

Evaluación siempre ha considerado el riesgo regulatorio que enfrenta la empresa

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

Santiago, 16 de junio de 2015. **Humphreys** decidió mantener la clasificación de los bonos emitidos por **Metrogas S.A. (Metrogas)**, en "Categoría AA". La perspectiva para la clasificación de la compañía se califica en "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 y comercial –línea de negocio que genera el 41,1% de las ingresos– siendo el mayor contribuyente al EBITDA de la compañía con el 57,05%. 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, 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.

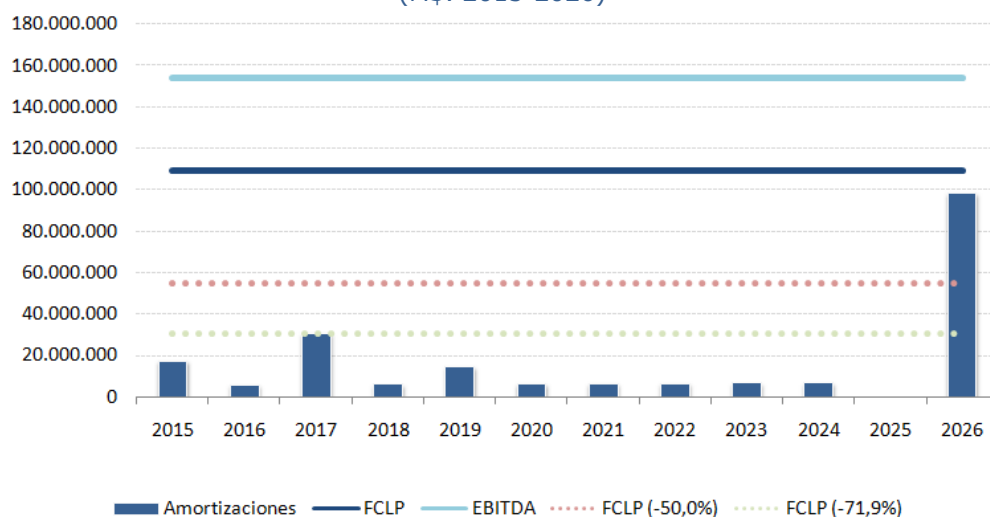
La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, los resultados del esfuerzo comercial de la empresa, que queda de manifiesto en el constante crecimiento de su base de clientes residenciales y comerciales, incluso bajo el período de la crisis asociada a los problemas de abastecimiento, 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 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). De esta manera, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹, puede soportar caídas de hasta un 71,9%, y aun así es capaz de responder a los pagos anuales que debe realizar la compañía hasta 2025, tal como se muestra en la Ilustración 1. Si bien en 2026 debe enfrentar el pago de cerca de \$98.490 millones, lo cierto es que su importancia relativa disminuye, por efecto del crecimiento del negocio, aunque también es muy probable su restructuración.

Ilustración 1 **Evolución del perfil de vencimientos**

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

(M\$. 2015-2026)



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 interrumpen 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, con 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 el 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 afectaría los flujos futuros de la compañía. Si bien no existe certeza de cómo se afectarían estos flujos, puesto que aun no existe una propuesta concreta al respecto, esta clasificadora ha realizado diversos ejercicios de *stress* donde la clasificación asignada a la compañía considera un escenario de precios inferiores en el segmento residencial y comercial, y con ello menores niveles de rentabilidad a los exhibidos actualmente por la compañía.

Por otra parte, la Superintendencia de Valores y Seguros ha oficiado al emisor para que modifique sus estados financieros, cargando a resultados gastos activados, medida que **Metrogas** ha impugnado en los tribunales. En opinión de **Humphreys**, si bien la eventual modificación de los estados financieros reduciría el patrimonio de la sociedad, ello sería en niveles poco significativos y, lo más importante, no cambia el perfil de riesgo de la compañía.

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 2014 la empresa generó ingresos anuales por US\$ 755,7 millones², atendiendo a 509 mil clientes residenciales, comerciales e industriales, sumado a 70 mil clientes térmicos. De esta forma, el número total de clientes alcanzó en 2014 a 579 mil.

El EBITDA de la compañía, al cierre de 2014, fue de US\$ 247,8 millones, lo que significó un retroceso de 6,2%% respecto a 2013. 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\$ 333,9 millones. De ella, en un 75,5% corresponde a bonos, el 22,7% a deuda bancaria y el resto a obligaciones por arrendamiento financiero.

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: elisa.villalobos@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

ratings@humphreys.cl

<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: \$606,75/US\$, al 31/12/2014.