



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 2021

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 2021 ¹
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)	Nº 217 de 22.10.1999 Nº 259 de 11.07.2001 Nº 344 de 09.10.2003

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M\$	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2021
Ingresos totales	346.418.723	372.417.874	428.143.261	413.006.049	384.614.560	86.701.147
Costo de ventas	-223.843.820	-247.656.598	-299.407.951	-284.114.972	-247.519.538	-64.193.707
Ganancia bruta	122.574.903	124.761.276	128.735.310	128.891.077	137.095.022	22.507.440
Gastos de administración	-47.498.363	-51.348.731	-46.332.797	-48.171.820	-43.760.042	-9.410.592
Resultado operacional	72.089.730	70.291.692	79.467.425	80.719.257	93.334.980	13.096.848
Costos financieros	-12.096.351	-11.127.581	-11.520.445	-13.597.263	-15.989.614	-3.568.915
Utilidad del ejercicio	47.290.659	43.287.241	42.882.252	46.287.102	52.193.039	5.312.125
EBITDA	93.350.835	95.175.361	105.091.278	106.971.658	117.104.757	19.965.331

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
M\$	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2021
Activos corrientes	76.756.619	78.452.490	76.260.636	73.468.045	110.455.929	119.151.355
Activos no corrientes	772.615.668	792.187.367	827.606.824	851.444.089	977.026.838	974.755.537
Total activos	849.372.287	870.639.857	903.867.460	924.912.134	1.087.482.767	1.093.906.892
Pasivos corrientes	62.017.311	52.372.378	70.310.010	68.326.246	100.825.161	96.632.420
Pasivos no corrientes	322.598.581	332.606.261	364.215.550	400.626.263	438.000.864	443.467.665
Total pasivos	384.615.892	384.978.639	434.525.560	468.952.509	538.826.025	540.100.085
Patrimonio	464.756.395	485.661.218	469.341.900	455.959.625	548.656.742	553.806.807
Total pasivos y patrimonio	849.372.287	870.639.857	903.867.460	924.912.134	1.087.482.767	1.093.906.892
Deuda financiera	165.600.515	162.472.284	196.118.535	245.096.769	263.839.987	263.293.235

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2021 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 operación del terminal de GNL en Quintero le permite a **Metrogas** obtener gas natural desde países como Trinidad y Tobago, Nigeria, Guinea Ecuatorial, Estados Unidos, entre otros.

Durante 2020, la empresa generó ingresos por US\$ 540,9 millones², sumando 20 mil nuevos clientes. De esta forma, el número total de clientes residenciales, comerciales e industriales alcanzó a 785 mil. El EBITDA de la compañía, al cierre de 2020, fue de aproximadamente US\$ 164,7 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a US\$ 371,1 millones. De ella, un 55% corresponde a bonos y 45% a deuda bancaria. A marzo de 2021, la compañía tenía una deuda financiera igual a US\$ 364,7 millones³, sus ingresos fueron de US\$ 120,1 millones y generó un EBITDA de US\$ 27,6 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 favorece la clasificación de los títulos de deuda es el alto nivel de inversión realizado en su red de distribución, especialmente en la Región Metropolitana y sexta región, lo que haría poco probable 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 comerciales, lo que se ha hecho extensivo al segmento industrial a través de gas natural por redes, como

² Tipo de cambio utilizado: \$710,95/US\$ al 31/12/2020.

³ Tipo de cambio utilizado: \$721,82/US\$ al 31/03/2021.

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, al menos para el mediano plazo, ya que la compañía mantiene un perfil de vencimientos anuales acorde con su generación de flujos, inclusive bajo el supuesto de un deterioro significativo en sus márgenes. En cuanto a los préstamos estructurados como *bullet*, se estima que no habría dificultades para su refinanciamiento, incluso aunque se estuviese en un período de mal desempeño de la economía.

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 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 el terminal 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 con 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 en GasAndes y Electrogas, sumado a esto cuenta con dos plantas de respaldo, 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, los ingresos se han visto deteriorados, no obstante, el EBITDA y su utilidad mejoró con respecto al año anterior, a causa de las bajas del costo del gas y petróleo en conjunto con los gastos de administración. Aun cuando en 2021 han persistido las restricciones producto de la pandemia, de acuerdo con la clasificadora, los efectos sobre el emisor serían menos relevantes que el año anterior, tomando en consideración el proceso de inoculación que se está llevando a cabo en el país.

Con todo cabe señalar que la compañía se ha resguardado mejorando sus niveles de liquidez ante posibles shocks. Se espera una vez que termine la pandemia, tanto el nivel de ingresos de la compañía como el costo del gas se estabilicen.

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 para el mediano plazo.
- 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 2020

Durante 2020, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 384.615 millones, lo que representa una disminución de 6,9%, respecto de 2019.

El costo de venta, en 2020, finalizó en \$ 247.520 millones, disminuyendo un 12,9% respecto al año anterior. Esta caída se produjo debido a un menor costo del gas por una menor demanda y un menor precio del petróleo. Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$ 43.760 millones un 9,2% inferior que el año anterior.

De esta manera, el resultado operacional aumentó un 15,6%, hasta \$ 93.335 millones, representando un 24,3% de los ingresos, superior al 19,5% registrado en 2019.

El EBITDA del ejercicio de 2020 fue de \$ 117.105 millones, lo que representa un aumento de 9,5% respecto a 2015. La utilidad del ejercicio tuvo un aumento en un 12,8% totalizando \$ 52.193 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2020 en \$ 263.840 millones, lo que significa un alza de 25,0% 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 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 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 2020 el número de clientes dentro de los cuales se encuentran los clientes térmicos⁴ alcanzó a 785 mil, creciendo un 2,6% 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, sumado a que presenta una estructura muy estable en cuanto a las compañías que compiten en él.

⁴ 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 2,6% con respecto al 2019, llegando a 785 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. Actualmente, a causa de la crisis sanitaria, la ley no permite el corte de gas a ciertos clientes, ya que es considerado un bien de primera necesidad, sin embargo, la clasificadora no considera que esto sea un efecto permanente.

Adecuado perfil de vencimientos en mediano plazo: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, la compañía posee un holgado perfil de vencimientos, en donde hasta el año 2025 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones no excede los \$ 55.004 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2020 (igual a \$ 117.105 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 \$ 116.000 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 Energy Group (*rating* BBB en escala global), actor relevante en el sector de gas y electricidad, presente en más de 20 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 20,7% respecto de 2019) y al petróleo Brent (que en 2020 cayó un 21,3%). 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 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 la inversión alcanzó los \$ 27.000 millones, los que se pudieron realizar en la medida que fuese posible a raíz de las medidas tomadas por la actual crisis sanitaria provocada por el Covid-19.

Con todo, 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 GasAndes, 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, en caso de fallas en el terminal.

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 6.383 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 2020, 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 2020 alcanzan los 785 mil clientes, que a su vez que representan un crecimiento de un 2,6% con respecto al año 2019, 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, metalúrgico, farmacéutico, papelería 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.

Terminal 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 m³ 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 m³ de gas natural por día.

La sociedad GNL Quintero S.A. es propiedad de Enagás Chile SpA (45,4%), OMERS Infrastructures Holdings II SpA (34,6%) y ENAP (20%).

Desde el 1° de junio de 2016 **Metrogas** cuenta con un contrato de abastecimiento de gas continuo y de largo plazo a través de Aprovisionadora 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 financiero⁵

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2016 y 2020.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Metrogas** durante 2020 fueron de \$ 388.722 millones, lo que representa una disminución de 9,4% respecto del mismo periodo de 2019, debido a las medidas sanitarias a causa de la pandemia, como cuarentenas y restricciones de movimiento de la población. Por su parte, el EBITDA de la compañía experimentó un aumento de 6,5% hasta los \$ 118.346 millones, debido principalmente a un menor costo del gas por una menor demanda y un menor precio del petróleo, en conjunto con menores gastos de administración; mientras que el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁶ se situó en \$ 97.604 millones.⁷

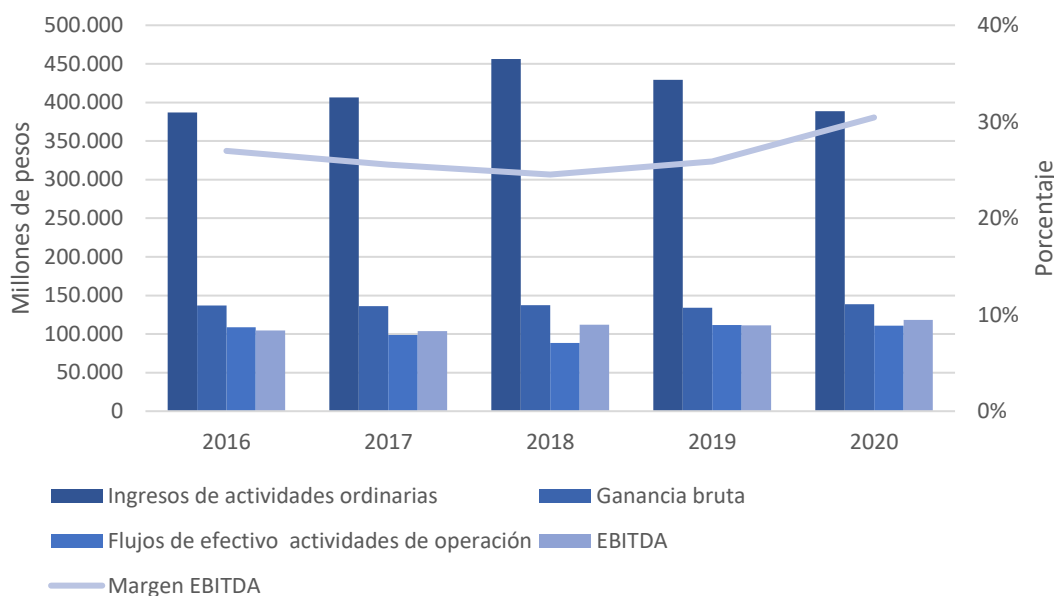
El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 26,7% en los últimos cinco años, evidenciando la capacidad de generar flujos, aun con un nivel de ingresos más oscilante. En lo más reciente, y como consecuencia de lo anterior, el margen EBITDA ha aumentado, alcanzando valores a diciembre de 2020 de 30,4%.

⁵ 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.

⁶ 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.

⁷ 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
2016 - 2020



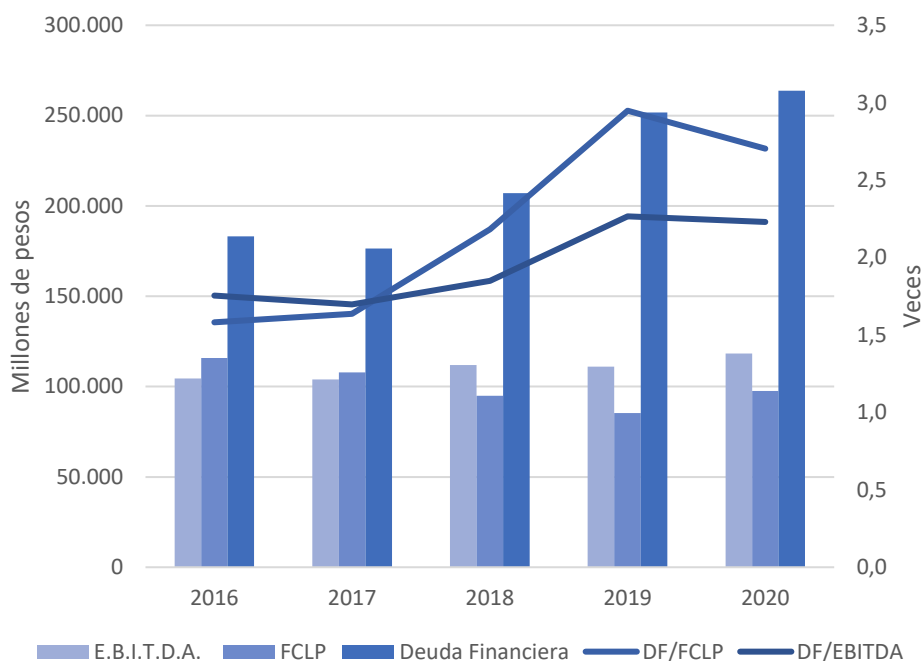
Evolución del endeudamiento

A diciembre de 2020, la deuda financiera de **Metrogas** aumentó un 4,8% llegando a \$ 263.840 millones la que en un 54,8% corresponde a bonos y el 45,2%, restante, a deuda bancaria. El aumento de la deuda financiera se debe principalmente a una mayor obtención de deuda bancaria para mantener una adecuada liquidez ante posibles *shock* provocados por la pandemia.

Se observa en la Ilustración 2, a diciembre de 2020, la deuda financiera en relación al EBITDA disminuyó levemente desde las 2,3 veces, en 2019, las a 2,2 veces.

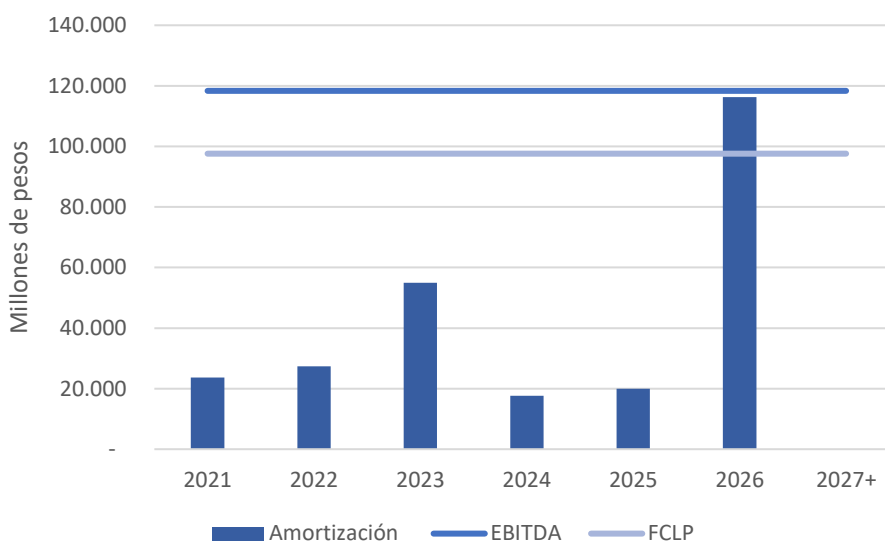
De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador cayó desde las 2,9 veces, en 2019, a 2,7 veces en 2020. Para el cálculo de este indicador se estima una rentabilidad de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

Ilustración 2
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 2016 - 2020



Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año, el máximo pago anual se produce en 2023 y alcanza, por concepto de amortización, los \$ 55.004 millones, lo que representa aproximadamente un 46% de EBITDA de 2020 y un 56% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$ 116.000 millones), aunque es probable que su importancia relativa disminuya por efecto del crecimiento del negocio y, también, es importante considerar la elevada probabilidad de éxito de una 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 44% del FCLP.

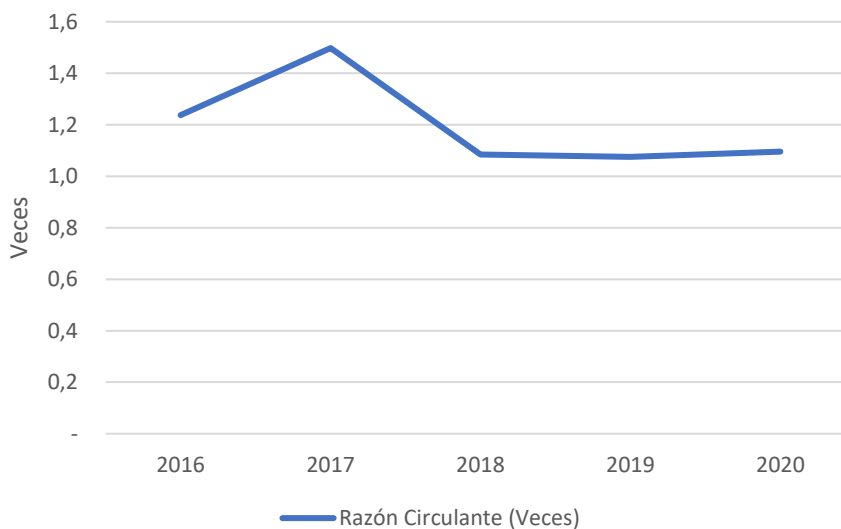
Ilustración 3
Evolución del perfil de vencimientos
2021 - 2027+



Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de **Metrogas**, medida como razón circulante⁸, se ha ubicado en torno a la unidad con ratio sobre uno. A partir del año 2018, ha mostrado estabilidad en donde la más reciente observación de este indicador alcanzó un nivel de 1,1 como se muestra en la Ilustración 4.

Ilustración 4
Evolución de la razón circulante
2016 - 2020

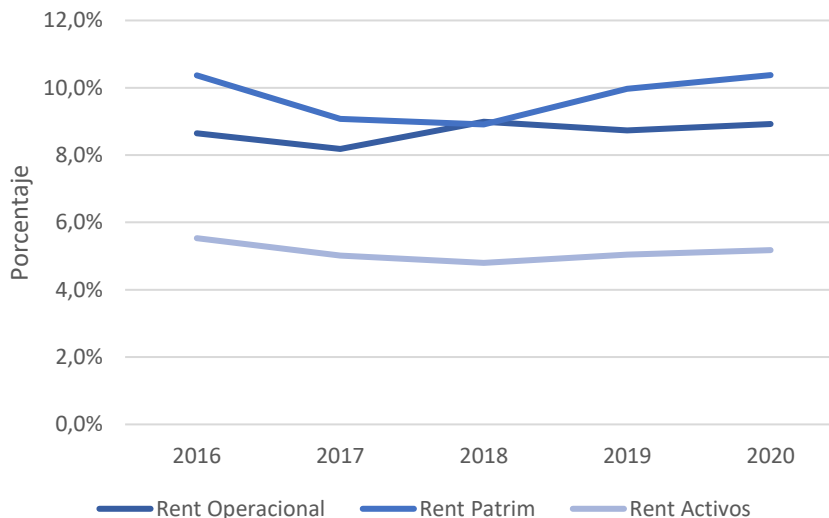


⁸ Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

Evolución de la rentabilidad⁹

Como se puede observar en la Ilustración 5, los indicadores de rentabilidad, tanto de activos como de patrimonio, han tenido un comportamiento estable, mostrando en un comienzo una leve tendencia decreciente, para ya recuperar los niveles de 2016, debido a la mayor utilidad registrada en los últimos años, alcanzando indicadores de 8,9%, 10,4% y 5,2% en la rentabilidad operacional, del patrimonio y de los activos, respectivamente.

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



Covenants

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

Covenant	Límite	dic-2020
Cobertura de gastos financieros	No inferior a 3,5 veces	7,99 veces
Nivel de endeudamiento	No superior a 1,38 veces	1,15 veces

⁹ 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.

Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez (veces)	1,70	1,66	1,56	1,59	1,73
Razón Circulante (Veces)	1,24	1,50	1,08	1,08	1,10
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,16	1,40	1,07	1,06	1,09
Razón Ácida (veces)	1,17	1,40	1,01	1,01	1,06
Rotación de Inventarios (veces)	53,39	52,17	57,06	58,28	58,71
Promedio Días de Inventarios (días)	6,84	7,00	6,40	6,26	6,22
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	10,24	9,00	8,39	9,15	9,73
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	35,65	40,55	43,49	39,91	37,50
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,05	7,52	9,37	9,91	9,17
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	51,81	48,51	38,97	36,82	39,78
Diferencia de Días (días)	16,16	7,95	-4,51	-3,09	2,29
Ciclo Económico (días)	9,32	0,96	-10,91	-9,35	-3,93
Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (veces)	0,45	0,44	0,48	0,51	0,50
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,83	0,79	0,93	1,03	0,98
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,19	0,16	0,19	0,17	0,23
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,75	1,70	1,85	2,27	2,23
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,57	0,59	0,54	0,44	0,45
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	43,06%	42,20%	45,13%	52,26%	48,97%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	3,69%	4,32%	7,52%	4,07%	5,49%
Veces que se gana el Interés (veces)	4,72	5,19	5,12	4,78	4,44
Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto (%)	35,39%	33,49%	30,06%	31,19%	35,63%
Margen Neto (%)	13,68%	11,62%	9,98%	11,19%	13,57%
Rotación del Activo (%)	41,18%	43,02%	47,82%	45,18%	35,75%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	5,82%	5,27%	5,17%	5,46%	5,48%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,53%	5,01%	4,80%	5,05%	5,18%
Inversión de Capital (%)	165,74%	161,83%	174,18%	183,42%	174,66%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	23,73	14,36	72,64	81,27	40,36
Rentabilidad Operacional (%)	8,65%	8,18%	8,99%	8,74%	8,92%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,37%	9,08%	8,91%	9,97%	10,38%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	58,78%	60,09%	64,30%	62,79%	57,95%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	64,61%	66,51%	69,94%	68,81%	64,37%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	13,69%	13,78%	10,83%	11,44%	11,37%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	15,80%	14,74%	16,54%	17,03%	17,58%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	26,98%	25,56%	24,53%	25,88%	30,44%

“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.”