anterior.

De esta manera, el resultado operacional aumentó un 1,6%, hasta \$ 80.719 millones, representando un 19,5% de los ingresos, levemente superior al 18,6% registrado en 2018.

El EBITDA del ejercicio de 2019 fue de \$106.972 millones, lo que representa un aumento de 1,8% respecto a 2018. La utilidad del ejercicio tuvo un aumento en un 7,9% totalizando \$ 46.287 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2019 en \$ 243.355 millones, lo que significa un alza de 24,1% producto de nuevos créditos contraídos con bancos.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA

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

### 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 y bien esencial:** 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 2019 el número de clientes dentro de los cuales se encuentran los clientes térmicos<sup>4</sup> alcanzó a 765 mil, creciendo un 5% con respecto al año anterior, 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. Además, es un bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas a crisis o variaciones en el consumo de la población, presenta una estructura muy estable en cuanto a las compañías que compiten en él, las que han tendido a mantener su participación en las ventas a lo largo del tiempo.

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

**Baja concentración de clientes e incobrabilidad:** La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes y un bajo riesgo de no pago. La base de clientes de **Metrogas** creció un 5% con respecto al 2018, llegando a 765 mil clientes, distribuidos en sus tres segmentos de clientes (residencial - inmobiliario, comerciales e industriales). Además, debido al sistema de distribución de gas, en caso de no pagar la cuenta, la compañía puede cortar el suministro de gas, situación que ha llevado a que el emisor presente una mora histórica muy baja.

**Adecuado perfil de vencimientos:** De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2026 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones no excede los \$56.073 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2019 (igual a \$ 106.972 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. La excepción corresponde a 2025, cuando debe efectuarse el pago de UF 4 millones (más de \$113.072 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.

**Experiencia del controlador:** **Metrogas** es controlada por Naturgy (*rating* BBB 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.

**Precio de *commodities*:** Los precios de este combustible por contrato se encuentran indexados principalmente al índice Henry Hub (que en 2019 disminuyó en un 19% respecto de 2018) y al petróleo Brent (que en 2019 cayó un 9,4%). 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 2018 fue de aproximadamente \$65.000 millones financiado en su totalidad con flujo operacional, en tanto, en 2019, este valor alcanzó los \$51.000 millones.

Cabe señalar que para el año 2020 la compañía indicó que los planes de inversión se mantendrán en la medida que sea posible, ya que a raíz de la contingencia actual del país provocada por el Covid-19, no han podido ingresar a los sectores de acuerdo a la planificación.

Sin embargo, 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. En donde, 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, lo cual, en parte, es mitigado por el parking existente y por sistema de respaldo de gas natural simulado. 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.

**Riesgo tecnológico:** 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.

**Riesgo regulatorio:** 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

### La compañía

**Metrogas** es una compañía que se dedica a la distribución de gas natural 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 6.100 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, ubicados en Maipú y Peñalolén, que permiten cubrir la demanda básica del segmento residencial y comercial de la Región Metropolitana.



Los controladores de la sociedad, a diciembre de 2019, son CGE Gas Natural S.A. con un 60,17% de la propiedad y Empresas Copec con un 39,83% de la propiedad.

## Composición de flujos

**Metrogas** desarrolla su negocio vendiendo y distribuyendo gas natural a sus clientes, los cuales a diciembre de 2019 alcanzan los 765 mil clientes, que a su vez que representan un crecimiento de un 5,0% con respecto al año 2018, los cuales se distribuyen en los siguientes tres segmentos de clientes:

### 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.

### Cientes comerciales

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

### Cientes 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.

### 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.

## 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.

Por otra parte, la compañía cuenta con un sistema de distribución de gasoductos virtuales, que consiste en el transporte de gas natural en estado líquido a través de camiones, lo que permite suministro a diversos puntos del país donde no hay presencia de gasoducto.

### 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 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 Enagás Chile SpA (5,4%), Terminal de Valparaíso (40%), OMERS Infrastructures Holdings II SpA (34,6%) y ENAP (20%). De esta manera, Enagás<sup>5</sup> es el accionista mayoritario, con una participación de 45,4% de la sociedad.

Desde el 1° de junio de 2016 **Metrogas** cuenta con un contrato de abastecimiento de gas continuo y de largo plazo a través de Aproveccionadora 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.

## Análisis financiero<sup>6</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2019.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Metrogas** durante 2019 fueron de \$417.853 millones, lo que representa una disminución de 5,9% respecto del mismo periodo de 2018. Por su parte, el EBITDA de la compañía experimentó una caída de 0,7% hasta los \$108.159 millones; mientras que el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>7</sup> se situó en \$83.135 millones.<sup>8</sup>

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 25,9% 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 1. 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.

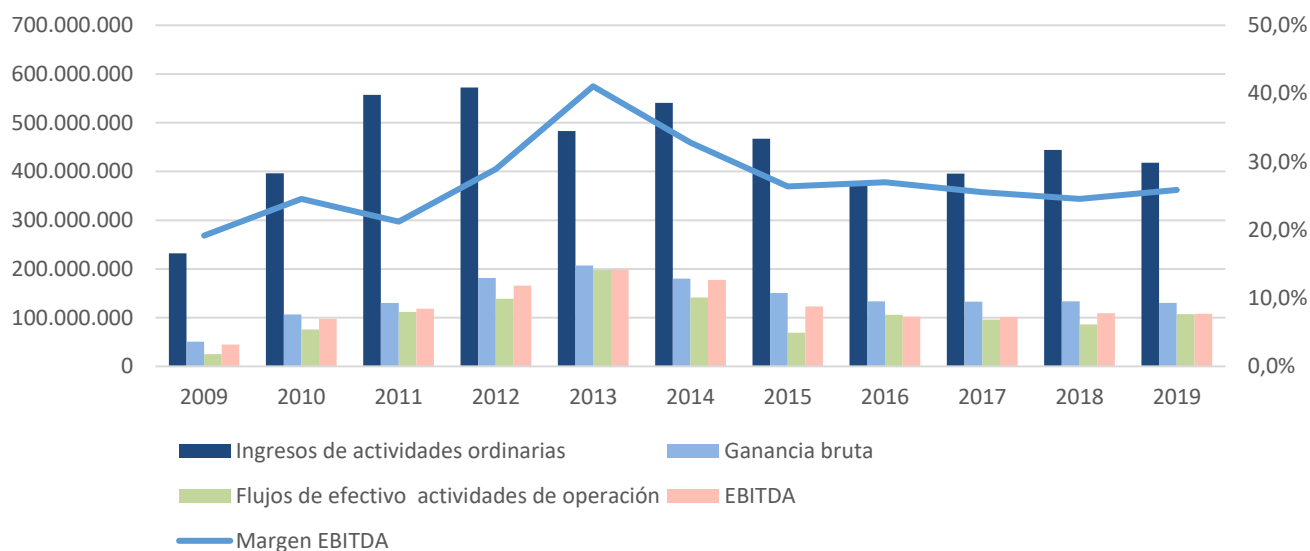
<sup>5</sup> Enagás propietario de Enagás Chile SpA y Terminal de Valparaíso.

<sup>6</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>7</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>8</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 1  
**Evolución de los ingresos, Ganancia Bruta, EBITDA y margen EBITDA**  
(M\$ y %. 2009-2019)



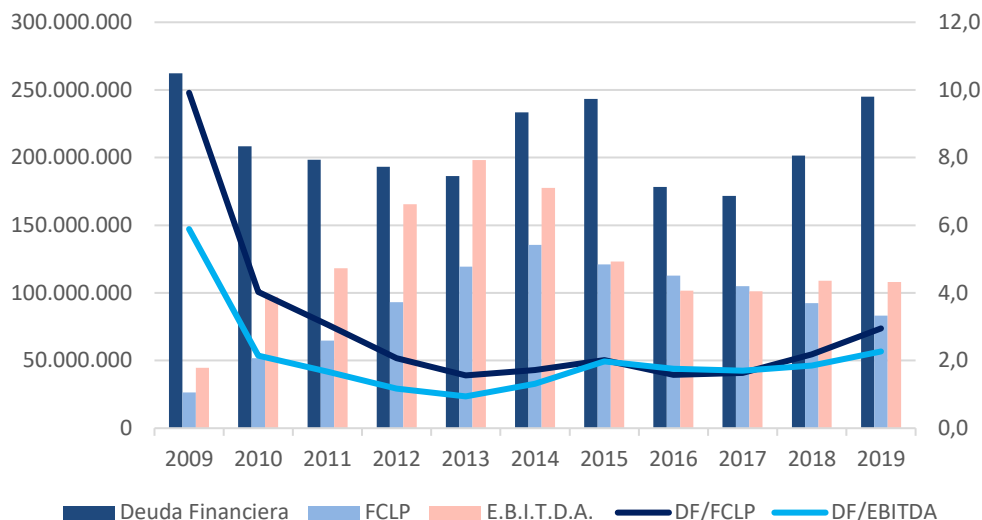
## Evolución del endeudamiento

A diciembre de 2019, la deuda financiera de **Metrogas** aumentó un 21,6% a \$ 245.097 millones la que en un 59,9% corresponde a bonos y el 40,1%, 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 2, a diciembre de 2019, la deuda financiera en relación al EBITDA creció desde 1,3 veces, en 2018, a 2,3 veces en 2019.

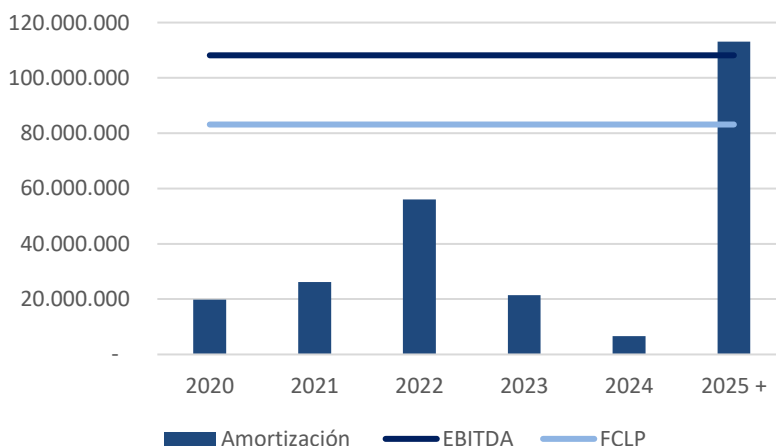
De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador creció desde las 1,7 veces, en 2014, a 2,9 veces en 2019. Para el cálculo de este indicador se estima una rentabilidad de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

Ilustración 2  
**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
 (M\$. 2009-2019)



Hasta 2026, 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 \$56.072 millones, lo que representa, aproximadamente, un 51,8% del EBITDA de 2019 y un 67,4% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$113.072 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 2026, la compañía es capaz de enfrentar los pagos anuales, incluso soportando caídas de hasta un 32,6% del FCLP (lo que permite enfrentar eventuales caídas en sus flujos como consecuencia de la crisis económica provocada por el Covid-19).

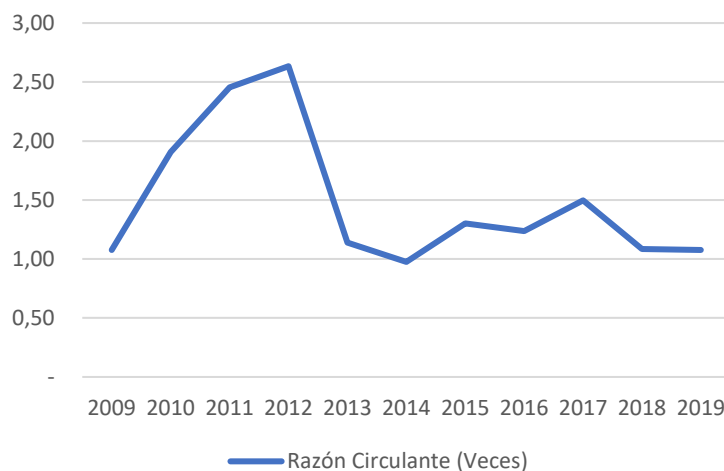
Ilustración 3  
**Evolución del perfil de vencimientos**  
 (M\$. 2020 - 2025+)



## Evolución de la liquidez

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 2019. 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 4  
**Evolución de la razón circulante**  
(Veces. 2009 - 2019)

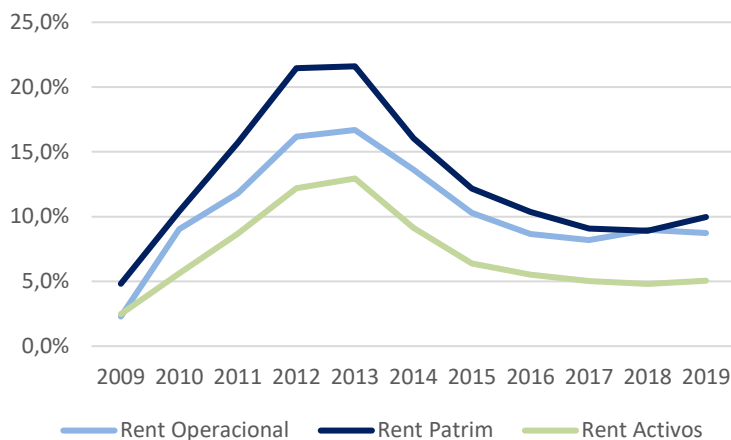


## Evolución de la rentabilidad<sup>9</sup>

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, y con una leve recuperación para el periodo 2019, tal como se aprecia en la Ilustración 5, debido a la mayor utilidad registrada en el 2019.

<sup>9</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.

Ilustración 5  
Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio  
(%. 2009-2019)



## Covenants

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

Covenant	Límite	Diciembre 2019
Cobertura de gastos financieros	No inferior a 3,5 veces	9,33 veces
Nivel de endeudamiento	No superior a 1,38 veces	1,24 veces

## Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez (veces)	1,66	1,59	1,70	1,66	1,56	1,59
Razón Circulante (Veces)	0,98	1,30	1,24	1,50	1,08	1,08
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,97	1,17	1,16	1,40	1,07	1,06
Razón Ácida (veces)	0,86	1,22	1,17	1,40	1,01	1,01
Rotación de Inventarios (veces)	52,42	53,58	53,39	52,17	57,06	58,28
Promedio Días de Inventarios (días)	6,96	6,81	6,84	7,00	6,40	6,26
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	14,27	11,34	10,24	9,00	8,39	9,15
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	25,57	32,20	35,65	40,55	43,49	39,91
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	10,93	11,18	7,05	7,52	9,37	9,91
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	33,40	32,66	51,81	48,51	38,97	36,82
Diferencia de Días (días)	7,82	0,47	16,16	7,95	-4,51	-3,09
Ciclo Económico (días)	0,86	-6,35	9,32	0,96	-10,91	-9,35
Ratios de endeudamiento	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento (veces)	0,47	0,48	0,45	0,44	0,48	0,51
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,89	0,92	0,83	0,79	0,93	1,03
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,15	0,13	0,19	0,16	0,19	0,17
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,31	1,98	1,75	1,70	1,85	2,27
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,76	0,51	0,57	0,59	0,54	0,44
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,47	0,53	0,43	0,42	0,45	0,52
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,02	0,00	0,04	0,04	0,08	0,04
Veces que se gana el Interés (veces)	9,10	5,83	4,72	5,19	5,12	4,78
Ratios de rentabilidad	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Margen Bruto (%)	0,33	0,32	0,35	0,33	0,30	0,31
Margen Neto (%)	0,18	0,14	0,14	0,12	0,10	0,11
Rotación del Activo (%)	0,51	0,49	0,41	0,43	0,48	0,45
Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,10	0,07	0,06	0,05	0,05	0,05
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,09	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05
Inversión de Capital (%)	1,70	1,69	1,66	1,62	1,74	1,84
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-345,29	28,58	23,73	14,36	72,64	81,27
Rentabilidad Operacional (%)	0,14	0,10	0,09	0,08	0,09	0,09
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	0,16	0,12	0,10	0,09	0,09	0,10
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	0,60	0,63	0,59	0,60	0,64	0,63
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	0,67	0,68	0,65	0,67	0,70	0,69
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	0,06	0,10	0,14	0,14	0,11	0,12
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,23	0,19	0,16	0,15	0,17	0,17
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,33	0,26	0,27	0,26	0,25	0,26
Otros Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,01	0,03	0,01	0,01	0,00	0,00
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,03	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Capital sobre Patrimonio (%)	0,39	0,42	0,40	0,38	0,40	0,41

\* Activos en Ejecución Descontados

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