



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Elisa Villalobos H.
Tel. (56) 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Metrogas S.A.

Mayo 2015

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	AA
Efectos de Comercio	Nivel 1+/AA
Tendencia	Estable
Estados financieros	31 de marzo de 2015 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Series B1 y B2	Nº 217 de 22.10.1999
Bonos Series D1 y D2	Nº 259 de 11.07.2001
Bono Serie F	Nº 344 de 09.10.2003
Línea de Efectos de Comercio	Nº 74 de 25.11.2009

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M\$	2010	2011	2012	2013	2014	Mar 2015
Ingresos totales	296.811.493	430.474.895	456.013.649	390.750.828	458.546.724	83.720.797
Costo de ventas	-216.852.121	-329.637.829	-311.212.945	-223.576.655	-305.926.610	-63.049.820
Ganancia bruta	79.959.372	100.837.066	144.800.704	167.174.173	152.620.114	-20.670.977
Gastos de Administración	-22.898.604	-25.163.372	-28.678.179	-27.083.388	-29.181.788	-7.586.316
Resultado operacional²	58.763.088	73.167.650	113.457.962	136.865.521	119.895.782	12.656.772
Costos financieros	-11.616.765	-10.334.789	-10.753.671	-11.470.989	-12.020.264	-3.040.930
Utilidad del Ejercicio	35.646.695	55.182.084	87.073.821	108.162.034	82.685.038	7.756.451
EBITDA ³	72.932.951	91.339.484	132.149.219	160.251.406	150.337.913	20.081.664

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2014. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2015 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.

² Se define como ganancia bruta, menos gastos de administración y otros gastos por función.

³ EBITDA= Ingresos de actividades ordinarias – costos de venta –gastos de administración – otros gastos, por función + depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS						
M\$	2010	2011	2012	2013	2014	Mar 2015
Activos Corrientes	65.304.597	73.913.686	85.912.091	61.090.317	53.950.404	57.074.721
Activos No Corrientes	565.860.783	561.569.466	700.038.833	831.583.196	864.486.735	867.371.604
Total Activos	631.165.380	635.483.152	785.950.924	892.673.513	918.437.139	924.446.325
Pasivos Corrientes	34.238.919	30.117.193	32.614.245	53.697.485	55.309.868	59.604.792
Pasivos No Corrientes	239.740.077	261.320.249	289.430.089	296.944.032	377.812.158	374.238.863
Total Pasivos	273.978.996	291.437.442	322.044.334	350.641.517	433.122.026	433.843.655
Patrimonio	357.186.384	344.045.710	463.906.590	542.031.996	485.315.113	490.602.670
Total Pasivos y Patrimonio	631.165.380	635.483.152	785.950.924	892.673.513	918.437.139	924.446.325
Deuda Financiera	157.438.512	155.728.161	154.847.969	153.066.932	202.599.259	201.138.763

Opinión

Fundamento de la clasificación

Metrogas S.A. (Metrogas) distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana y la Región del Libertador General Bernardo O'Higgins. 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 a través de gasoductos para su distribución.

La plena operación del terminal de GNL en Quintero le permite a **Metrogas** importar gas natural desde países como Trinidad y Tobago, Argelia, Nigeria, Egipto, Qatar, entre otros.

Durante 2014 la empresa generó ingresos anuales por US\$ 755,7 millones⁴, atendiendo a 509 mil clientes residenciales, comerciales e industriales, sumado a 70 mil clientes térmicos⁵. De esta forma, el número total de clientes alcanzó en 2014 a 579 mil.

⁴ Tipo de cambio utilizado: \$606,75/US\$, al 31/12/2014.

⁵ 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.

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.

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 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 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).

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, 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 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 los montos activados relativos a la conversión, 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.

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.

Para la mantención de la clasificación se espera que la operación continua con GNL permita mantener en el largo plazo precios competitivos en relación a combustibles alternativos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Demanda semi-cautiva con precios competitivos.
- Altas barreras de entrada.

Fortalezas complementarias

- Dificultades 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.
- Bien asimilable a los de primera necesidad.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y de gestión demostrada en los hechos.
- Insumo de baja contaminación comparativa.
- Controlador y accionistas con amplia experiencia en el mercado del gas.

Riesgos considerados

- Interrupción de suministro de GNL (de baja probabilidad, pero de impacto severo).
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2014

Durante 2014, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 458.547 millones, lo que representa un aumento de 17,4%, respecto de 2013. Los ingresos provenientes del segmento residencial y comercial crecieron un 10,8%, alcanzando los \$188.493 millones, mientras que en el segmento industrial las ventas crecieron un 3,3%, a \$148.795 millones y las ventas a eléctricas aumentaron un 54,9% a \$107.054 millones. De esta manera, los ingresos aumentaron en todos los segmentos de la compañía.

El costo de venta en 2014 finalizó en \$ 305.927 millones, aumentando un 36,8% respecto al año anterior. Esta alza se produjo, principalmente, por el aumento en el costo del gas natural y su transporte, los que se vieron afectados por el alza en el tipo de cambio respecto de 2013 y al incremento en el precio promedio del indicador del precio del gas natural Henry Hub y del petróleo Brent.

Con lo anterior, el resultado operacional disminuyó un 12,4%, hasta \$119.896 millones, representando un 26,1% de los ingresos, mientras que en 2013 era de 35,0%.

El EBITDA del ejercicio de 2014 fue de \$150.338 millones, lo que representa una disminución de 6,2% respecto a 2013. De esta forma, el margen EBITDA, como proporción de los ingresos, cayó desde 41,0% a 32,8%.

Los gastos financieros se incrementaron en 4,8% anual. Mientras que la deuda financiera de la empresa cerró 2014 en \$ 202.599 millones, lo que significa un alza de 32,4%.

Con todo lo anterior, la utilidad del ejercicio se contrajo un 23,6% totalizando \$ 82.685 millones.

Eventos recientes

Metrogas firmó un acuerdo para el suministro de GNL a Codelco, el que contempla la compra de un buque con gas natural para 2014 y 2015. Además, en agosto de 2014, Colbún extendió el contrato de suministro de gas natural que mantenía con la compañía. La vigencia del contrato es hasta 2019, que contempla la venta de 900 millones de metros cúbicos entre 2015 y 2019.

En otro ámbito, la compañía atravesó por un cambio en su controlador. En octubre de 2014 la empresa española Gas Natural Fenosa adquirió el 97,37% de la Compañía General de Electricidad (CGE), la que es dueña en un 56,62% de Gasco, siendo esta última empresa la que controla la propiedad de Metrogas con el 51,84%.

Por otra parte, el 5 de marzo de 2015, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) ofició a la compañía para que modificara los estados financieros de 2013 y 2014. En tal oficio, el organismo le solicitó a **Metrogas** ajustar el monto por conversiones que está activado en la cuenta "Medidores y reguladores" del rubro "Propiedades, plantas y equipo". Si bien aún no está definido que se aplique de forma concreta la normativa comunicada por la SVS, puesto que el emisor recurrió a instancias judiciales, los eventuales cambios producidos por esta normativa incrementaría el valor exhibido por la razón de endeudamiento, se estima que este indicador pasaría desde un ratio de 0,94 veces, en diciembre de 2014, a 1,02 veces, y cuyo límite se encuentra acotado por uno de los *covenants* establecidos en la escritura de emisión de bonos, el que debe ser menor o igual a 1,38 veces.

Definición categorías de riesgo

Categoría AA (títulos de deuda de largo plazo)

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.

Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

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, calderas y calefontos en hogares y comercios es comparativamente inelástico a precio (salvo que éste muestre un incremento abrupto, lo cual, como se dijo, no se prevé en el corto plazo. Más aún, las negociaciones con BG Group permitieron a **Metrogas** acceder a mayores volúmenes de gas, a menores precios y garantizar, aún más, un suministro continuo y seguro, lo que se traspasó a los consumidores en 2012), 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 en su área de operación, la Región Metropolitana y Región del Libertador Bernardo O´Higgins. 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 (aun cuando en el largo plazo podría observarse un mayor grado de sustitución a medida que la competencia subsidie los cambios a fuentes alternativas). Por ejemplo, los artefactos domésticos como cocinas o calefontos no están diseñados para funcionar indistintamente con gas natural o gas de petróleo, por lo que requieren de una conversión para sustituir el tipo de gas utilizado. Asimismo, la compañía ha puesto especial énfasis en mantener altos estándares de calidad de servicios, donde la prioridad durante la crisis de abastecimiento fue asegurar en un 100% el suministro residencial de gas natural. 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.

Aceptación por los clientes: 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. De hecho, entre 2003 y 2009, con la crisis de abastecimiento de por medio, la empresa creció desde cerca de 300 mil a más de 450 mil clientes, incorporando nuevos consumidores netos en cada uno de esos años. En 2014, pese a una menor comercialización de viviendas nuevas en el Gran Santiago, **Metrogas** presentó un fuerte crecimiento en las contrataciones de proyectos inmobiliarios, los que crecieron en un 20,0% respecto de 2013. Por lo mismo, mantiene una buena participación de mercado en los nuevos proyectos inmobiliarios que se realizan en la región, lo que le asegura mantener un crecimiento acorde con el desarrollo de casas y departamentos.

Bajos niveles futuros de inversión en la red de distribución: Los altos niveles de inversión en la red de distribución (más de US\$ 1.100 millones desde el inicio del proyecto en 1996 hasta diciembre de 2014) constituyen una importante barrera de entrada. En los años venideros, los niveles de inversiones para **Metrogas** ya no serán tan importantes para mantener su red en comparación a los montos ya ejecutados. Las inversiones futuras están principalmente asociadas a los nuevos proyectos habitacionales y a la reconexión de clientes industriales.

Adecuado perfil de la deuda: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2025 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones e intereses no excede los \$30.788 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2014 (igual a \$ 150.338 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 \$98.000 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.

Controlador y accionistas con amplia experiencia: El control de Metrogas, efectuado por Gasco, y sus accionistas (Copec y Trigás) poseen una larga experiencia en el mercado chileno del gas y la energía. A su vez, el nuevo controlador de CGE (propietario de Gasco), Gas Natural Fenosa, es un actor relevante en el sector de gas y electricidad, presente en más de 25 países y con más de 20 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, en particular si se considera que muchas empresas, a consecuencia del corte de suministro de gas argentino, instalaron sistemas de respaldo con otros combustibles.

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, y, en el corto plazo, a la inversa, se ha registrado una fuerte disminución en el precio del gas, lo cual incrementa su competitividad respecto a fuentes de energía alternativa.

Exposición a precios del GNL: Si bien la empresa en la actualidad tiene acceso a diversidad de fuentes de GNL, los precios de este combustible por contrato se encuentran indexados principalmente al índice Henry Hub (que en 2014 subió un 17,8%⁶ respecto de 2013) y al petróleo Brent (que en 2014 bajó un 43,7%)⁷. Con todo, dada la inelasticidad que exhibe la demanda, en el mediano plazo la compañía tiene la 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.

Planta de suministro única: La empresa se abastece de gas natural desde el terminal de GNL de Quintero, lo que soluciona el problema de abastecimiento de gas natural desde Argentina en el largo plazo, pero implica que el suministro de la empresa queda expuesto a cualquier situación que pueda afectar el normal funcionamiento de dicha planta. Es preciso señalar que el abastecimiento a los clientes residenciales está garantizado por un sistema de *parking*, a través de GasAndes, y por dos plantas de propano-aire ubicadas en la Región Metropolitana, aunque a un costo superior al GNL. Respecto de los clientes industriales, los contratos nuevos que ha firmado la empresa incluyen cláusulas que la liberan de responsabilidad en caso de falta de suministro.

Si bien, como se explicará más adelante, **Metrogas** ha podido renegociar su contrato de aprovisionamiento de gas con disposiciones de precio más convenientes para la emisora, estos

⁶ Datos obtenidos del Departamento de Información Energética de Estados Unidos (EIA) (www.eia.gov).

⁷ Datos obtenidos del Departamento de Información Energética de Estados Unidos (EIA) (www.eia.gov).

contratos permiten morigerar, pero no eliminar completamente, los riesgos de abastecimiento de gas natural.

Cambios normativos: Para distribuir gas natural en Chile la legislación exige a los interesados solicitar una concesión de distribución de gas por redes, siendo Metrogas en la actualidad la única que la tiene en la Región Metropolitana y en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins. La norma chilena no contempla el acceso de terceros a las redes de un concesionario -salvo un acuerdo entre las partes-. Sin embargo, ante un cambio en la legislación vigente, Metrogas podría eventualmente verse obligado a otorgar acceso a terceros a sus sistemas de cañerías de distribución (sistema abierto de distribución), lo que podría mermar sus perspectivas de crecimiento.

Por otra parte, dado que se trata de un servicio básico, la legislación vigente contempla la posibilidad de fijar las tarifas al sector residencial en caso que la empresa llegara a superar un cierto nivel de rentabilidad sobre sus activos.

Durante enero de 2015, el Gobierno envió un proyecto de ley que, como hasta ahora mantiene el régimen de libertad tarifaria, pero considera un nuevo límite máximo de rentabilidad económica, donde se mantendría la Tasa de Costo de Capital (TCC) en un 6%, pero reduciría el margen de rentabilidad desde el 5% al 3%. Esta rentabilidad sería supervisada por la Comisión Nacional de Energía (CNE).

Antecedentes generales

Descripción del negocio

Metrogas es una compañía que transporta y distribuye gas principalmente dentro de la Región Metropolitana y en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins. Para ello cuenta con 5.258 kms. de redes de distribución (que consideran las redes de gas natural y gas ciudad) y contratos de suministro de GNL con BG Group para el abastecimiento al terminal de Quintero, además de tener dos sistemas de respaldo en base a propano que permiten cubrir el 100% de la demanda residencial, ubicados en Maipú y Peñalolén.

En 1995 se inició la firma de contratos de abastecimiento por parte de GasAndes y los productores argentinos, firmándose los primeros contratos con **Metrogas** y las empresas de electricidad. En 1996 comenzó la construcción del gasoducto GasAndes, y el emisor inició en Santiago la construcción de sus redes de distribución. En 1997, **Metrogas** comenzó con la distribución de gas natural a algunos clientes en la Región Metropolitana.

En 2004 la empresa enfrentó las primeras interrupciones en el suministro de gas natural argentino, provocando deficiencias en el abastecimiento a sus clientes industriales. Las sistemáticas reducciones de los envíos de gas natural desde Argentina se agudizaron en 2009, obligando a la compañía a utilizar sus plantas de propano aire para atender a sus clientes comerciales y residenciales, prácticamente sin poder atender al segmento industrial.

En 2007 se firmaron los contratos definitivos para concretar la llegada del GNL a Chile entre las empresas ENAP, Endesa, **Metrogas** y BG Group. Ese mismo año se inició la construcción del Sistema de Respaldo de Peñalolén, terminado en 2008, con el objetivo de asegurar el abastecimiento residencial en un 100%.

Desde el segundo semestre de 2009 la compañía es abastecida a través de gas natural licuado proveniente del terminal de Quintero, no recibiendo actualmente suministro desde Argentina.

En julio de 2012 se llegó a acuerdo con BG Group, modificándose los contratos de abastecimiento que ambas partes poseen desde 2009. El acuerdo permite a **Metrogas** contar con mayores volúmenes de gas, con precios más convenientes y garantizar, un suministro continuo y seguro. Una vez que llegan los barcos, el GNL es re-gasificado en Quintero, terminal que ya ha operado sin problemas desde junio de 2009, y que en la actualidad cuenta con una capacidad de regasificación de casi 15 millones de m³ por día. Este terminal dispone de los más altos estándares de operación, seguridad y respaldo a nivel mundial. Además, el terminal posee dos estanques de 160.000 m³ de GNL y uno con capacidad de 14.000 m³, que permiten contar con un *stock* importante del combustible en tierra; asimismo se cuenta con respaldo de generación eléctrica autosuficiente para operar y poder inyectar gas al sistema.

Por otro lado, desde junio de 2012 **Metrogas** mantiene capacidad de almacenamiento de gas natural en GasAndes Chile. Esta capacidad fue incrementada, a febrero de 2015 alcanzando una capacidad de almacenamiento de seis millones de metros cúbicos. Además, se dispone del respaldo de las plantas de propano aire que podrían abastecer el mercado residencial sin problemas, aunque incrementando significativamente el costo de explotación.

Por otro lado, la llegada de gas a precios inferiores determinó que en agosto de 2012 **Metrogas**, en concordancia con la normativa vigente que limita la rentabilidad de las empresas distribuidoras de gas, aplicó cambios en su estructura tarifaria. Estas modificaciones permitieron reducir un 22% los precios del segmento residencial. Los demás segmentos de clientes — industriales, comerciales y gas natural para vehículos— también se vieron beneficiados por la reducción en los precios del insumo.

Propiedad

Al 31 de diciembre de 2014 la propiedad de **Metrogas** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Número de acciones pagadas	% de la propiedad
Gasco S.A	19.180	51,84%
Empresas Copec S.A	14.737	39,83%
Trigas S.A	3.083	8,33%
Total	37.000	100,0%

Durante 2014, Gas Natural Fenosa (una de los principales operadores de GNL, con presencia en 30 países y 23 millones de clientes) se convirtió en el nuevo controlador de CGE, al adquirir el 97,37% de la compañía. CGE es dueña en un 56,62% de Gasco, siendo esta última empresa la que controla la propiedad de Metrogas con el 51,84%.

Gasco S.A., con 150 años de experiencia, es un actor relevante en el mercado energético de Chile. Distribuye gas licuado desde las regiones III a la XI y también en la XII, en la cual además vende gas natural. A través de su filial Gas Sur, distribuye gas natural en la VIII Región, y mediante su coligada Gasnor S.A., gas natural en la zona noroeste de Argentina. También tiene presencia en Colombia en la comercialización de gas licuado.

Empresas Copec S.A. es la mayor distribuidora de combustibles líquidos del país. A través de Abastecedora de Combustibles S.A. (Abastible) distribuye gas licuado a industria y hogares. Además, tiene una importante participación en los sectores pesquero y forestal.

Trigas S.A. es una sociedad de inversiones ligada a la distribución de gas licuado a través de su participación en las empresas Lipigas S.A., Codigas S.A., Enagas S.A. y Agrogas S.A. En conjunto, estas empresas son las principales distribuidoras de gas licuado del país, con un 37% aproximadamente de participación de mercado.

El directorio de la empresa está formado por diez miembros:

Nombre	Cargo
Antonio Gallart Gabás	Presidente
Eduardo Rafael Morandé Montt	Vicepresidente
Eduardo Cabello Correa	Director
Juan Ignacio Langlois Margozzini	Director
Andrés Lehuede Bromley	Director
Pablo Sobarzo Mierzo	Director
Rafael Pablo Salas Cox	Director
Rodrigo Huidobro Alvarado	Director
Jorge Ferrando Yañez	Director
Sergio Aranda Moreno	Director

Abastecimiento, transporte y distribución del gas natural

Hasta 2008, el gas natural distribuido por la empresa provenía principalmente de yacimientos en la cuenca de Neuquén, Argentina. Para ello, **Metrogas** suscribió contratos de largo plazo con dos empresas argentinas, Consorcio Sierra Chata y Consorcio Aguada Pichana, no recibiendo actualmente gas desde ese país y habiendo desahuciado el segundo contrato.

No obstante, y como se menciona en este informe, desde el segundo semestre de 2009 la compañía utiliza GNL, recibido en Chile a través del nuevo terminal de 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, entre otros.

Planta de GNL Quintero

Ante las restricciones de suministro de gas natural argentino sufridas por la empresa, se tomaron medidas a nivel país para el mediano y largo plazo.

Una solución de largo plazo y definitiva ha sido el proyecto de GNL Quintero, el que entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y total en el primer semestre de 2011. Este proyecto consiste en un terminal en tierra para la recepción del combustible (que es transportado a través de buques-tanque operados por BG Group), tres estanques de almacenamiento (con una capacidad total de 330 mil m³ de GNL) y una planta para regasificarlo y posteriormente distribuirlo a través de gasoductos ubicados en la zona central.

Para este proyecto se constituyó la sociedad GNL Quintero S.A., BG Group con un 40%, y ENAP, Endesa Chile y **Metrogas** con un 20% cada una (en 2013, BG Group finalizó el proceso de venta del 40% de su participación en GNL Quintero a Terminal de Valparaíso).

Esta sociedad es la dueña de los activos del terminal. La sociedad GNL Chile S.A. –donde participan ENAP, Endesa Chile y Metrogas en partes iguales– se creó para estructurar el proyecto y hacer los estudios necesarios, y es la encargada de administrar los contratos de suministro de GNL y comercializar el gas provisto inicialmente por BG Group y procesado por GNL Quintero S.A.

Metrogas, a través de GNL Chile, mantiene contratos de abastecimiento de largo plazo con BG Group, los que contemplan la posibilidad de modificar el volumen de pedido del combustible, de acuerdo a las estimaciones de demanda.

La inversión total relativa a la construcción y puesta en marcha del terminal de regasificación y el respectivo muelle, alcanzó los US\$ 1.300 millones. En un inicio se obtuvo un financiamiento internacional, de tipo *Project financing*, de largo plazo por aproximadamente US\$ 1.100 millones (85% del total); el que fue refinanciado, durante 2014, con la emisión de un bono en Estados Unidos con un vencimiento a 10 años (cuya clasificación de solvencia es de Baa2, grado de inversión).

Los derechos sobre esta capacidad de regasificación de gas se dividen en partes iguales entre los tres socios de GNL Chile S.A. **Metrogas**, por este derecho, paga un canon establecido de aproximadamente US\$ 5 millones por mes, independientemente del volumen de gas despachado.

La capacidad actual de regasificación del terminal es de 15 millones de m³ de gas natural por día.

Distribución de ingresos

Metrogas desarrolla su negocio vendiendo gas natural a distintos segmentos de mercado, entre los cuales destacan:

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. A diciembre de 2014, los clientes abastecidos por **Metrogas** alcanzan los 509 mil clientes, un incremento de 4,1% respecto de diciembre de 2013. Al incorporar los denominados clientes térmicos, quienes son abastecidos con gas natural de manera indirecta a través de la central térmica de los edificios donde residen, los cuales a fines de 2014 eran alrededor de 70 mil clientes, con esto el número de cliente totales alcanza los 579 millones, así los clientes totales aumentaron en un 5,7%.

De esta manera, Metrogas mantiene el liderazgo en el mercado inmobiliario de viviendas nuevas sobre UF 1.000 logrando una penetración de 80% en el segmento de departamentos y del 88% en casas⁸. Cabe destacar que la empresa posee un alto porcentaje de participación en los nuevos desarrollos inmobiliarios de la Región Metropolitana.

La empresa vende a este segmento a una tarifa estándar. Sin embargo, para aquellos clientes residenciales que consumen sobre los 60 m³ las tarifas son rebajadas para los meses de invierno, por gasto en calefacción, a través de la comercialización de Metrobolsas.

Cientes comerciales

Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas y centros comerciales, entre otros. En 2014, se incorporaron 336 nuevos clientes comerciales.

Cientes industriales

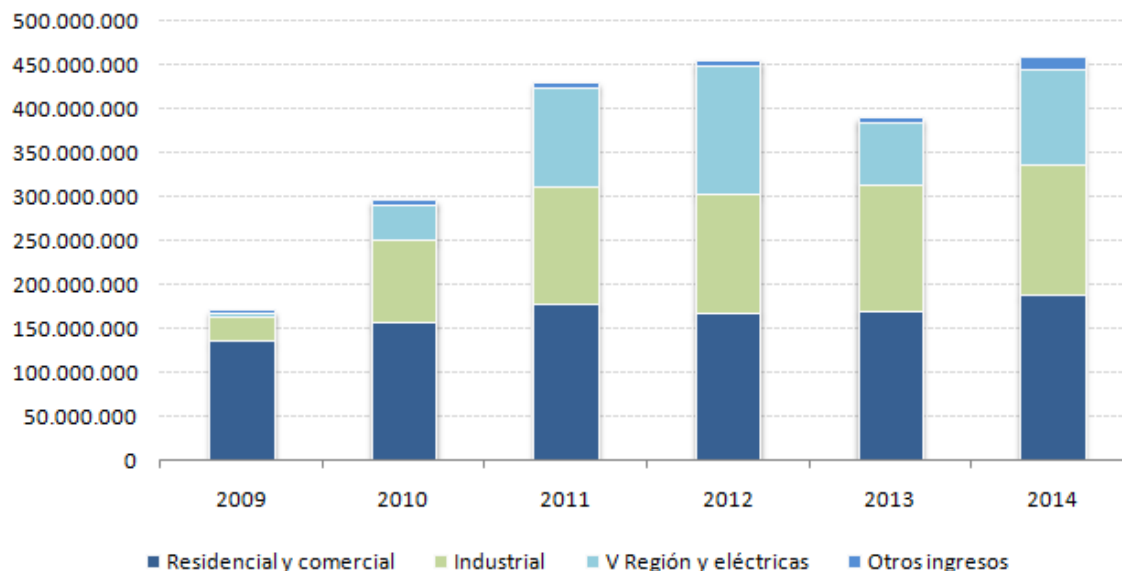
Conformado por empresas medianas y grandes. Debido a las fuertes restricciones en el suministro argentino, ha sido el mercado más inestable en el pasado, prácticamente no siendo abordado desde junio de 2007 hasta la llegada del GNL en 2009, dado que se dio prioridad a la cobertura de la demanda residencial y comercial.

Durante 2014, un 41,1% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales, un 32,4% de clientes industriales y un 23,3% de las ventas a empresas eléctricas, tal como se muestra en la Ilustración 1.

⁸Cifras obtenidas de la Memoria Anual de la compañía a diciembre de 2014.

Ilustración 1

Evolución de los ingresos según segmento de clientes
(Miles de pesos. 2009-2014)



Se aprecia que los ingresos generados en el segmento residencial y comercial son estables en el tiempo y presentan una tasa de crecimiento constante que, entre 2009 y 2014, ha promediado un 7,1% anual, de la misma forma los ingresos del segmento industrial, que a partir de 2011 presentan una base bastante estable. Las ventas a eléctricas son más volátiles, ya que las empresas de generación realizan las comprar de gas a la compañía dependiendo de las condiciones hidrológicas que enfrenten; así, pueden hacer crecer o retroceder fuertemente los ingresos de la compañía. A modo de ejemplo, en 2012, **Metrogas** vendió a las empresas eléctricas 411 millones de m³ de gas natural; luego, en 2013, las ventas físicas cayeron un 40,1%, para luego subir un 41,9% en 2014. Sin embargo, dado por los contratos de venta con Colbún y Codelco firmados en 2014, las ventas a este segmento de clientes deberían tender a ser más estables en el tiempo.

De esta manera, **Metrogas** cuenta con un ingresos base y estables provenientes del segmento residencial y comercial.

Otros negocios

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, pero de importante crecimiento: el de gas natural vehicular, que había estado paralizado a consecuencia también de las restricciones de gas argentino, pero que está experimentando una reactivación con la reaparición de puntos de abastecimiento en Santiago de las petroleras clásicas y de la

nueva distribuidora de GN vehicular Autogasco, negocio controlado por Gasco, matriz de **Metrogas**.

Por otra parte, durante 2012, **Metrogas** comenzó a distribuir 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.

Un mercado más volátil corresponde al de las generadoras eléctricas. En la actualidad, la posibilidad de vender gas natural a estas empresas depende de la contingencia del mercado eléctrico, puesto que bajo un régimen de lluvia normal en Chile los ciclos combinados, que utilizan gas natural, pueden no resultar competitivos en términos de costos marginales, debido al precio de este insumo y por lo tanto no requerir de este combustible. En este segmento de negocios, la compañía ha firmado contrato con Colbún. En una primera instancia, el contrato caducaba en 2015, pero en agosto pasado fue extendido a 2019, para abastecer a la generadora en los meses de enero a junio. Durante el año 2014, **Metrogas** vendió a las eléctricas aproximadamente 349 millones de m³, un 41,9% superior a 2013.

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2014.

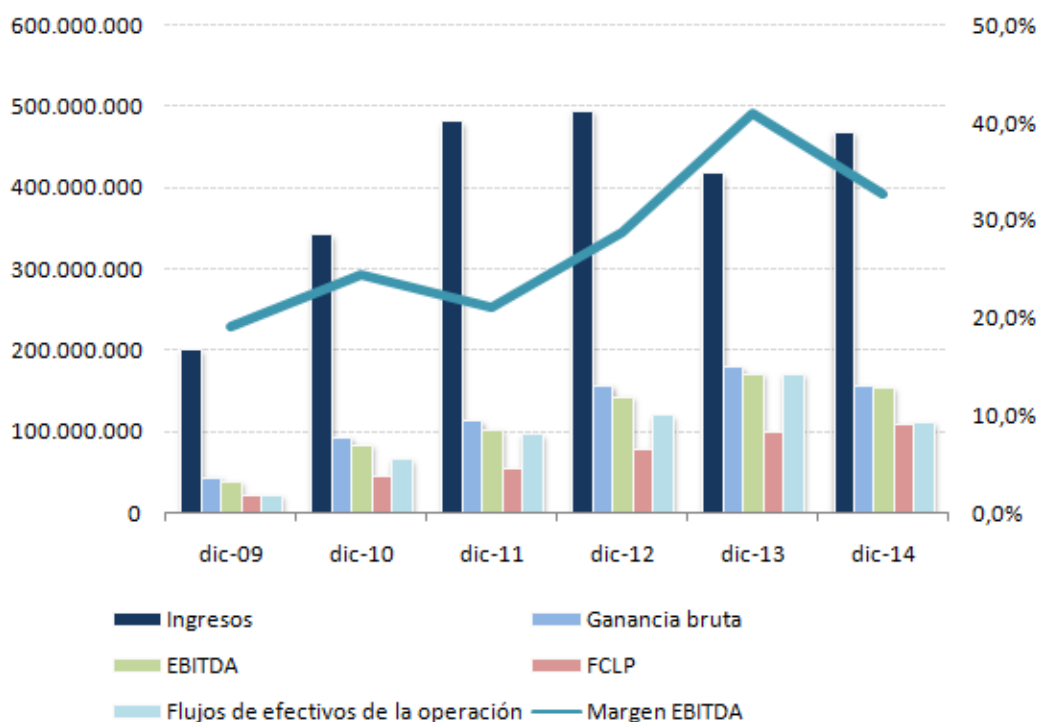
Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Metrogas** durante 2014 fueron de \$458.546 millones, lo que representa un aumento de 17,4% respecto del mismo periodo de 2013. Mientras que el EBITDA de la compañía experimentó una disminución de 6,2% hasta los \$150.338 millones. Por su parte, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁹ se situó en \$109.407 millones.

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 29,7% en los últimos cinco años. El desempeño del EBITDA ha evidenciado, a partir de 2013, las mejores oportunidades de compra de gas, tras la modificación del contrato con BG Group en julio de 2012, tal como se muestra en la Ilustración 2.

⁹ 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.

Ilustración 2
Evolución de los ingresos, EBITDA, FCLP y ganancia bruta
 (M\$. 2009-2014)

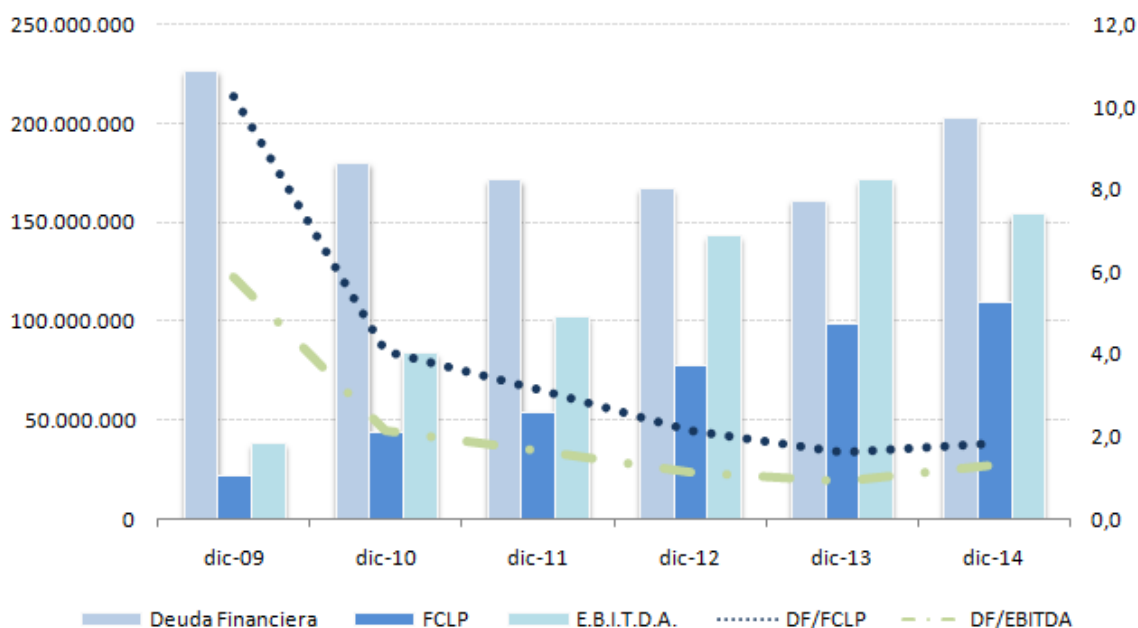


Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

A diciembre de 2014, la deuda financiera de **Metrogas** subió un 32,4% a \$202.599 millones, la que en un 75,5% corresponde a bonos, el 22,7% a deuda bancaria y el resto a obligaciones por arrendamiento financiero. El incremento de la deuda financiera se debe a que la compañía obtuvo recursos de instituciones bancarias para continuar con su plan de inversiones.

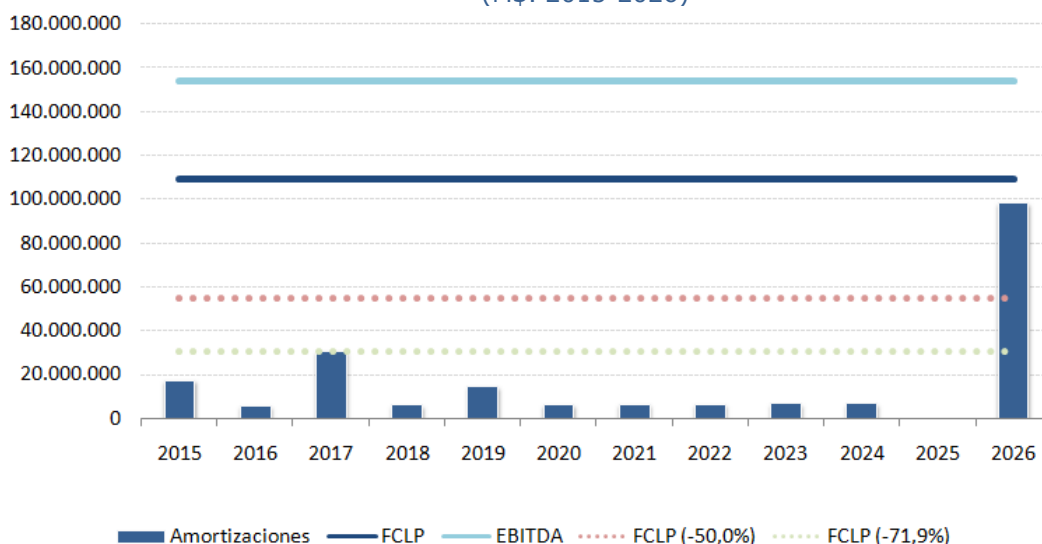
Se observa en la Ilustración 3 que, a diciembre de 2014, la deuda financiera en relación al EBITDA creció desde 0,9 veces, en 2013, a 1,3 veces. Lo anterior, debido principalmente al incremento de las obligaciones financieras. De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador creció desde las 1,6 veces a 1,9 veces en 2014. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

Ilustración 3
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (M\$. 2009-2014)



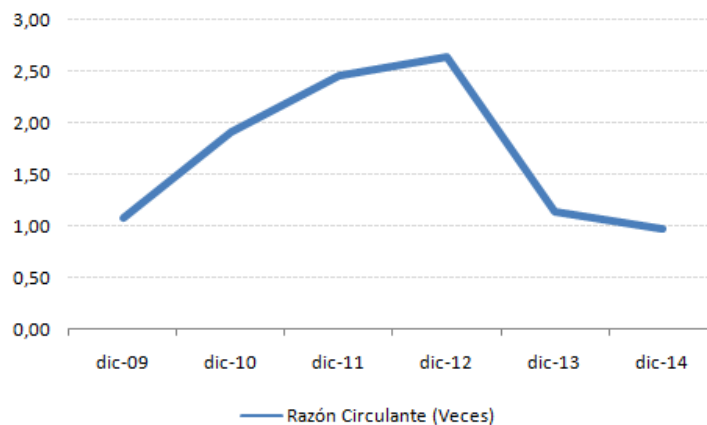
Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año el máximo pago anual se produce en 2017 y alcanza los \$30.788 millones, lo que representan, aproximadamente, un 20,0% del EBITDA de 2014 y un 28,1% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$98.490 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 71,9% del FCLP.

Ilustración 4
Evolución del perfil de vencimientos
 (M\$. 2015-2026)



En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, esta se ha ido deteriorando en el tiempo. En 2012, finalizó el año en 2,63 veces, mientras que en 2013 en 1,1 veces y en 2014 por debajo de la unidad en 0,98 vez. Lo anterior, se produce por el aumento de los pasivos financieros de corto plazo y por una disminución del efectivo.

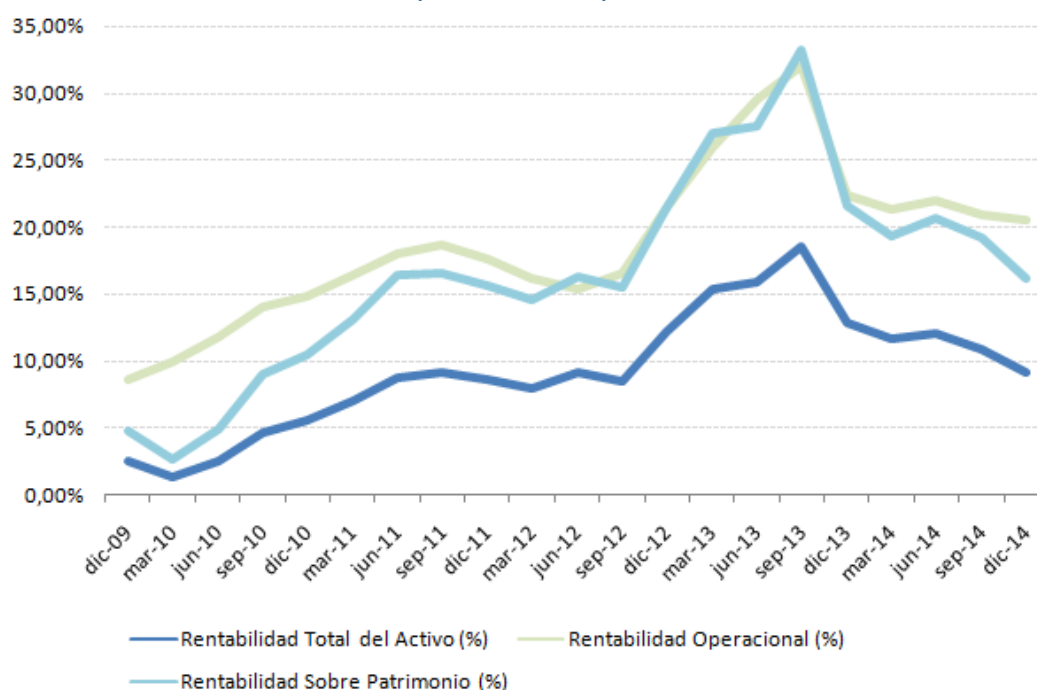
Ilustración 5
Evolución de la razón circulante
 (Veces. 2009-2014)



Evolución de la rentabilidad¹⁰

Luego de la crisis del gas argentino, la rentabilidad operacional, del patrimonio y del activo de la compañía se incrementó hasta llegar a valores en torno al 17%, los dos primeros indicadores, mientras que la rentabilidad del activo creció hasta un 9,1% durante el tercer trimestre de 2011. Las mejores oportunidades de compra de gas, a BG Group, aumentaron estos indicadores; junto con la venta a empresas eléctricas, permitieron que la rentabilidad medida en estos tres subsectores creciera, para finalizar en 2013 con ratios igual a 12,9%, para la rentabilidad del activo, un 22,4% para la rentabilidad operacional y de 21,6% para la rentabilidad patrimonio. Sin embargo, en 2014, estos indicadores disminuyeron en todas sus mediciones producto del menor resultado que obtuvo la compañía durante ese año, debido a los mayores costos por la compra y transporte de gas.

Ilustración 6
Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio
(%. 2009-2014)



¹⁰ 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.

Instrumentos de deuda

A diciembre de 2014 **Metrogas** tenía los siguientes bonos en el mercado:

- Bono Series B1-B2

- Fecha colocación:	Septiembre 1999
- Monto colocado:	UF 1.000.000
- Tasa de carátula:	7,00%
- Vencimiento:	Septiembre 2024
- Montos vigentes:	UF 88.903 (serie B1), UF 800.122 (serie B2)

- Bono Series D1-D2

- Fecha colocación:	Agosto 2001
- Monto colocado:	UF 4.000.000
- Tasa de carátula:	6,50%
- Vencimiento:	Junio 2026
- Montos vigentes:	UF 800.000 (serie D1), UF 3.200.000 (serie D2)

- Bono Serie F

- Fecha colocación:	Octubre 2003
- Monto colocado:	UF 2.500.000
- Tasa de carátula:	6,00%
- Vencimiento:	Agosto 2024
- Montos vigentes:	UF 2.250.000

- Línea de efectos de comercio (sin colocaciones vigentes)

- Nº y fecha de inscripción:	074 de 25/11/2009
- Plazo de la línea:	10 años
- Monto de la línea:	UF 1.000.000

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

Covenants financieros		
	Bonos	Marzo 2015
Razón de endeudamiento	Menor a 1,38 veces	0,97 veces
Cobertura de gastos financieros	No debe ser inferior a 3,5 veces	13,63 veces

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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."