



## Metrogas S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Antonio González G.  
[antonio.gonzalez@humphreys.cl](mailto:antonio.gonzalez@humphreys.cl)

FECHA  
Mayo 2022

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2022

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Series B1 (BMGAS-B1) y B2 (BMGAS-B2)	Nº 217 de 22.10.1999
Bonos Series D1 (BMGAS-D1) y D2 (BMGAS-D2)	Nº 259 de 11.07.2001
Bono Serie F (BMGAS-F)	Nº 344 de 09.10.2003

M \$	Estados de Resultados Consolidados IFRS					
	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Ingresos de actividades ordinarias	372.417.874	428.143.261	413.006.049	384.614.560	487.411.390	107.494.518
Costo de ventas	-247.656.598	-299.407.951	-284.114.972	-247.519.538	-354.208.286	-91.334.180
Ganancia Bruta	124.761.276	128.735.310	128.891.077	137.095.022	133.203.104	16.160.338
Gastos de administración	-51.348.731	-46.332.797	-48.171.820	-43.760.042	-41.250.113	-11.239.166
<b>Resultado operacional</b>	<b>70.291.692</b>	<b>79.467.425</b>	<b>80.719.257</b>	<b>93.334.980</b>	<b>91.952.991</b>	<b>4.921.172</b>
Costos financieros	-11.127.581	-11.520.445	-13.597.263	-15.989.614	-14.307.916	-3.676.047
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>43.287.241</b>	<b>42.882.252</b>	<b>46.287.102</b>	<b>52.193.039</b>	<b>46.850.015</b>	<b>-1.922.778</b>
EBITDA	95.175.361	105.091.278	106.971.658	117.104.757	118.318.464	12.157.550

M \$	Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Activos Corrientes	78.452.490	76.260.636	73.468.045	110.455.929	107.654.414	108.154.716
Activos No Corrientes	792.187.367	827.606.824	851.444.089	977.026.838	974.432.489	973.277.804
<b>Total Activos</b>	<b>870.639.857</b>	<b>903.867.460</b>	<b>924.912.134</b>	<b>1.087.482.767</b>	<b>1.082.086.903</b>	<b>1.081.432.520</b>
Pasivos Corrientes	52.372.378	70.310.010	68.326.246	100.825.161	101.209.312	107.908.382
Pasivos No Corrientes	332.606.261	364.215.550	400.626.263	438.000.864	449.294.764	444.619.536
Pasivos Totales	384.978.639	434.525.560	468.952.509	538.826.025	550.504.076	552.527.918
Patrimonio total	485.661.218	469.341.900	455.959.625	548.656.742	531.582.827	528.904.602
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>870.639.857</b>	<b>903.867.460</b>	<b>924.912.134</b>	<b>1.087.482.767</b>	<b>1.082.086.903</b>	<b>1.081.432.520</b>
Deuda Financiera	162.472.284	196.118.535	245.096.769	263.839.987	265.880.692	267.349.580

# Opinión

## Fundamentos 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 2021, la empresa generó ingresos por \$ 487.411 millones, sumando 30 mil nuevos clientes. De esta forma, el número total de clientes residenciales, comerciales e industriales alcanzó a 815 mil. El EBITDA de la compañía, al cierre de 2021, fue de aproximadamente \$ 118.318 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a \$ 265.881 millones. De ella, un 55,2% corresponde a bonos y 44,7% a deuda bancaria. A marzo de 2021, la compañía tenía una deuda financiera igual a \$ 267.350 millones, sus ingresos fueron de \$ 108.155 millones y generó un EBITDA de \$ 12.158 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 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 pudieren afectar su capacidad de pago y la liquidez de estos títulos, en el corto plazo.

Cabe señalar que, en opinión de **Humphreys**, la inflación, y en particular, el incremento de los precios de los combustibles debiese afectar los resultados de la compañía por cuanto cierta demanda, por ejemplo el sobre-consumo en invierno, sería más elástica en relación con la variable precio. Dado ello, podría haber cierta dificultad de traspasar totalmente a precio de venta el alza en los costos. Sin embargo, se entiende como una situación transitoria, que disminuiría el flujo de caja, pero que no implica cambios en las fortalezas estructurales de la compañía.

Por otra parte, la categoría de riesgo asignada a los bonos emitidos por **Metrogas** no ha sido afectada por la demanda colectiva presentada por Conadecus; todo ello sin perjuicio que **Humphreys** se mantendrá atento a cómo se van desarrollando los hechos en el tiempo.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Fortaleza de la generación de EBITDA.
- 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 2021

Durante 2021, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 487.411 millones, lo que representa un aumento de 26,7%, respecto de 2020.

El costo de venta, en 2020, finalizó en \$ 354.208 millones, creciendo un 43,1% respecto al año anterior. Este aumento se produjo debido a un alza en el precio de los *commodities*, provocando mayores costos del gas. Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$ 41.250 millones, un 5,7% inferior que el año anterior.

De esta manera, el resultado operacional disminuyó un 1,5%, hasta \$ 91.953 millones, representando un 18,9% de los ingresos, inferior al 24,3% registrado en 2020.

El EBITDA del ejercicio de 2021 fue de \$ 118.318 millones, lo que representa un aumento de 1,0% respecto a 2020. La utilidad del ejercicio cayó un 10,2% totalizando \$ 46.850 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2021 en \$ 265.881 millones, lo que significa un alza de 0,8%, manteniendo el nivel de deuda del año anterior.

## Resultados a marzo de 2022

Con respecto al primer trimestre de 2022, las ventas de la empresa totalizaron \$ 107.495 millones, un 24,0% superior a igual período anterior, debido a un aumento en el precio del gas.

Por otra parte, los costos de venta aumentaron un 42,3%, por lo que el margen bruto de la empresa cayó en 28,2%, representando el 15,0% de los ingresos (26,0% durante el primer semestre del año anterior).

Finalmente, la compañía obtuvo pérdidas durante el primer trimestre, que alcanzaron los \$ 1.923 millones, revirtiendo lo que venían mostrando durante el periodo anterior (producto del ciclo del negocio), en donde llegó hasta los \$ 5.312 millones, esto debido principalmente al aumento en los costos y la inflación que afectó el resultado por unidad de reajuste.

La empresa presentó activos por \$ 1.081.433 millones, cifra que fue financiada en un 24,6% con deuda financiera y un 49,1% con patrimonio.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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 aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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 una base de venta relativamente estable.

**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, opera 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 calefones 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 en el mediano / corto plazo. 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 2021, el número de clientes, dentro de los cuales se encuentran

los clientes térmicos<sup>1</sup>, alcanzó a 815 mil, creciendo un 3,8% 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.

**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 3,8% con respecto al 2020, llegando a 815 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. Medida que durante la pandemia, de forma excepcional, no se aplicó debido a la ley 21.249.

**Adequado 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 \$ 55.500 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2021 (igual a \$ 118.318 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 \$ 123.000 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 con 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 16 millones de clientes.

---

<sup>1</sup> Corresponde a aquellos clientes abastecidos por una central térmica.

## 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 de 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 2021 aumentó un 92,1% respecto a 2020) y al petróleo Brent (que en 2021 aumentó un 52,0% respecto a 2020). 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 2021 la compañía indicó que la inversión alcanzó los \$ 27.000 millones, mismo valor que en el año 2020, 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 de que los niveles de rentabilidad fueran 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 quede 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 atenua 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 6.461 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 2021, 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 2021 alcanzan los 815 mil clientes, que a su vez que representan un crecimiento de un 3,8%, con respecto al año 2020, los cuales se distribuyen en los siguientes segmentos de clientes:

### 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.

### 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, papelero y cristalería.

### Otros negocios

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, como el gas natural vehicular. Por otra parte, la empresa distribuye gas natural a través del segmento GNL Móvil. Esta operación permite llevar el energético en estado líquido directamente desde GNL Quintero 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 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 (45,4%), OMERS Infrastructures Holdings II SpA (34,6%) y ENAP (20%).

Desde el 1º 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 financiero<sup>2</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2017 y marzo de 2022.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos anualizados de **Metrogas** a marzo de 2022 fueron de \$ 527.872 millones, lo que representa un aumento de 24,4% respecto a diciembre de 2020, debido a la mayor venta que hubo en el periodo, en conjunto con un aumento del precio del gas. Por su parte, el EBITDA anualizado de la compañía, a marzo de 2022, experimentó una disminución de 10,3% hasta los \$ 115.865 millones, respecto a diciembre de 2020, debido principalmente a un mayor costo del gas por una mayor demanda; mientras que el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>3</sup> se situó en \$ 82.774 millones<sup>4</sup>.

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 25,5% en los últimos cinco años, evidenciando la capacidad de generar flujos, aun con un nivel de ingresos más oscilante. En lo más reciente, el margen EBITDA ha mostrado una baja desde el año 2020, alcanzando valores a marzo de 2022 de 21,9%.

---

<sup>2</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a marzo de 2022.

<sup>3</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>4</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 (2017- marzo 2022)

## Evolución del endeudamiento

A marzo de 2022, la deuda financiera de **Metrogas** disminuyó un 7,2%, respecto a diciembre de 2020, llegando a \$ 267.350 millones la que en un 55,2% corresponde a bonos y el 44,7%, restante, a deuda bancaria.

Se observa en la Ilustración 2, a marzo de 2022, la deuda financiera en relación al EBITDA se mantuvo relativamente estable en las 2,3 veces.

De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador se mantuvo en las 2,9 veces desde en 2019, con una leve disminución a las 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, FCLP (2017- marzo 2022)

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 \$ 55.500 millones, lo que representa aproximadamente un 48% de EBITDA generado a marzo de 2022 y un 59% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$ 123.000 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 41% del FCLP.

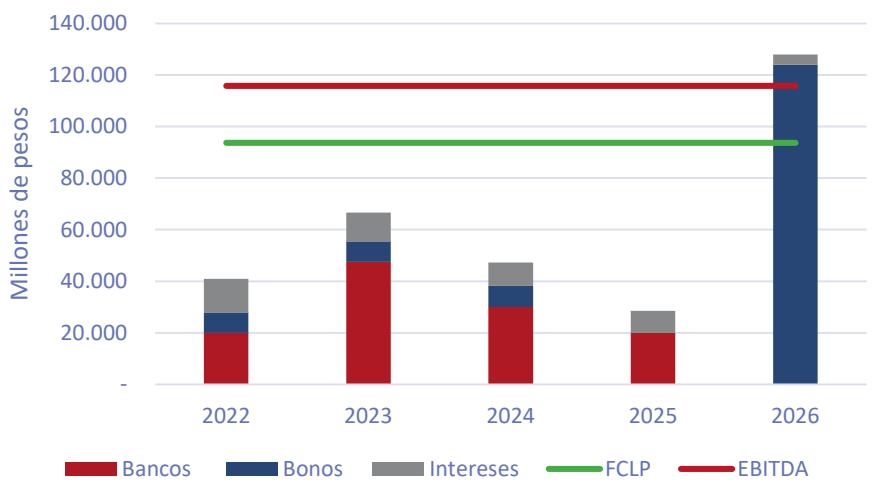


Ilustración 3: Evolución del perfil de vencimientos (2022 - 2026)

## Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de **Metrogas**, medida como razón circulante<sup>5</sup>, 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 1,0 como se muestra en la Ilustración Ilustración 4.

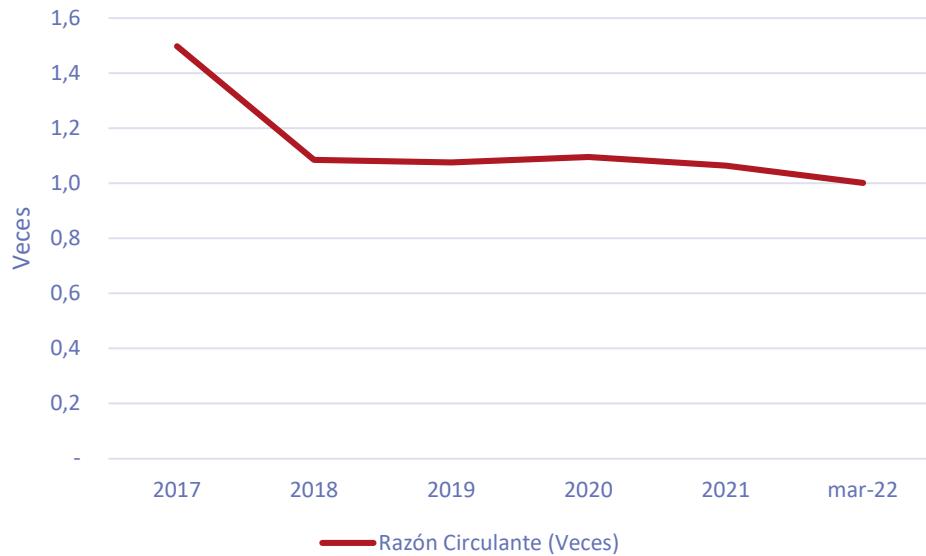


Ilustración 4: Evolución de la razón circulante (2017 - marzo 2022)

## Evolución de la rentabilidad<sup>6</sup>

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, debido a los efectos de mayores costos en la compra del gas, alcanzando indicadores de 7,5%, 7,5% y 3,7% en la rentabilidad operacional, del patrimonio y de los activos, respectivamente.

<sup>5</sup> Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

<sup>6</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.

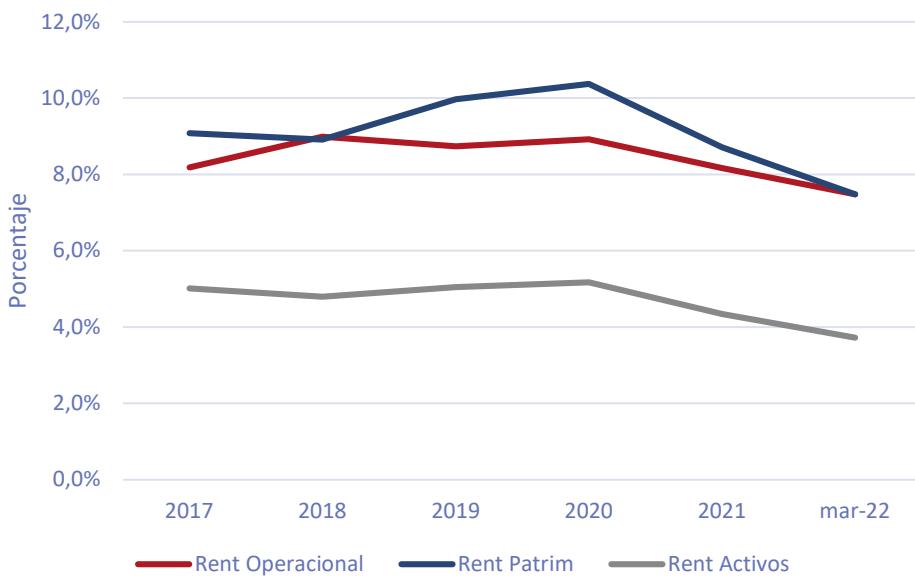


Ilustración 5: Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio (2017 - marzo 2022)

## Ratios financieros

Ratios de liquidez	Ratios Financieros					
	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Liquidez (veces)	1,66	1,56	1,59	1,73	1,49	1,44
Razón Circulante (Veces)	1,50	1,08	1,08	1,10	1,06	1,00
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,40	1,07	1,06	1,09	1,06	1,00
Razón Ácida (veces)	1,40	1,01	1,01	1,06	1,01	0,94
Rotación de Inventarios (veces)	52,17	57,06	58,28	58,71	71,95	69,54
Promedio Días de Inventarios (días)	7,00	6,40	6,26	6,22	5,07	5,25
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,00	8,39	9,15	9,73	8,21	7,25
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	40,55	43,49	39,91	37,50	44,44	50,33
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,52	9,37	9,91	9,17	13,77	13,67
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	48,51	38,97	36,82	39,78	26,51	26,70

Diferencia de Días (días)	7,95	-4,51	-3,09	2,29	-17,94	-23,63
Ciclo Económico (días)	0,96	-10,91	-9,35	-3,93	-23,01	-28,88

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Endeudamiento (veces)	0,44	0,48	0,51	0,50	0,51	0,51
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,79	0,93	1,03	0,98	1,04	1,04
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,16	0,19	0,17	0,23	0,23	0,24
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,70	1,85	2,27	2,23	2,17	2,31
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,59	0,54	0,44	0,45	0,46	0,43
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	42,20%	45,13%	52,26%	48,97%	48,30%	48,39%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	4,32%	7,52%	4,07%	5,49%	7,91%	5,27%
Veces que se gana el Interés (veces)	5,19	5,12	4,78	4,44	4,56	3,91

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	Mar-22
Margen Bruto (%)	33,49%	30,06%	31,19%	35,63%	27,41%	25,15%
Margen Neto (%)	11,62%	9,98%	11,19%	13,57%	9,69%	7,98%
Rotación del Activo (%)	43,02%	47,82%	45,18%	35,75%	46,43%	48,81%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,01%	4,80%	5,05%	5,18%	4,34%	3,73%
Inversión de Capital (%)	161,83%	174,18%	183,42%	174,66%	179,56%	180,36%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	14,36	72,64	81,27	40,36	77,95	2.142,91
Rentabilidad Operacional (%)	8,18%	8,99%	8,74%	8,92%	8,17%	7,48%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	9,08%	8,91%	9,97%	10,38%	8,71%	7,48%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	60,09%	64,30%	62,79%	57,95%	66,99%	69,51%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	66,51%	69,94%	68,81%	64,37%	72,59%	74,85%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	13,78%	10,83%	11,44%	11,37%	8,46%	8,44%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	14,74%	16,54%	17,03%	17,58%	16,10%	14,75%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	25,56%	24,53%	25,88%	30,44%	24,37%	21,95%

*"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."*