

La compañía aprobó la división de su sociedad en dos negocios, distribuidor y aprovisionador

Humphreys mantiene la clasificación de los bonos de Metrogas en "Categoría AA"

Santiago, 01 de junio de 2016. **Humphreys** decidió mantener la clasificación de los bonos emitidos por **Metrogas S.A. (Metrogas)**, en "Categoría AA".

Por otra parte, el pasado 26 de mayo de 2016 se aprobó la división del emisor bajo los términos propuestos por la administración de **Metrogas**, luego de lo cual esta clasificadora no visualiza cambios relevantes en los indicadores financieros de la compañía continuadora, como tampoco a nivel de estructura patrimonial ni fortaleza estructural. De esta manera, la perspectiva para la clasificación de la compañía cambia desde "En Observación" a "Estable".

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, comercial e industrial (clientes que utilizan la red de concesión), línea de negocio que genera el 71,3% de los ingresos. En términos generales, 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, o incluso nulo dadas las políticas de subsidio que han implementado firmas de la competencia, en la práctica el desembolso requerido desincentiva la conversión, favoreciendo la mantención de la posición de la empresa dentro de su industria.

Otro atributo que apoya y complementa la clasificación de los títulos de deuda es el alto nivel de inversión realizada en su red de distribución, la cual ya llegó a la sexta región, lo que representa una importante barrera de entrada al negocio para los potenciales competidores. 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.

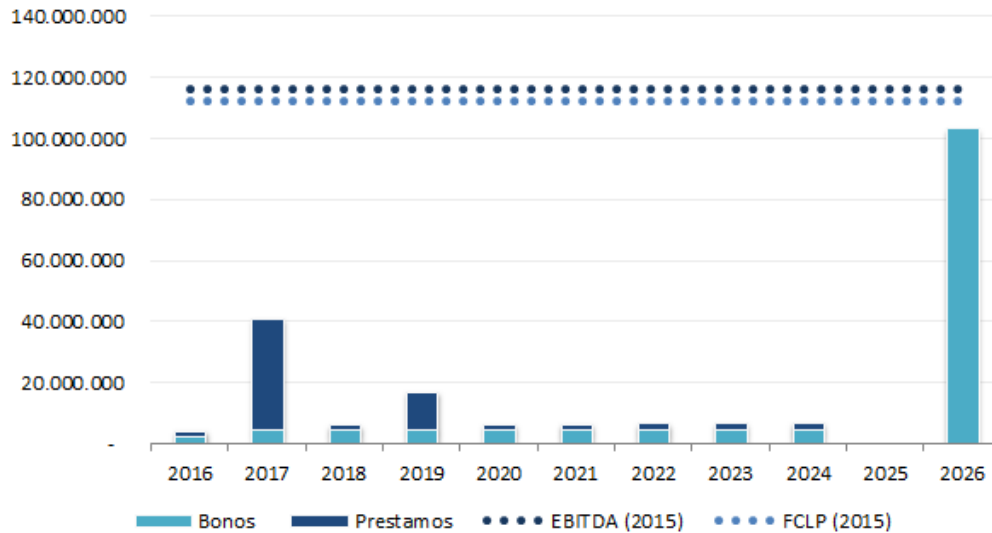
La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, los resultados del esfuerzo comercial de la empresa, que queda de manifiesto en el constante crecimiento de su base de clientes residenciales y comerciales, incluso bajo el período de la crisis asociada a los problemas de abastecimiento de Argentina, lo que se ha hecho extensivo al segmento industrial bajo el nuevo esquema de provisión mediante GNL, particularmente porque en términos ambientales este combustible ayuda a las industrias a cumplir las normativas vigentes.

Además, se destaca positivamente la adecuada estructura de su deuda financiera, ya que la compañía mantiene un perfil de vencimientos anuales acorde con su generación de flujos, incluso bajo el supuesto de un deterioro significativo en sus márgenes (como puede ser la situación experimentada con la crisis del gas argentino, o por, eventualmente, un cambio regulatorio que afecte los flujos del emisor). Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año el máximo pago anual se produce en 2017 y alcanza los \$40.907 millones, lo que representan, aproximadamente, un 35,2% del EBITDA de 2015 y un 34,6% del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP¹). La excepción corresponde a 2026,

¹El 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

cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$103.248 millones), aunque es probable que su importancia relativa disminuya por efecto del crecimiento del negocio y que también es posible su reestructuración en caso de ser necesaria. De esta manera, y considerando los pagos a realizar hasta 2025, la compañía es capaz de enfrentar los pagos anuales, incluso soportando caídas de hasta un 63,6% del FCLP.

Ilustración 1
Evolución del perfil de vencimientos
 (M\$. 2016-2026)



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

Desde otra perspectiva, se recoge como elemento adverso la posibilidad de eventos en la planta de Quintero –el único terminal regasificador de **Metrogas**– que afecten e interrumpan el suministro del GNL. Con todo, se reconoce que la operación de este terminal se realiza de acuerdo a estándares exigentes que minimizan los riesgos. Cabe señalar que la empresa dispone, para fallas menores, gas en tuberías, mientras que también cuenta con una capacidad de almacenamiento de 3,3 millones de metros cúbicos en el tramo chileno de GasAndes, sumado a esto cuenta con dos plantas de respaldo con una capacidad total de aproximadamente 2,1 millones de metros cúbicos al día, en base de mezcla propano-aire, para cubrir el segmento residencial y comercial. No obstante, dicha situación implica aumentos significativos en los costos y, por ende, una baja substancial en los márgenes de operación.

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.

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. En 2014 el Gobierno anunció el impulso de la Agenda de Energía, la que tiene como uno de sus fines incrementar los niveles de competencia en el mercado de distribución de gas domiciliario por redes.

Lo anterior, podría derivar en una revisión del proceso tarifario aplicable a **Metrogas**, lo que podría afectar los flujos futuros de la compañía. Si bien no existe certeza de cómo se afectarían estos flujos, puesto que aún no existe una propuesta concreta al respecto, esta clasificadora ha realizado diversos ejercicios de *stress* donde la clasificación asignada a la compañía considera un

pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular

escenario de precios inferiores en el segmento residencial y comercial, y con ello menores niveles de rentabilidad a los exhibidos actualmente por la compañía.

Cabe señalar que la compañía está llevando a cabo un proceso de división de la sociedad en dos unidades. La primera de ellas, continuará con el RUT y la razón social de **Metrogas**, estará dedicada al negocio de distribución de gas natural a clientes residenciales, comerciales e industriales. La segunda, corresponde a una nueva compañía que se denominará "Aprovisionadora Global de Energía S.A." y estará dedicada al negocio del aprovisionamiento del gas natural y mantendrá como activos los contratos de compra de gas natural licuado (GNL) con British Gas (BG), además tendrá como función la comercialización de GNL a Metrogas y a clientes que no estén sujetos a regulación, tales como los actuales contratos de venta de gas natural a compañías de generación eléctrica.

Metrogas distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana. 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 gasificado y enviado a través de gasoductos para su distribución.

Durante 2015 la empresa generó ingresos anuales por US\$ 583,0 millones², atendiendo a 527 mil clientes residenciales, comerciales e industriales, sumado a 86 mil clientes térmicos³. De esta forma, el número total de clientes alcanzó en 2015 a 614 mil.

El EBITDA de la compañía, al cierre de 2015, fue de US\$ 161,3 millones, lo que significó un retroceso de 23,8% respecto a 2014. Lo anterior se debió, principalmente, a mayores costos de compra de gas natural, el que no fue traspasado, del todo, a precio. Por su parte, la deuda financiera llegaba a US\$ 309,1 millones. De ella, en un 70,2% corresponde a bonos y el 29,8% a deuda bancaria. A marzo de 2016, la compañía tenía una deuda financiera igual a US\$ 300 millones⁴.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Bonos	BMGAS-B1	AA
Bonos	BMGAS-B2	AA
Bonos	BMGAS-D1	AA
Bonos	BMGAS-D2	AA
Bonos	BMGAS-F	AA
Línea efectos de comercio		Nivel 1+/AA

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22 433 52 00 / Fax (56) 22 433 52 01

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".

² Tipo de cambio utilizado: \$710,16/US\$, al 31/12/2015.

³ Corresponde a clientes que son consumidores indirectos de gas, ya que están conectados a una central térmica abastecida por gas natural, pero que no cuentan con una red al interior del hogar.

⁴ Tipo de cambio utilizado: \$669,8/US\$ al 31/03/2016.