



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Metrogas S.A.**

Anual desde Envío Anterior

### ANALISTAS:

Laura Ponce P.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

[laura.ponce@humphreys.cl](mailto:laura.ponce@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

### FECHA

Mayo 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	<b>AA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	
31 de marzo de 2024 <sup>1</sup>	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bonos Series B1 (BMGAS-B1) y B2 (BMGAS-B2)	N° 217 de 22.10.1999
Bonos Series D1 (BMGAS-D1) y D2 (BMGAS-D2)	N° 259 de 11.07.2001
Bono Serie F (BMGAS-F)	N° 344 de 09.10.2003

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM \$	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos de actividades ordinarias	413.006	384.615	487.411	644.894	599.241	123.934
Costo de ventas	-284.115	-247.520	-354.208	-649.596	-441.624	-104.479
Ganancia Bruta	128.891	137.095	133.203	-4.702	157.617	19.455
Gastos de administración	-47.236	-43.760	-41.250	-52.576	-57.621	-15.287
Resultado operacional	79.817	89.634	86.971	-184.185	98.659	4.196
Costos financieros	-13.597	-15.990	-14.308	-95.732	-28.698	-7.043
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>46.287</b>	<b>52.193</b>	<b>46.850</b>	<b>-203.877</b>	<b>51.504</b>	<b>-24.007</b>
EBITDA	106.972	117.105	118.318	-29.073	141.452	14.170

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM \$	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	73.468	110.456	107.654	131.286	195.818	210.819
Activos no corrientes	851.444	977.027	974.432	1.207.287	1.198.562	1.197.591
<b>Total activos</b>	<b>924.912</b>	<b>1.087.483</b>	<b>1.082.087</b>	<b>1.338.573</b>	<b>1.394.379</b>	<b>1.408.410</b>
Pasivos corrientes	68.326	100.825	101.209	127.972	161.026	165.735
Pasivos no corrientes	400.626	438.001	449.295	714.105	686.244	719.397
Pasivos totales	468.953	538.826	550.504	842.077	847.270	885.132
Patrimonio total	455.960	548.657	531.583	496.496	547.109	523.278
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>924.912</b>	<b>1.087.483</b>	<b>1.082.087</b>	<b>1.338.573</b>	<b>1.394.379</b>	<b>1.408.410</b>
Deuda financiera	243.355	261.598	264.218	282.702	265.743	267.658

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2024 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

## Fundamentos de la clasificación

**Metrogas S.A. (Metrogas)** distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial en siete regiones de Chile, principalmente en 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, y en menor medida con gas natural argentino, 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 2023, la empresa generó ingresos por \$ 599.241 millones. El EBITDA de la compañía, al cierre de 2023, fue de \$ 141.452 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a \$ 265.743 millones y el patrimonio de la compañía llegó a los \$ 547.109 millones. A marzo de 2024, Metrogas tuvo ingresos por \$ 123.934 millones y un EBITDA de \$ 14.170 millones. La deuda financiera alcanzó los \$ 267.658 millones y el patrimonio \$ 523.278 millones.

Entre las principales fortalezas que sustentan a la clasificación de los bonos emitidos por **Metrogas** en "Categoría AA" está la estabilidad de la demanda del segmento residencial y comercial. Esta demanda – medida como año móvil– es relativamente estable y sus características de consumo tienden a asimilarse a las de un bien de primera necesidad. Por otra parte, si bien el costo para 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.

Favorece también la clasificación de los títulos, la elevada inversión realizada en la red de distribución lo que hace poco probable la entrada de nuevos competidores de gas natural por red, aun cuando la concesión no es exclusiva. Además, la compañía mantiene una política de precios competitivos para evitar que clientes opten por otras fuentes energéticas. A ello se suma el posicionamiento de marca alcanzado por la compañía durante su existencia.

Adicionalmente, la red de gas natural permite el suministro continuo, 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.

Además, se destaca positivamente la adecuada estructura de su deuda financiera, al menos para el período en curso y el próximo año, con un perfil de vencimiento anual acorde con su generación de flujos. En cuanto a los préstamos estructurados como *bullet* con vencimiento en 2026, se estima que no habría dificultades para su refinanciamiento, en particular si se considera que el flujo generado por la compañía es bastante cercano al monto del vencimiento y, probablemente, podrían incrementarse si aumentan sus ingresos y/o mejora sus márgenes.

Por otra parte, la reforma al DL 323 (Ley de Gas) dispone de un cuerpo normativo que reduce la incertidumbre lo que permitió a la sociedad retomar su plan de inversiones en 2017. No obstante, el ingreso del proyecto de ley corta de gas natural que permite rebajar la rentabilidad de la compañía genera ciertos grados de incertidumbre que pudiese frenar los planes de inversión futuros. 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 de sus accionistas.

Desde otra perspectiva, se recoge como elemento adverso la posibilidad de eventos en el terminal de regasificación que afecten e interrumpan el suministro del GNL. No obstante, la operación del terminal mantiene estándares exigentes, minimizando los riesgos. Además, la empresa, para fallas menores, dispone de un sistema de respaldo de gas de tuberías simulado, el cual puede ser inyectado en las redes en reemplazo del gas natural. También cuenta con capacidad de almacenamiento en GasAndes y Electrogas, sumado a dos plantas de respaldo, en base de mezcla propano-aire, para cubrir y asegurar la demanda básica del segmento residencial y comercial ante una eventual emergencia. No obstante, esta última, dado sus costos, significa una baja sustancial en los márgenes de operación.

A su vez, la clasificación incorpora que el costo de compra está relacionado al precio de *commodities*, indexados al índice Henry Hub y al petróleo Brent. Así, los márgenes del emisor se pueden afectar por la volatilidad que presentan las materias primas (sin perjuicio de traspasar a precio los mayores costos). Por otro lado, el avance tecnológico hacia nuevas fuentes de energía pueda afectar la rentabilidad de la entidad.

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.

En términos de ESG<sup>2</sup>, **Metrogas** aprobó un Plan de Sostenibilidad como eje de desarrollo de su negocio. Este busca alinear estratégicamente los riesgos e impactos ambientales, sociales y de gobernanza.

#### 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.

<sup>2</sup>Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés Environmental, Social, Governance), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

- 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 marzo de 2024

A marzo de 2024, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 123.934 millones, lo que representa un aumento de un 12%, respecto al mismo período de 2023, producto del aumento del precio unitario del gas y el crecimiento de clientes.

El costo de venta, en marzo de 2024, finalizó en \$ 104.479 millones, aumentando en un 8,0% respecto al mismo periodo del año anterior. Este aumento se produjo por el mayor costo del gas y, costo de regasificación y transporte, esto último debido al incremento en las tarifas del terminal de regasificación. Los gastos de administración alcanzaron los \$ 15.287 millones, un 11,1% mayor a los de marzo de 2023.

El EBITDA a marzo de 2024 fue de \$ 14.170 millones, lo que se compara positivamente con los \$ 8.937 millones de marzo de 2023, producto del aumento del precio unitario del gas y al crecimiento de los clientes. La empresa obtuvo pérdidas por \$ 24.007 millones, producto de la variación del tipo de cambio.

La deuda financiera alcanzó los \$ 267.658 millones y el patrimonio de la compañía fue de \$ 523.278 millones.

### Resultados a diciembre de 2023

Durante 2023, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 599.241 millones, lo que representa una disminución de 7,1%, respecto de 2022, explicado por la disminución en las ventas de gas.

El costo de venta, en 2023, finalizó en \$ 441.624 millones, disminuyendo en un 32,0% respecto al año anterior. Esta disminución se produjo debido a la caída en el precio de los *commodities*, provocando

menores costos por la compra de gas. Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$ 57.622 millones, un 9,6% mayor que el año anterior.

El EBITDA del ejercicio de 2023 fue de \$ 141.452 millones, lo que se compara positivamente con la cifra negativa entregada el año anterior, la que estuvo negativamente afectada por las provisiones en los costos de ventas producto del fallo de primera instancia del juicio con TGN. La utilidad del ejercicio se volvió positiva y totalizó en \$ 51.504 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2023 en \$ 265.743 millones, lo que significa una caída de 6,0% con respecto al período anterior. El patrimonio a diciembre de 2023 es de \$ 547.109 millones, un 10,2% mayor al registrado en 2022.

### Hechos relevantes

De acuerdo al Hecho Esencial publicado, el 7 de mayo de 2024 se dictó la sentencia de segunda instancia por la Cámara Civil y Comercial Federal en la República Argentina sobre las causas de "Demanda ordinaria por cumplimiento de contrato" y "Demanda ordinaria indemnización daños y perjuicios" seguidas por Transportadora de Gas del Norte S.A. acogiendo el recurso presentado por la **Metrogas**, revocándose la sentencia condenatoria dictada en primera instancia, situación que no está exenta de posibles recursos.

## 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 2023, el número de clientes, dentro de los cuales se encuentran los clientes térmicos, alcanzó a 881 mil, creciendo un 3,8% con respecto al año anterior, manteniendo una buena participación de mercado en los nuevos proyectos inmobiliarios, 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 2022, llegando a 881 mil clientes distribuidos en sus tres segmentos (residencial, comercial e industrial). Además, debido al sistema de distribución de gas, en caso de no pagar la cuenta, la compañía puede cortar el suministro, situación que ha llevado a que el emisor presente una mora histórica muy baja.

**Adecuado perfil de vencimientos en mediano plazo:** De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, la compañía posee un flujo que es suficiente para pagar sus vencimientos, hasta el año 2025 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones no excede los \$ 67.164 millones, cifra aceptable si se compara con el flujo de caja de largo plazo alcanzada en 2023 (igual a \$ 107.778 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. La excepción corresponde a 2026, cuando debe efectuarse el pago de \$ 140.880 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, 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.



## 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 2023 disminuyó un 60,5% respecto a 2022) y al petróleo Brent (que en 2023 disminuyó un 4,1% respecto a 2022). 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 permitió reducir los niveles de incertidumbre de los años anteriores en el sector, reactivando el plan de inversión desde 2017. No obstante, con el ingreso del proyecto de ley corta de gas natural que propone considerar la rentabilidad integrada, en caso de concesionarias que compren gas a empresas relacionadas, y reducir el límite de las rentabilidades en tres puntos porcentuales, respecto de los activos que superen los 20 años de antigüedad genera cierto grado de incertidumbre, lo que podría frenar los planes a inversión en los próximos periodos.

**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, estos contratos permiten reducir, pero no eliminar completamente, los riesgos de abastecimiento de gas natural.

**Riesgo regulatorio:** Posibles cambios regulatorios podrían afectar a la industria como, por ejemplo, los anuncios de la Agenda Energética impulsada por el Gobierno podrían significar cambios en el marco normativo para la fijación tarifaria, y una mayor intervención estatal en el mercado del gas natural, lo que a futuro podría extenderse al gas licuado. Lo anterior, podría afectar los flujos futuros y rentabilidad de la compañía. Un ejemplo de lo anterior es la ley N°20.999 la cual modificó a la anterior Ley de Servicios de Gas, principalmente para acotar los niveles de rentabilidad.



En lo más reciente, resalta la Ley N° 21.249, promulgada el 5 de agosto de 2020, que contemplaba medidas excepcionales en favor de los usuarios finales de servicios sanitarios, electricidad y gas de red donde no se puede cortar el suministro por mora en el pago a un grupo de clientes. **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.

## 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 6.550 kms. de redes de distribución 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 2023, son Naturgy 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 2023 alcanzan los 881 mil, representando un crecimiento de un 3,8%, con respecto al año 2022, los cuales se distribuyen en los siguientes segmentos:

#### Clientes Residenciales

Segmento conformado por viviendas convertidas 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 de O'Higgins y a través del sistema GNL Móvil en regiones que no cuentan con estas redes; y comprenden principalmente los rubros agrícolas, metalúrgicos, farmacéuticos, papelería 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 consorcio formado por las empresas EIG y Fluxys (80%) 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 Aprovechadora 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>3</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2019 y diciembre de 2023.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos anualizados de **Metrogas** a diciembre de 2023 fueron de \$ 610.137 millones, lo que representa una disminución de 13,4% respecto a diciembre de 2022, debido a una disminución del precio unitario del gas.

Por su parte, el EBITDA anualizado de la compañía, a diciembre de 2023, alcanzó los \$ 143.776 millones, aumentando respecto a la suma negativa de \$ 29.261 millones a diciembre de 2022, producto de la

---

<sup>3</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período y para variables de flujo los resultados trimestrales se presentan anualizados.

provisión de costos realizada a causa del fallo de primera instancia del juicio de TGN, menores costos de gas y disminución del tipo de cambio; sin considerar dichas provisiones el EBITDA anualizado de 2022 hubiese alcanzado los \$ 80.631 millones<sup>4</sup>. El margen EBITDA, como porcentaje de los ingresos, alcanzó el valor de 23,6%.

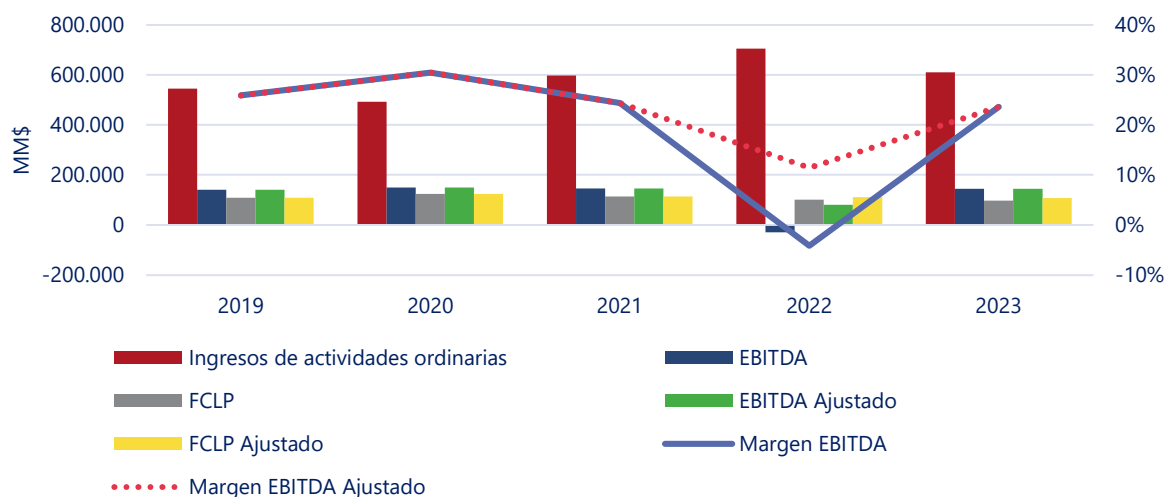


Ilustración 1: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA.

## Evolución del endeudamiento

La razón de endeudamiento de **Metrogas**, medida como pasivo exigible sobre patrimonio, se mantiene sobre la unidad para todos los períodos de observación, aumentando desde 2022 explicado por un incremento de otros pasivos financieros, en particular, los préstamos bancarios corrientes. Adicionalmente, ese mismo año la compañía tuvo una disminución de su patrimonio, debido a las pérdidas acumuladas producto de las provisiones por el juicio de TGN. A diciembre de 2023, la razón se mantiene rondando esos niveles, alcanzando las 1,6 veces, no obstante, se mantiene en niveles controlados.

<sup>4</sup> Ajustado por inflación.

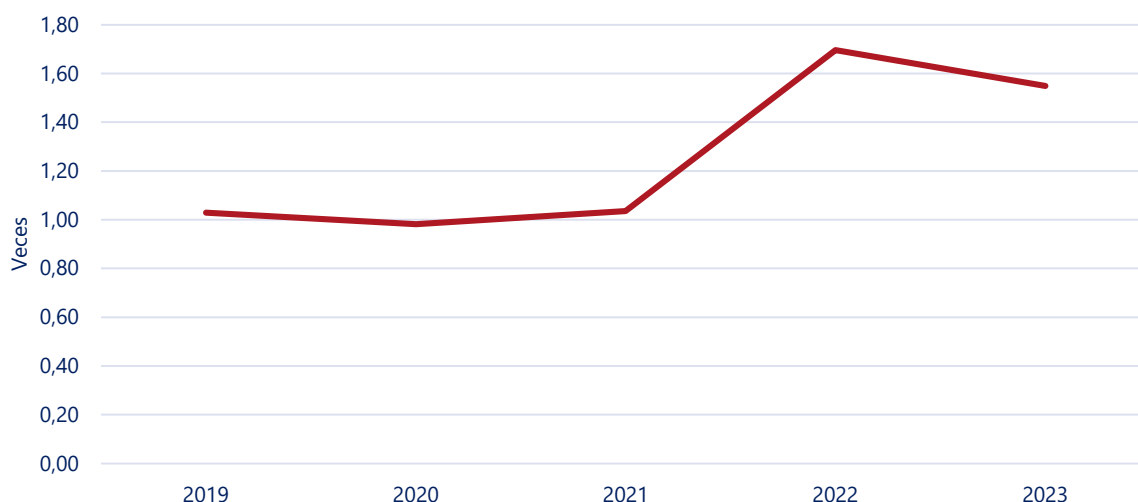


Ilustración 2: Evolución de pasivo exigible sobre patrimonio.

A diciembre de 2023, la deuda financiera de **Metrogas** disminuyó un 10,4%, respecto a diciembre de 2022, llegando a \$ 267.109 millones, la que en un 52,2% corresponde a bonos, un 47,3% a deuda bancaria y el 0,5%, restante, a pasivos por arrendamientos.

Se observa en la Ilustración 3, a diciembre de 2023, que la deuda financiera con relación al EBITDA fue de 1,9 veces. De la misma forma, la deuda financiera con relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), alcanzó las 2,8 veces disminuyendo un 7,4% con respecto al año anterior. Adicionalmente, se hace el ejercicio de ajustar el indicador sin considerar las provisiones realizadas en 2022<sup>5</sup>, en ese caso alcanza las 2,5 veces.

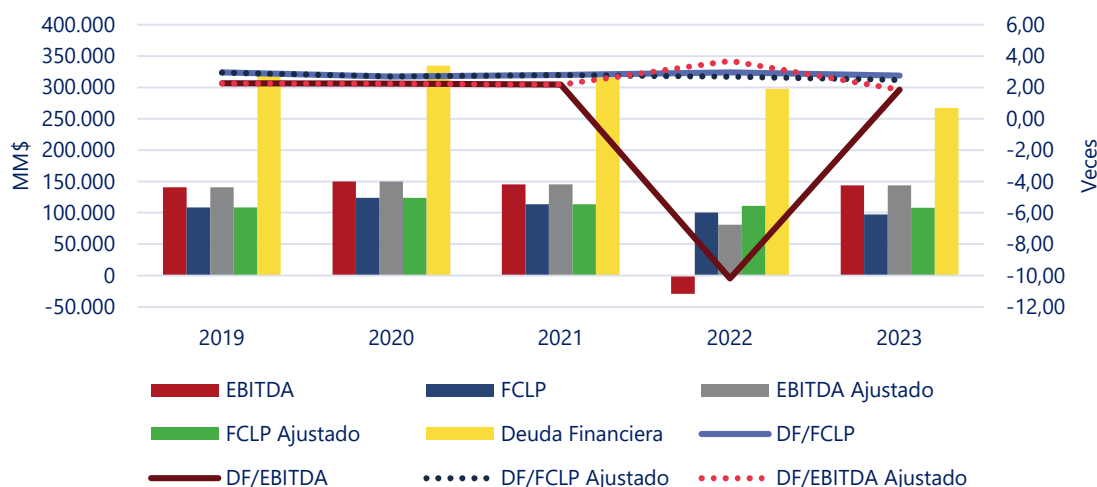


Ilustración 2: Evolución de la deuda financiera, EBITDA, FCLP.

<sup>5</sup> Que al ser un indicador que utiliza el promedio de rentabilidades de cinco años, afecta el indicador actual.

Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año, el máximo pago anual se produce en 2024 y alcanza, por concepto de amortización, los \$ 67.164 millones, mientras que el FCLP ajustado<sup>6</sup> alcanza los \$ 107.778 millones. Para el año 2026 la compañía tiene un vencimiento de bonos por \$ 140.880 millones, no obstante, como se exhibe en la Ilustración 4 este puede ser cubierto por el EBITDA generado en 2023<sup>7</sup>, lo que hace más probable que su importancia relativa disminuya por efecto del crecimiento del negocio (el FCLP ajustado debiese crecer un 23,5% para cubrir el vencimiento de 2026) o, en caso contrario, a juicio de **Humphreys**, existen altas probabilidades de que **Metrogas** pueda reestructurar su deuda.

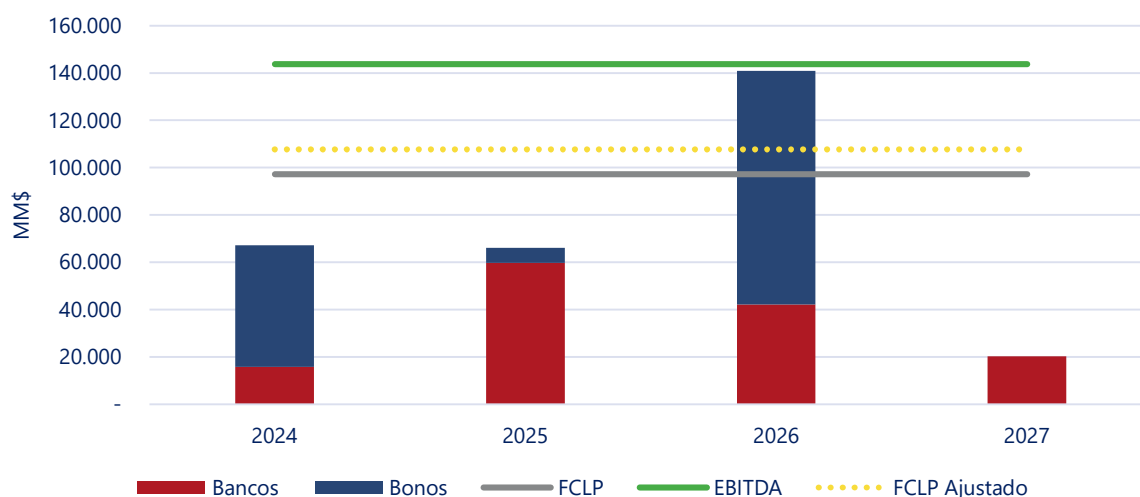


Ilustración 4: Perfil de vencimientos.

### Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de **Metrogas**, medida como razón circulante, se ha ubicado en torno a la unidad con ratio sobre uno. A diciembre de 2023 esta razón alcanza las 1,2 veces, aumentando con respecto al año anterior (1,03 veces), esto producto de un mayor aumento de los activos corrientes que en los pasivos corrientes. En concreto un aumento desde \$ 37.385 millones a \$ 106.289 millones de caja. Esta evolución se puede ver en la Ilustración 5.

<sup>6</sup> FCLP sin ajustar es de \$ 97.204 millones, pero se considera que no representa la capacidad de generación de flujo por parte de la compañía.

<sup>7</sup> El EBITDA de 2023 alcanza los \$ 143.776 millones.

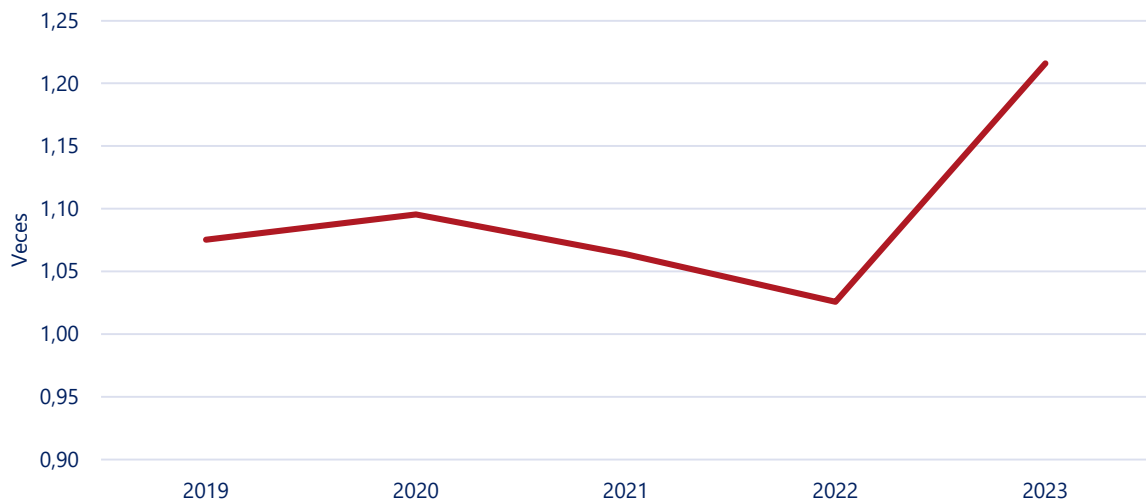


Ilustración 4: Evolución de la razón circulante.

## Evolución de la rentabilidad

Como se puede observar en la Ilustración 5, los indicadores de rentabilidad, patrimonio y operacional han tenido un comportamiento estable hasta 2022, mostrando una gran caída, debido a los efectos de mayores costos por provisiones. A diciembre de 2023, estas rentabilidades alcanzaron valores de 9,8% y 7,4%, respectivamente.

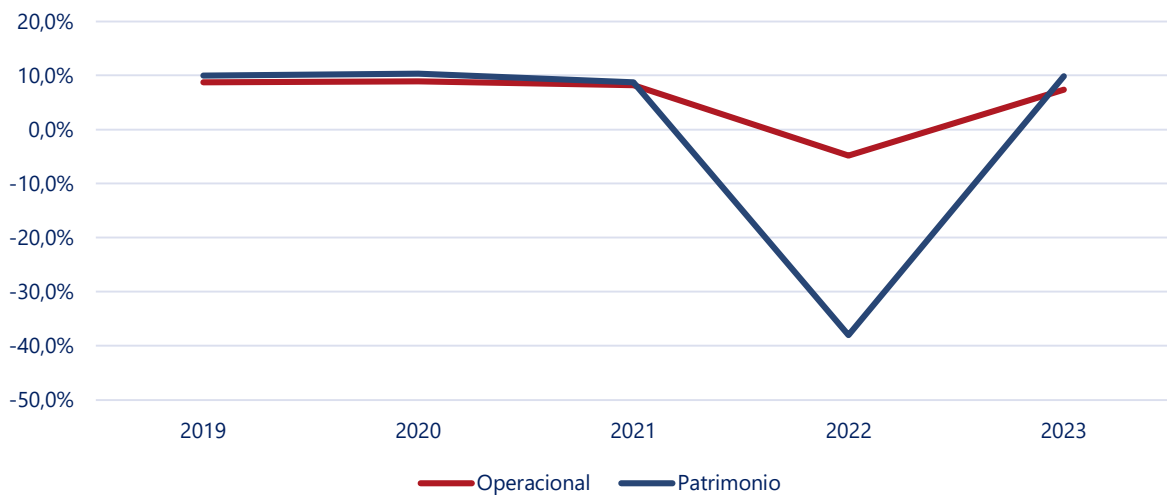


Ilustración 5: Evolución de la rentabilidad operacional y del patrimonio

## Covenants financieros

A diciembre 2023 los *covenants* de la empresa son los siguientes:

Covenants línea de bonos		
	Límite	dic-23
Razón de endeudamiento	Inferior a 1,38	0,93
Cobertura de gastos financieros	Superior a 3,5 veces	13,52

## Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez					
	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,59	1,73	1,49	1,04	1,48
Razón Circulante (Veces)	1,08	1,10	1,06	1,03	1,22
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,06	1,09	1,06	1,02	1,21
Razón Ácida (veces)	1,01	1,06	1,01	0,99	1,19
Rotación de Inventarios (veces)	58,28	58,71	71,95	116,26	90,49
Promedio Días de Inventarios (días)	6,26	6,22	5,07	3,14	4,03
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,15	9,73	8,21	9,14	7,25
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	39,91	37,50	44,44	39,94	50,33
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	9,91	9,17	13,77	22,12	12,80
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	36,82	39,78	26,51	16,50	28,52
Diferencia de Días (días)	-3,09	2,29	-17,94	-23,44	-21,81
Ciclo Económico (días)	-9,35	-3,93	-23,01	-26,58	-25,84

Ratios de endeudamiento					
	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,51	0,50	0,51	0,63	0,61
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,03	0,98	1,04	1,70	1,55
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,17	0,23	0,23	0,18	0,23
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,27	2,23	2,17	-10,18	1,86
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,44	0,45	0,46	-0,10	0,54
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	52,26%	48,97%	48,30%	33,77%	31,53%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	4,07%	5,49%	7,91%	3,97%	3,38%
Veces que se gana el Interés (veces)	4,78	4,44	4,56	-2,91	2,46

Ratios de rentabilidad					
	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto (%)	31,2%	35,6%	27,4%	-0,4%	26,3%
Margen Neto (%)	11,2%	13,6%	9,7%	-31,1%	8,6%
Rotación del Activo (%)	45,2%	35,7%	46,4%	50,2%	43,8%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	5,5%	5,5%	4,5%	-17,0%	3,9%



Rentabilidad Total del Activo (%)	5,0%	5,2%	4,3%	-16,3%	3,7%
Inversión de Capital (%)	1,83	1,75	1,80	2,39	2,15
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	8126,6%	4036,3%	7794,9%	20295,0%	1753,7%
Rentabilidad Operacional (%)	8,7%	8,9%	8,2%	-4,8%	7,4%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,0%	10,4%	8,7%	-38,0%	9,8%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	62,8%	57,9%	67,0%	96,2%	67,7%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	68,8%	64,4%	72,6%	100,4%	73,7%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	11,4%	11,4%	8,5%	8,1%	9,6%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	17,0%	17,6%	16,1%	-11,0%	19,0%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,26	0,30	0,24	-0,04	0,24

Otros indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,29%	0,02%	0,03%	0,03%	0,03%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	2,00%	2,30%	2,25%	1,69%	1,68%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Capital sobre Patrimonio (%)	40,84%	33,94%	35,03%	37,50%	34,03%

"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."