



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de clasificación**

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

Metrogas S.A.

Mayo 2016

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
Línea de bonos	AA
Efectos de Comercio	Nivel 1+/AA
Tendencia	Estable ¹
Estados financieros	31 de marzo de 2016 ²
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Series B1 (BMGAS-B1) y B2 (BMGAS-B2)	Nº 217 de 22.10.1999
Bonos Series D1 (BMGAS-D1) y D2 (BMGAS-D2)	Nº 259 de 11.07.2001
Bonos Serie F (BMGAS-F)	Nº 344 de 09.10.2003
Línea de Efectos de Comercio	Nº 74 de 25.11.2009

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M\$	2011	2012	2013	2014	2015	Marzo 2015	Marzo 2016
Ingresos totales	430.474.895	456.013.649	390.750.828	458.546.724	414.043.768	83.720.797	84.579.029
Costo de ventas	-329.637.829	-311.212.945	-223.576.655	-305.926.610	-288.904.436	-60.760.028	-58.032.916
Ganancia bruta	100.837.066	144.800.704	167.174.173	152.620.114	125.139.332	22.960.768	26.546.113
Gastos de Administración	-25.163.372	-28.678.179	-27.083.388	-29.181.788	-38.368.257	-8.611.867	-10.220.264
Resultado operacional³	73.142.989	113.457.962	136.865.521	119.895.782	84.134.384	13.921.012	16.002.785
Costos financieros	-10.310.128	-10.753.671	-11.470.989	-12.020.264	-12.863.856	-3.040.930	-3.267.652
Utilidad del Ejercicio	55.182.084	87.073.821	108.162.034	82.685.038	52.236.346	8.648.580	9.987.241
EBITDA	91.339.484	132.149.219	160.251.406	150.337.913	114.538.619	19.061.147	21.274.697

¹ Tendencia anterior: En Observación.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2015. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2016 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

³ Resultado operacional se define como ganancia bruta, menos gastos de administración y menores otros gastos por función.

Balance General Consolidado IFRS

M\$	2011	2012	2013	2014	2015	Marzo 2016
Activos Corrientes	73.913.686	85.912.091	61.090.317	53.950.404	63.503.042	63.256.658
Activos No Corrientes	561.569.466	700.038.833	831.583.196	864.486.735	797.181.853	785.015.171
Total Activos	635.483.152	785.950.924	892.673.513	918.437.139	860.684.895	848.271.829
Pasivos Corrientes	30.117.193	32.614.245	53.697.485	55.309.868	48.763.114	45.921.361
Pasivos No Corrientes	261.320.249	289.430.089	296.944.032	377.812.158	363.545.269	361.665.588
Total Pasivos	291.437.442	322.044.334	350.641.517	433.122.026	412.308.383	407.586.949
Patrimonio	344.045.710	463.906.590	542.031.996	485.315.113	448.376.512	440.684.880
Total Pasivos y Patrimonio	635.483.152	785.950.924	892.673.513	918.437.139	860.684.895	848.271.829
Deuda Financiera	155.728.161	154.847.969	153.066.932	202.599.259	219.494.844	201.026.127

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.

Cabe señalar que este informe de clasificación se genera bajo el contexto de la división de la sociedad en dos unidades, cuyos efectos contables se producirán desde el 1 de abril de 2016. La primera de ellas, continuará con el RUT y la razón social de **Metrogas S.A.**, 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.

Durante 2015 la empresa generó ingresos anuales por US\$ 583,0 millones⁴, atendiendo a 527 mil clientes residenciales, comerciales e industriales, sumado a 86 mil clientes térmicos⁵. 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 millones⁶.

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 general, esta demanda –medida en términos de año móvil– es relativamente estable en el tiempo y sus características de consumo tienden a asimilarse a los 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

⁴ Tipo de cambio utilizado: \$710,16/US\$, al 31/12/2015.

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.

⁶ Tipo de cambio utilizado: \$669,8/US\$ al 31/03/2016.

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, en casi todos los períodos, 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.

En 2015 la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) ofició al emisor para que modifique sus estados financieros, cargando a resultados los montos activados relativos a la conversión. Esta medida fue impugnada que **Metrogas** en los tribunales. Sin embargo, el 08 de abril de 2016 **Metrogas** desistió del recurso de reclamación interpuesto. La SVS autorizó a que dichos cambios sean realizados en los estados financieros al 31 de marzo de 2016. Lo anterior, implica un cambio en el tratamiento de las conversiones realizadas por la compañía, puesto que serán presentadas como gastos del periodo en que se incurren, en lugar de considerarlas como parte de los activos medidores y reguladores, tal como lo hacía la compañía hasta diciembre de 2015. El cambio fue realizado en forma retroactiva, re-expresando los estados financieros consolidados del 31 de diciembre de 2015 y de 1 de enero de 2015, de modo de hacerlos comparables con los estados financieros del primer trimestre de 2016.

Si bien esta modificación reduce el patrimonio de la compañía, esto es en niveles pocos significativos y, lo más importante, no cambia el perfil de riesgo de la compañía.

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

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 2015

Durante 2015, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$414.044 millones, lo que representa una disminución de 9,7%, respecto de 2014. Los ingresos provenientes del segmento residencial y comercial disminuyeron un 5,9%, alcanzando los \$177.392 millones, mientras que en el segmento industrial las ventas disminuyeron un 20,7%, a \$117.979 millones y las ventas a eléctricas disminuyeron un 0,8% \$106.175 millones.

El costo de venta en 2015 finalizó en \$288.904 millones, disminuyeron un 5,6% respecto al año anterior. Esta alza se produjo, principalmente, por menores costos del gas natural dada la disminución 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 29,8%, hasta \$84.134 millones, representando un 20,3% de los ingresos, mientras que en 2014 era de 26,1%.

El EBITDA del ejercicio de 2015 fue de \$114.539 millones, lo que representa una disminución de 23,8% respecto a 2014. De esta forma, el margen EBITDA, como proporción de los ingresos, cayó desde 32,8% a 27,7%.

Con todo lo anterior, la utilidad del ejercicio se contrajo un 36,8% totalizando \$54.236 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2015 en \$ 219.495 millones, lo que significa un alza de 8,3%.

Hechos recientes

El pasado 26 de mayo, los accionistas de la compañía aprobaron la propuesta de división entre **Metrogas** y una nueva sociedad que se creará dada esta propuesta. Esta nueva sociedad de denomina Aprovevisionadora Global de Energía S.A., está dedicada al negocio de aprovisionamiento de gas natural y mantendrá como activos los contratos de compra de gas con BG, además tendrá como función la comercialización de GNL a **Metrogas** y a clientes no sujetos a regulación.

En 2015 la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) notificó al emisor para que modifique los criterios de contabilización de los costos de conversión estableciendo que éstos no pueden ser incorporados como activos en los estados financieros, sino que deben ser cargados como gastos en el estado de resultados. Ante esto, **Metrogas** interpuso un recurso de reclamación ante la Corte de Apelaciones de Santiago. Sin embargo, el 08 de abril de 2016, **Metrogas** desistió del recurso de reclamación interpuesto. La SVS autorizó a que dichos cambios sean realizados en los estados financieros al 31 de marzo de 2016. Lo anterior, implica un cambio en

el tratamiento de las conversiones realizadas por la compañía, puesto que serán presentadas como gastos del periodo en que se incurren, en lugar de considerarlas como parte de los activos medidores y reguladores, tal como lo hacía la compañía hasta diciembre de 2015.

La compañía realizó el cambio de forma retroactiva, re-expresando los estados financieros consolidados del 1 de enero de 2015 y del 31 de diciembre de 2015, para efectos comparativos.

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 calefontes 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 calefones 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. Por lo mismo, mantiene una buena participación de mercado en los nuevos proyectos inmobiliarios que se realizan en la región, que le asegura mantener un crecimiento acorde con el desarrollo de casas y departamentos.

Bajos niveles futuros de inversión en la red de distribución actual: 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, el futuro plan de expansión anunciado por US\$ 1.100 millones en diez años (en que se incorporaría siete nuevas regiones) 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 no excede los \$40.907 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2015 (igual a \$ 114.539 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 \$103.248 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 Gas Natural Fenosa) 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 2015 disminuyó un 40,1%⁷ respecto de 2014) y al petróleo Brent (que en 2015 bajó un 47,1%)⁸. Con todo, dada la inelasticidad que exhibe la demanda, en el mediano plazo la compañía tiene la capacidad de traspasar las fluctuaciones del

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

⁸ Datos obtenidos del Departamento de Información Energética de Estados Unidos (EIA) (www.eia.gov)

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 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 poseían 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, cada uno, de GNL y un tercero 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 2015 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%
Gas Natural Fenosa Chile SpA	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%. Cabe señalar que, a fines de 2015, los accionistas de Gasco (Gas Natural Fenosa, a través de CGE, y la familia Pérez-Cruz) decidieron dividir la sociedad en dos compañías. De concretarse la oferta pública de acciones (OPA), necesaria para la división de las sociedades, la continuadora de Gasco S.A., reunirá los activos asociados al gas licuado de petróleo (GLP), además de Gasco Magallanes y será donde se aloquen los bonos emitidos por Gasco en su momento. El control de esta compañía estará en manos de la familia Pérez-Cruz.

La segunda de ellas, denominada Gas Natural Chile S.A., concentrará los activos vinculados con el gas natural, de esta manera, la controladora de **Metrogas** pasará a ser esta nueva sociedad. El control de Gas Natural Chile estará en manos de Gas Natural Fenosa, a través de CGE.

Una vez que se concreten la oferta pública de acciones (OPA), necesaria para que cada uno de los actuales controladores Gasco S.A. dividan accionariamente la propiedad de las compañías resultantes, la propiedad de **Metrogas** se configurará de la siguiente manera:

Accionista	Número de acciones pagadas	% de la propiedad
Gas Natural Chile S.A.	19.180	51,84%
Empresas Copec S.A	14.737	39,83%
Gas Natural Fenosa Chile SpA	3.083	8,33%
Total	37.000	100,0%

Gas Natural Fenosa SpA (que tras concretarse la división de las compañías tendrá de forma directa e indirecta el 60,17% de la propiedad de **Metrogas**) es el vehículo de inversión de la multinacional de origen español Gas Natural Fenosa. Está presente en el sector energético y electricidad con presencia en más de 30 países y con más de 23 millones de clientes.

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.

Por su parte, tras la junta de accionistas de **Metrogas**, realizada el 26 de mayo de 2016, donde se separaron los negocios de distribución de gas natural –que permanecerá en la continuadora legal Metrogas S.A.– y el negocio de aprovisionamiento, se decidió designar el directorio provisorio para Metrogas S.A.

Nombre	Cargo
Antonio Gallart Gabás	Director
Juan Ignacio Langlois Margozzini	Director
Andrés Lehuède Bromley	Director
Sergio Aranda Moreno	Director
Carlos Miravent Pi	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 clientes de GNL Chile S.A. (que actualmente son Enap, Endesa y Metrogas) **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 2015, los clientes abastecidos por **Metrogas** alcanzan los 527 mil clientes, un incremento de 3,7% respecto de diciembre de 2014. 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 2015 eran alrededor de 86 mil clientes, con esto el número de cliente totales alcanza los 614 miles, así los clientes totales aumentaron en un 6,0%.

La empresa vende a este segmento a una tarifa estándar, dependiendo del volumen consumido. Sin embargo, para aquellos clientes residenciales, la empresa comercializa las Metrobolsas creadas con el fin de fomentar el encendido de calefacción en los hogares en los meses de invierno.

Clientes comerciales

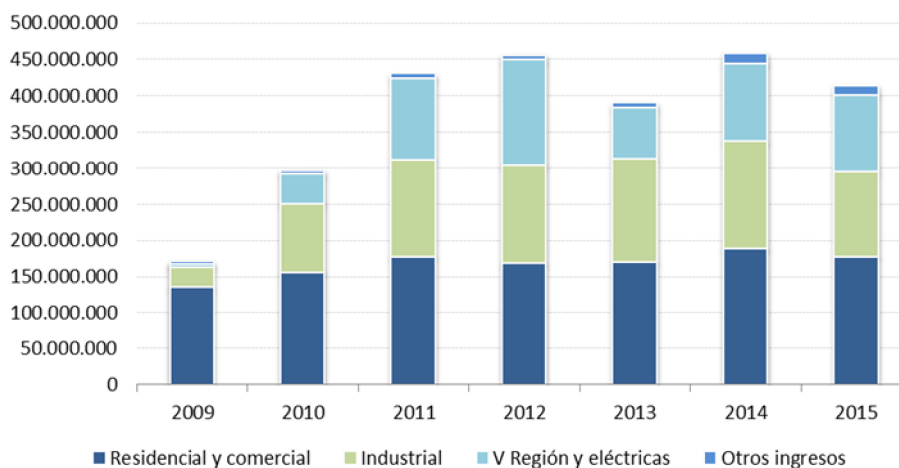
Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas y centros comerciales, entre otros. En 2015, se incorporaron 280 nuevos clientes comerciales.

Clientes 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 2015, un 42,8% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales, un 28,5% de clientes industriales y un 25,6% de las ventas a empresas eléctricas, tal como se muestra en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Evolución de los ingresos según segmento de clientes
 (Miles de pesos. 2009-2015)



Se aprecia que los ingresos generados en el segmento residencial y comercial son relativamente estables en el tiempo y presentan una tasa de crecimiento que, entre 2009 y 2015, ha promediado un 5,0% 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 432) millones de m³ de gas natural; luego, en 2013, las ventas físicas cayeron un 43,1%, para luego subir un 41,9% en 2014 y un 38,4% en 2015. 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

Este mercado corresponde a empresas fuera de los activos de concesión. La compañía mantiene contratos con GasValpo, Codelco y Colbún. Con este último cliente, 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 2015, **Metrogas** vendió a este segmento de negocios aproximadamente 483,5 millones de m³, un 38,4% superior a 2014.

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 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.

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2015.

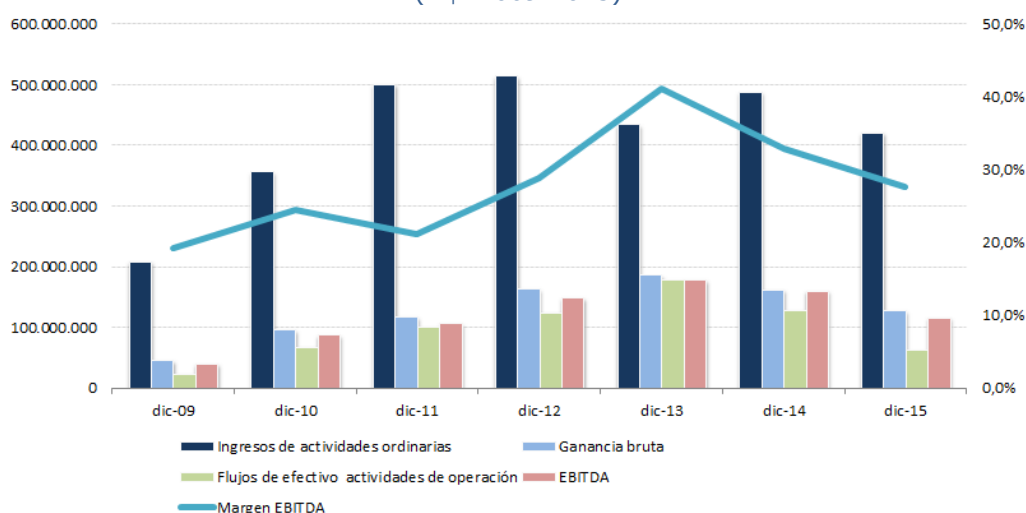
Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Metrogas** durante 2015 fueron de \$414.044 millones, lo que representa un disminución de 9,7% respecto del mismo periodo de 2014. Mientras que el EBITDA de la compañía experimentó una disminución de 23,8% hasta los \$114.538 millones. Por su parte, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁹ se situó en \$112.451 millones.

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 27,9% en los últimos siete 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\$. 2009-2015)

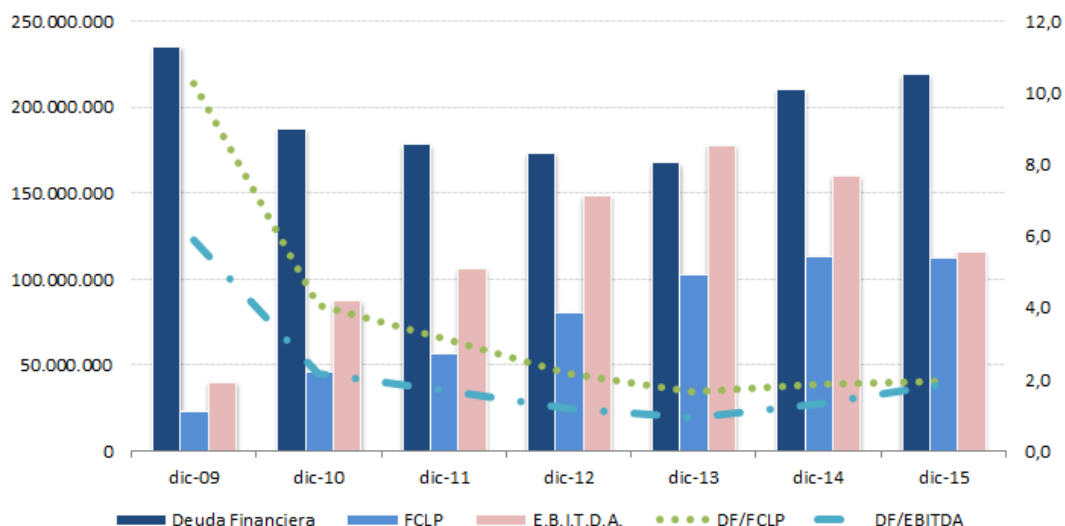


Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

A diciembre de 2015, la deuda financiera de **Metrogas** subió un 4,2% a \$219.495 millones, la que en un 70,2% corresponde a bonos y el 29,8%, restante, a deuda bancaria. El incremento de la deuda financiera se debe a que la compañía obtuvo recursos de instituciones bancarias para continuar con su plan de inversiones.

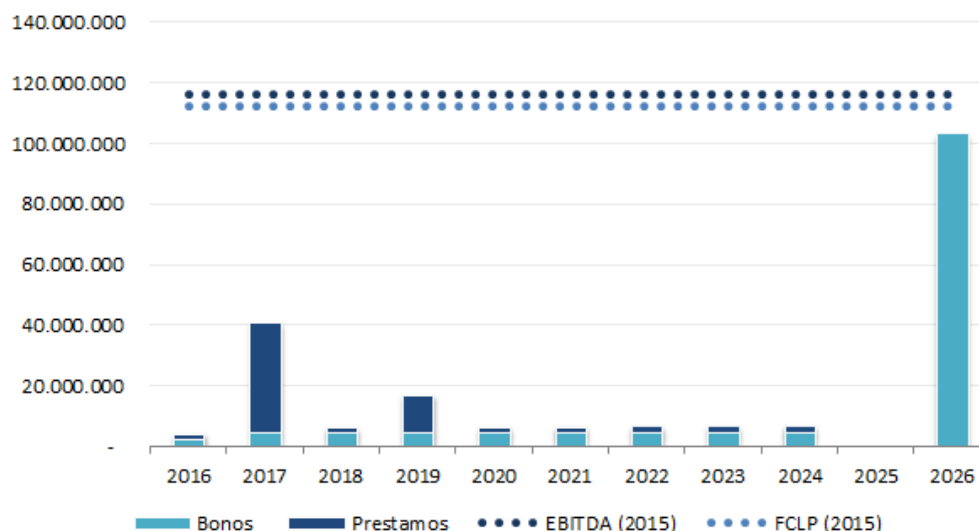
Se observa en la Ilustración 3 que, a diciembre de 2015, la deuda financiera en relación al EBITDA llegó a 2,0 veces, desde 0,9 veces, en 2013. Lo anterior, debido principalmente al incremento de las obligaciones financieras. De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador creció desde las 1,6 veces, en 2013, a 2,0 veces en 2015. 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\$. 2009-2015)



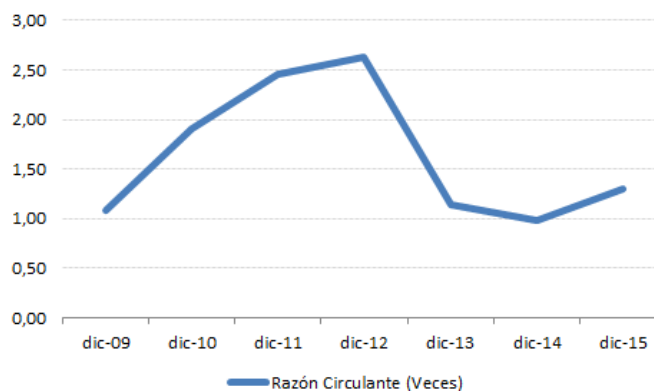
Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año el máximo pago anual se produce en 2017 y alcanza los \$40.907 millones, lo que representan, aproximadamente, un 35,2% del EBITDA de 2015 y un 34,6% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se 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 4
Evolución del perfil de vencimientos
 (M\$. 2016-2026)



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. Sin embargo, este indicador durante 2015 se incrementó a 1,3 veces.

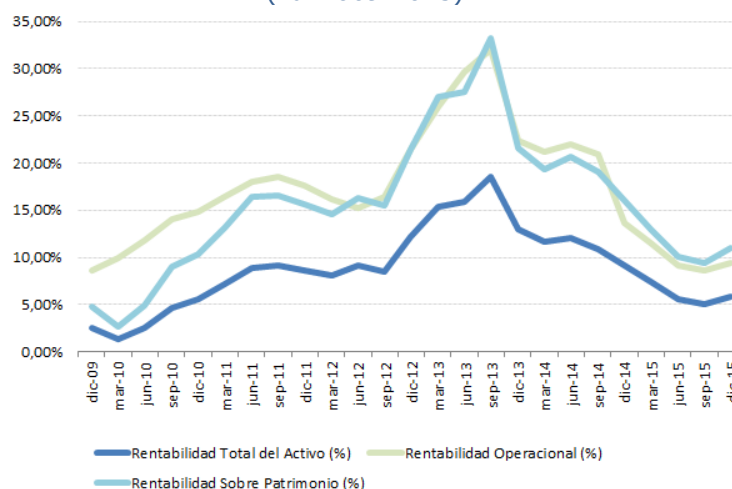
Ilustración 5
Evolución de la razón circulante
 (Veces. 2009-2015)



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 2015, 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
(%. 2009-2015)



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 2015 **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
- Monto vigente:	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

Covenants

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

- El primero corresponde a la cobertura de gastos financieros, estipulándose que no debe ser inferior a 3,5 veces. A diciembre de 2015 este *covenant* se encuentra en cumplimiento con un valor de 10,41 veces.
- El segundo resguardo corresponde al nivel de endeudamiento. En este caso, el pasivo exigible total incluyendo garantías emitidas a terceros sobre la suma de patrimonio más interés minoritario no puede superar las 1,38 veces. A diciembre de 2015, este *covenant* se cumple con un valor de 0,93 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."