



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Metrogas S.A.

Mayo 2018

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 Efectos de Comercio Tendencia Estados financieros	AA Nivel 1+/AA Estable 31 de diciembre de 2017 ¹
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Series B1 (BMGAS-B1) y B2 (BMGAS-B2) Bonos Series D1 (BMGAS-D1) y D2 (BMGAS-D2) Bono Serie F (BMGAS-F)	Nº 217 de 22.10.1999 Nº 259 de 11.07.2001 Nº 344 de 09.10.2003
Línea de Efectos de Comercio	Nº 74 de 25.11.2009

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	Marzo 2017	Marzo 2018
Ingresos totales	390.750.828	458.546.724	414.043.768	346.418.723	372.417.874	69.002.694	75.073.107
Costo de ventas	-223.576.655	-305.926.610	-280.504.640	-223.843.820	-247.656.598	-54.035.960	-59.093.153
Ganancia bruta	167.174.173	152.620.114	133.539.128	122.574.903	124.761.276	14.966.734	15.979.954
Gastos de administración	-27.083.388	-29.181.788	-43.298.831	-47.498.363	-51.348.731	-9.790.637	-12.541.493
Resultado operacional	136.865.521	119.895.782	87.603.606	72.089.730	70.291.692	4.722.816	3.121.279
Costos financieros	-11.470.989	-12.020.264	-12.863.856	-12.096.351	-11.127.581	-2.780.892	-2.700.246
Utilidad del ejercicio	108.162.034	82.685.038	56.768.878	47.290.659	43.287.241	1.943.564	-5.020.340
EBITDA ²	160.251.406	150.337.913	109.352.583	93.350.835	95.175.361	10.897.744	9.343.028

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	Marzo 2018
Activos corrientes	61.090.317	53.950.404	63.503.042	76.756.619	78.452.490	76.587.047
Activos no corrientes	831.583.196	864.486.735	792.342.786	772.615.668	792.187.367	799.210.524
Total activos	892.673.513	918.437.139	855.845.828	849.372.287	870.639.857	875.797.571
Pasivos corrientes	53.697.485	55.309.868	48.763.114	62.017.311	52.372.378	66.068.694
Pasivos no corrientes	296.944.032	377.812.158	362.238.721	322.598.581	332.606.261	328.751.990
Total pasivos	350.641.517	433.122.026	411.001.835	384.615.892	384.978.639	394.820.684
Patrimonio	542.031.996	485.315.113	444.843.993	464.756.395	485.661.218	480.976.848
Total pasivos y patrimonio	892.673.513	918.437.139	855.845.828	849.372.287	870.639.857	875.797.571
Deuda financiera	153.066.932	202.599.259	219.494.844	165.600.515	162.472.284	161.479.498

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2017. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Metrogas S.A. (Metrogas) distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana, VI y X. 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. Además, recientemente se inaugura la primera planta satélite de regasificación de gas natural en Puerto Montt y Osorno, Región de los Lagos, comenzando la distribución de gas natural en hogares, comercios y grandes empresas a fines de 2017 y mayo de 2018, respectivamente.

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

Durante 2017, la empresa generó ingresos anuales por US\$ 605,8 millones³, sumando 34 mil nuevos clientes. De esta forma, el número total de clientes residenciales, comerciales e industriales alcanzó a 690 mil. El EBITDA de la compañía, al cierre de 2017, fue de aproximadamente US\$ 154,8 millones, lo que significó un aumento de 2,0% respecto a 2016⁴. Por su parte, la deuda financiera llegaba a US\$ 264,2 millones. De ella, en un 92,3% corresponde a bonos y el 7,7% a deuda bancaria. A marzo de 2018, la compañía tenía una deuda financiera igual a US\$ 268 millones⁵.

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. 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 la conveniencia tarifaria desincentiva en cierto grado la conversión.

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, especialmente en la región metropolitana y sexta región, lo que dificultaría la entrada al negocio de nuevos competidores en éstas, aun cuando la concesión no es exclusiva. Con todo, la compañía mantiene una política de precios competitivos,

³ Tipo de cambio utilizado: \$614,75/US\$ al 31/12/2017.

⁴ Medido en pesos chilenos.

⁵ Tipo de cambio utilizado: \$603,39/US\$ al 31/03/2018.

de manera de evitar que clientes opten por otras fuentes energéticas. 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. Además, la compañía logra por decimocuarta vez consecutiva el Premio Nacional de Satisfacción de Clientes Pro Calidad en 2017.

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, lo que se ha hecho extensivo al segmento industrial a través de gas natural por redes, como también a gas natural por PSR, particularmente porque en términos ambientales este combustible ayuda a las industrias a cumplir las normativas vigentes.

Además, se destaca positivamente la adecuada estructura de su deuda financiera, ya que la compañía mantiene un perfil de vencimientos anuales acorde con su generación de flujos, incluso bajo el supuesto de un deterioro significativo en sus márgenes. Con todo, debe señalarse que el vencimiento del año 2026 es similar a la generación de caja actual de la compañía (aunque no se visualizan riesgo de refinanciamiento total o parcial).

Por otra parte, se ha considerado positivamente la reciente modificación al DL 323, de febrero de 2017, lo que permite disponer de un cuerpo normativo que reduce la incertidumbre, al clarificar el tratamiento de las inversiones y la rentabilidad máxima aplicable, así como define los períodos de chequeo regulatorio y el tratamiento de los costos de conversión permitiendo retomar el plan de inversiones de la compañía. Aun cuando, la mayor certeza jurídica permitirá retomar un agresivo plan de inversiones, la clasificación considera que la entrada en vigencia de la nueva normativa podría significar reducciones en la rentabilidad del negocio. Cabe señalar que la clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a **Metrogas** siempre ha incorporado el riesgo regulatorio que puede afectar a la empresa, dada las características de servicio básico que entrega.

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

Desde otra perspectiva, se recoge como elemento adverso la posibilidad de eventos en la planta de Quintero –el principal 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 la demanda básica del segmento residencial y comercial. No obstante, esta última, dado sus costos, significa una baja sustancial en los márgenes de operación. Con todo, se reconoce la baja probabilidad de ocurrencia de este tipo de operación en base a mezcla propano-aire.

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.

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 fidelizada, 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

- Competencia de otras fuentes energéticas (de mediana probabilidad, pero administrable).
- Interrupción de suministro de GNL (de baja probabilidad, pero de impacto severo).
- Niveles futuros de inversión (de mediana probabilidad, pero administrable).
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2017

Durante 2017, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$372.418 millones, lo que representa un aumento de 7,5%, respecto de 2016. Los ingresos provenientes del segmento residencial y comercial aumentaron en 17,9%, alcanzando los \$226.412 millones, mientras que en el segmento industrial las ventas se incrementaron en 16,3%, a \$142.471 millones. Durante este periodo, los ingresos del segmento eléctricas fueron traspasados en su totalidad a la Aprovevisionadora, por lo tanto, cabe señalar que si no contabilizamos los ingresos aportados por el segmento eléctrico en 2016, el crecimiento de los ingresos, en 2017, es de un 16,6%.

El costo de venta, en 2017, finalizó en \$247.657 millones, aumentando un 10,6% respecto al año anterior. Esta alza se produjo por un incremento en el volumen de gas abastecido en los segmentos residencial-comercial e industrial y también por el aumento del precio de los hidrocarburos.

De esta manera, el resultado operacional disminuyó un 2,5%, hasta \$70.291 millones, representando un 18,9% de los ingresos, inferior al 20,8% registrado en 2016, sin embargo, este efecto ocurre por el traspaso de los ingresos del segmento eléctrico a la proveisionadora que se comentó anteriormente.

El EBITDA del ejercicio de 2017 fue de \$95.175 millones, lo que representa un aumento de 2,0% respecto a 2016, debido los planes de expansión y gasificación implementados durante el año 2018. Con todo, el margen EBITDA, como proporción de los ingresos, mostró una baja desde 26,9% en 2016 a 25,6% en 2017.

La utilidad del ejercicio se contrajo un 8,5% totalizando \$ 43.287 millones, explicado principalmente por un mayor gasto por impuesto a las ganancias del año 2017 con respecto al año anterior y el traspaso de del negocio eléctrico.

La deuda financiera de la empresa cerró 2017 en \$ 162.472 millones, lo que significa un caída de 1,9%.

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, calefacción y para agua caliente en hogares y comercios es comparativamente inelástico a precio (salvo que éste muestre un incremento abrupto, lo cual, no se prevé en el corto plazo), principalmente por la facilidad de acceder a un suministro continuo de gas una vez realizada la conexión a la red de la compañía. Esta situación permite que la firma cuente con 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 principal, la Región Metropolitana y la Región del Libertador Bernardo O’Higgins; además, recientemente, ha comenzado las operaciones en la Región de los Lagos (área en que no es operador único). Esto favorece la estabilidad en la relación con sus clientes actuales, quienes, en caso de reconvertirse a otro tipo de combustible, deben incurrir en costos de cambios. Por ejemplo, los artefactos domésticos como cocinas o calefontes 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. Además, se debe agregar que los altos costos de inversión involucrados en la red de distribución, ya realizados por **Metrogas**, hacen poco probable el surgimiento de competencia directa a través de gas por redes. Asimismo, las inversiones ya efectuadas por la compañía dan muy baja viabilidad a que se instale una competencia significativa en el segmento de GN por redes.

Aceptación por los clientes: El servicio de **Metrogas** ha presentado una alta aceptación entre los agentes inmobiliarios y el público, lo que favorece su penetración de mercado en nuevos proyectos de construcción. Durante 2017 el número de clientes residenciales y térmicos⁶ alcanzó

⁶ Corresponde a aquellos clientes abastecidos por una central térmica.

a 690 mil, manteniendo 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.

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 \$19.066 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2017 (igual a \$ 99.340 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 \$107.868 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: **Metrogas** es controlada por Gas Natural Fenosa (*rating* Baa2 en escala global), actor relevante en el sector de gas y electricidad, presente en más de 30 países y con casi 22 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 2017 se aumentó en un 18,7% respecto de 2016) y al petróleo Brent (que en 2017 aumentó un 21,0%). Con todo, dada la baja elasticidad 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. No obstante, la estructura de precios está sujeta a la capacidad de los clientes de sustituir por otras fuentes energéticas.

Niveles futuros de inversión en la red de distribución: La dictación de la reforma al DL 323 la Ley de Gas ha permitido reducir los niveles de incertidumbre en el sector. Lo anterior ha permitido reactivar el plan de inversión, el cual, en 2017 fue de aproximadamente \$50.000 millones financiado en su totalidad con flujo operacional, nivel de inversiones que se espera potenciar en 2018.

El plan de expansión y gasificación contempla un horizonte a 10 años (a partir de 2017) y será desarrollado principalmente en las regiones Metropolitana, VI y X. Sin embargo, el mismo podría presionar la caja de la compañía o incrementar sus niveles de deuda en caso que los niveles de rentabilidad fueren inferiores a los esperados.

Planta de suministro única: La empresa se abastece de gas natural desde el terminal de GNL de Quintero. A pesar de los altos estándares con que opera este terminal, lo anterior no obsta que el suministro de la empresa queda expuesto a cualquier situación que pueda afectar el normal funcionamiento de dicha planta. Es preciso señalar que para la demanda básica del segmento residencial y comercial la Compañía cuenta con sistema de *parking*, a través de GasAndes, y de 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** renegoció su contrato de aprovisionamiento de gas con disposiciones de precio más convenientes para la emisora, y que fue asignado a "Aprovisionadora Global de Energía", estos contratos permiten reducir, 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, y recientemente ha iniciado operaciones en la región de Los Lagos. 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. Con todo, se reconoce que este riesgo podría manifestarse solo en el largo plazo, dado que se requiere incrementar en forma importante los estándares de las redes existentes.

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 febrero de 2017, el Gobierno dictó una reforma al DL 323 la cual contempla la mantención del régimen de libertad tarifaria, pero considera como límite máximo de rentabilidad económica de un 11% para las inversiones existentes, y, luego de una transición de cuatro años, la fija en 9% para las nuevas inversiones. Esta rentabilidad sería supervisada por la Comisión Nacional de Energía (CNE).⁷

Antecedentes generales

Descripción del negocio

Metrogas es una compañía que distribuye gas principalmente dentro de la Región Metropolitana, en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins y en la Región de los Lagos. Para ello cuenta con 5.692 kms. de redes de distribución (que consideran las redes de gas natural y gas ciudad) y contratos de largo plazo de suministro de GNL, además de tener dos sistemas de respaldo en base a propano que permiten cubrir la demanda básica del segmento residencial y comercial de la Región Metropolitana, ubicados en Maipú y Peñalolén.

Inicialmente la estructura del negocio de la compañía implicaba importar gas natural desde Argentina, lo que entre otros aspectos, significó, a fines de la década de los noventa, la construcción de un gasoducto entre los países, la firma de contratos de suministro con proveedores argentinos y la construcción de redes de distribución, básicamente en la región metropolitana. Dado las interrupciones de suministro que se tuvieron desde Argentina, entre

⁷ Esta rentabilidad corresponde al *spread* sobre la tasa de costo de capital, y presenta la siguiente trayectoria:

Promedio 2016-2017:	10,5%
Promedio 2016-2017-2018:	10%
Promedio 2017-2018-2019:	9,5%
Promedio 2018-2019-2020:	9%

2004 y 2010, la sociedad emisora decidió modificar su forma de abastecimiento, utilizando el terminal Quintero y suscribiendo contratos de GNL con BG Group.

Dado lo anterior, 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 básico del segmento residencial y comercial de la Región Metropolitana.

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 que permiten garantizar, un suministro continuo y seguro. Una vez que llegan los barcos, el GNL es re-gasificado en Quintero, terminal que opera 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 altos estándares de operación, seguridad y respaldo. 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 en febrero de 2015 alcanzando una capacidad de almacenamiento de 3,3 millones de metros cúbicos, disponiendo, además, con capacidad de almacenamiento en Electrogas por 800 mil metros cúbicos. Además, se dispone del respaldo de las plantas de propano aire que podrían abastecer la demanda básica del segmento residencial y comercial en la Región metropolitana, aunque incrementando significativamente el costo de explotación.

A fines del 2017 comenzó la distribución de gas natural en la ciudad de Osorno, a través de una nueva PSR (planta satélite de regasificación), logrando comenzar la operación de **Metrogas** para el segmento residencial-comercial de la Región de Los Lagos. Durante el primer semestre de 2018 comenzará la distribución de gas natural en la ciudad de Puerto Montt con la misma tecnología, instalada en esta última ciudad.

Propiedad

Al 31 de diciembre de 2017 la propiedad de **Metrogas** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	% de la propiedad
CGE Gas Natural S.A.	60,17%
Empresas Copec S.A	39,83%
Total	100,0%

A diciembre de 2017 la estructura de propiedad de **Metrogas** se presenta en la siguiente ilustración.

Ilustración 1
Metrogas
Estructura de Propiedad



El directorio de la empresa está formado por cinco miembros:

Nombre	Cargo
Antonio Gallart Gabás	Presidente
Sergio Aranda Moreno	Director
Juan Ignacio Langlois Margozzini	Director
Ricardo Andrés Budinich Diez	Director
Luis Zarauza Quiros	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. No obstante, desde el segundo semestre de 2009 la compañía utiliza GNL, recibido en Chile a través del terminal de GNLQuintero. El acceso a este combustible permitió a **Metrogas** reemplazar el suministro argentino, accediendo a proveedores de todo el mundo: Trinidad y Tobago, Indonesia y Egipto, Estados Unidos, Guinea Ecuatorial, entre otros.

Planta de GNL Quintero

El proyecto de GNL Quintero entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y total en el primer semestre de 2011, y consiste en un terminal en tierra para la recepción del combustible (que es transportado a través de buques-tanque), tres estanques de almacenamiento (con una capacidad total de 330 mil m³ de GNL) y varios vaporizadores para regasificarlo y la red necesaria para posteriormente distribuirlo a través de gasoductos ubicados en la zona central. La inversión total relativa a la construcción y puesta en marcha del terminal de regasificación y el respectivo muelle, alcanzó, en moneda de la época, los US\$ 1.300 millones. La capacidad actual de regasificación del terminal es de 15 millones de m³ de gas natural por día.

La sociedad GNL Quintero S.A. es propiedad de Terminal Bahía de Quintero SpA⁸ (10,4%), Terminal de Valparaíso⁹ (40%), OMERS Infrastructures Holdings II SpA (29,6%) y ENAP (20%). De esta manera, Enagás es el accionista mayoritario, con una participación de 45,4% de la sociedad.

Desde el 1º de junio de 2016 **Metrogas** cuenta con un contrato de abastecimiento continuo a través de Aprovechadora Global de Energía S.A., quien tiene un contrato con GNL Chile para el abastecimiento de gas con su proveedor BG, lo que permite abastecerse de GNL desde diversas partes del mundo.

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

⁸ Propiedad, a su vez, de 51,9% de Enagás y 48,1% de OMERS.

⁹ Propiedad, a su vez, de 100% de Enagás.

inmobiliarios. A diciembre de 2017, los clientes abastecidos por **Metrogas** alcanzan los 690 mil clientes, un incremento de 5,1% respecto de diciembre de 2016.

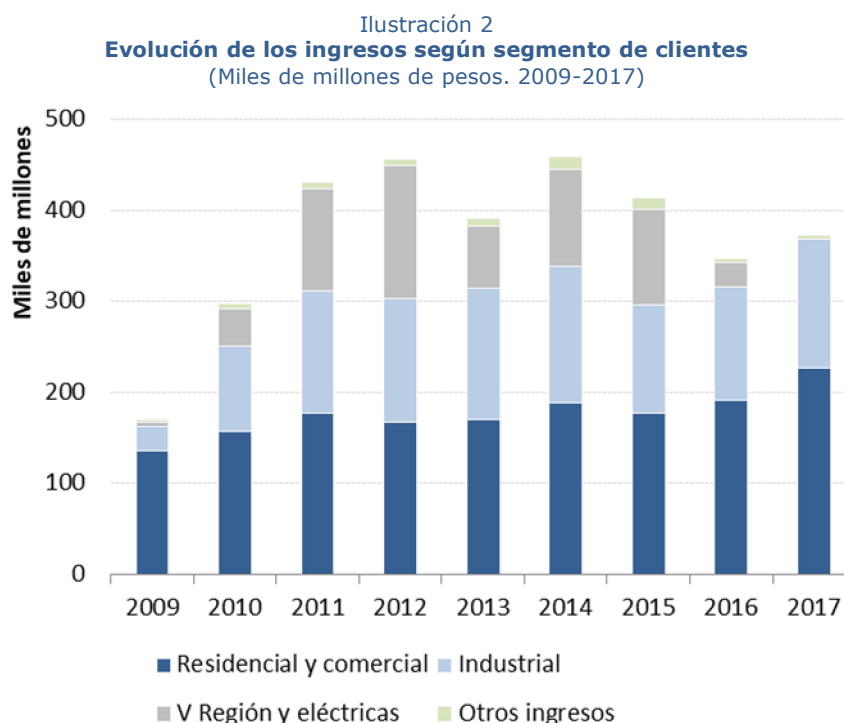
Cientes comerciales

Conformado por establecimientos comerciales y de servicio. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas y centros comerciales, entre otros.

Cientes industriales

Conformado por empresas medianas y grandes, abastecidas por Metrogas a través de redes soterradas, en las regiones Metropolitana y Sexta y a través del sistema GNL Móvil en regiones que no cuentan con estas redes; y comprenden principalmente los rubros agrícola, metalúrgicos, farmacéuticos, papeleros y cristalería.

Durante 2017, un 60,8% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales y un 38,3% de clientes industriales, tal como se muestra en la Ilustración 2.



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 2017, ha promediado un 6,6% anual; de la misma forma los ingresos del segmento industrial, que a partir

de 2011 presentan una base bastante estable, han tenido un crecimiento promedio de 23,0% anual en el mismo período. A partir del segundo trimestre de 2016 las ventas a eléctricas son canalizadas a través de “Aprovisionadora Global de Energía”, o su filial.

Otros negocios

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, correspondiente al 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.

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.

Cabe señalar que estos negocios se consideran dentro de los ingresos industriales.

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2017.

Evolución de los ingresos y EBITDA

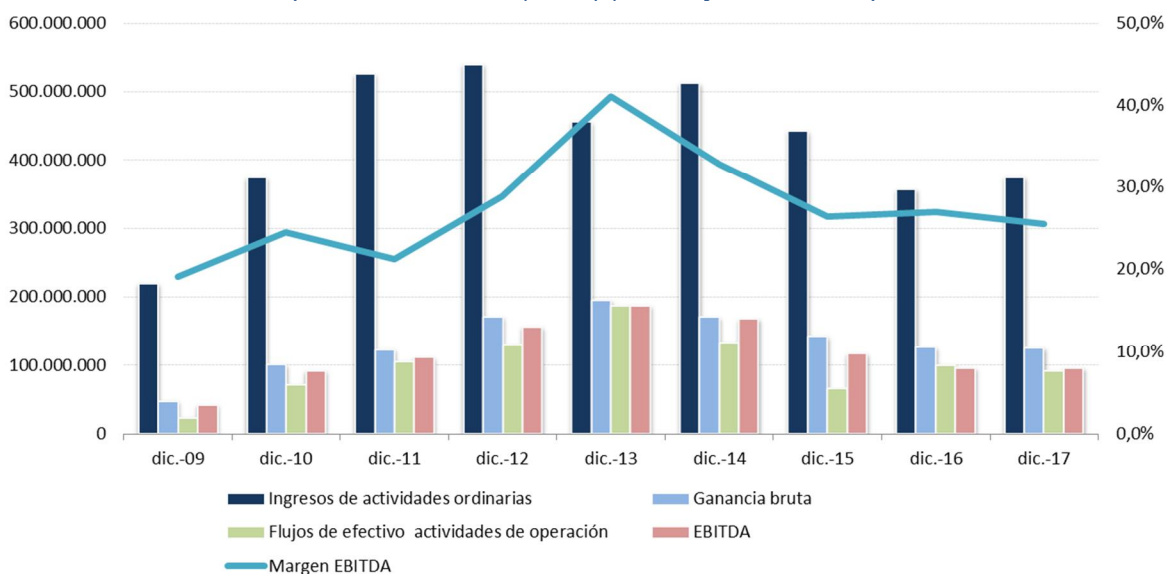
Los ingresos de **Metrogas** durante 2017 fueron de \$374.589 millones, lo que representa un aumento de 5,1% respecto del mismo periodo de 2016. Por su parte, el EBITDA de la compañía experimentó una disminución de 0,5% hasta los \$95.722 millones; mientras que el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹⁰ se situó en \$99.340 millones.¹¹

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 30,6% 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 3. En lo más reciente, sin embargo, el margen ha caído debido a la escisión de las ventas a las compañías eléctricas, así como un menor nivel de tarifas aplicadas.

¹⁰ 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.

¹¹ Para una descripción más en detalle de este indicador, véase: <http://www.humphreys.cl/resources/uploads/2015-04/ft-fclp-abril-2015.pdf>.

Ilustración 3
Evolución de los ingresos, Ganancia Bruta, EBITDA y margen EBITDA
 (Miles de millones de pesos y porcentajes. 2012-2017)



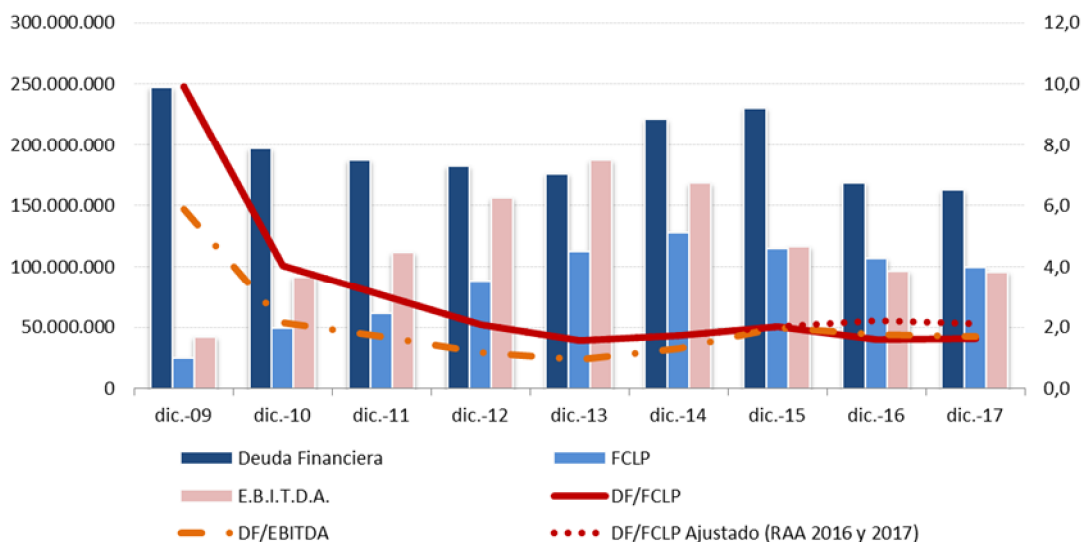
Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

A diciembre de 2017, la deuda financiera de **Metrogas** cayó un 3,7% a \$162.472 millones, la que en un 92,3% corresponde a bonos y el 7,7%, restante, a deuda bancaria. La caída de la deuda financiera se debe principalmente a la disminución de la deuda a corto plazo compensada en menor medida por un aumento de la deuda de largo plazo.

Se observa en la Ilustración 4 que, a diciembre de 2017, la deuda financiera en relación al EBITDA creció desde 0,9 veces, en 2013, a 2,0 veces en 2015, para posteriormente reducirse a 1,7 veces en el ejercicio finalizado en diciembre de 2017.

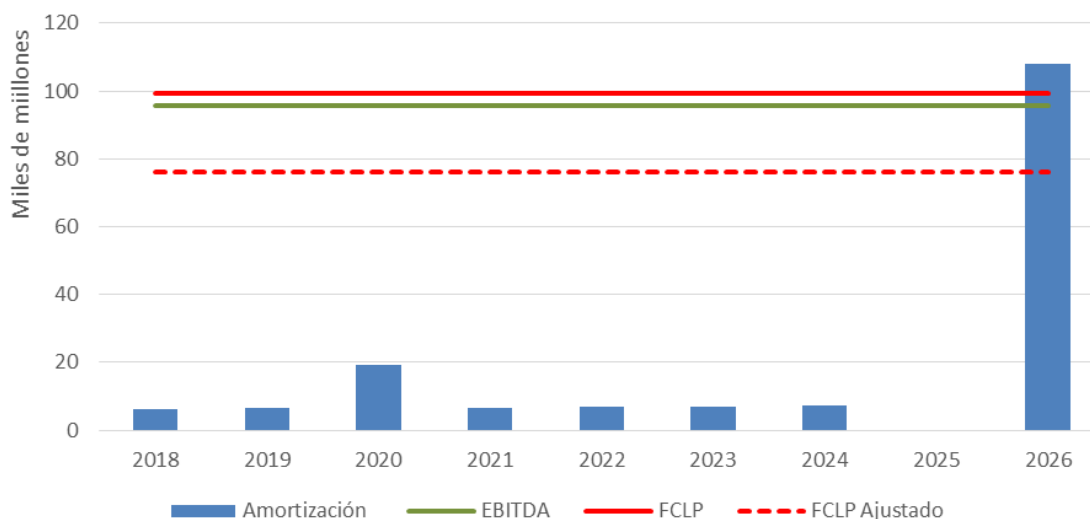
De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador creció desde las 1,6 veces, en 2013, a 2,0 veces en 2015, para reducirse a 1,6 veces en 2017. Para el cálculo de este indicador se estima una rentabilidad de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas. Sin embargo, debido a los cambios relacionados con la escisión de los negocios no concesionados, podría considerarse la rentabilidad de los activos más reciente como representativa de su valor de largo plazo. En ese caso, el indicador Deuda Financiera/FCLP se incrementa a 2,1. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

Ilustración 4
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (M\$. 2009-2016)



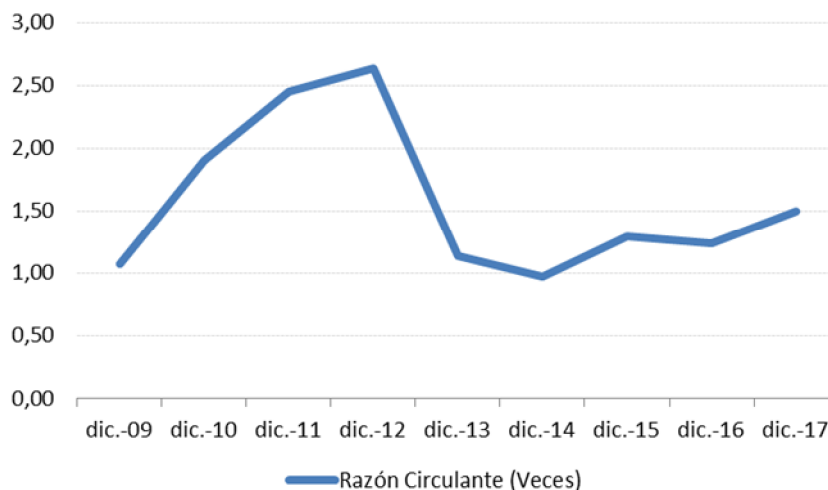
Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año el máximo pago anual se produce en 2020 y alcanza, por concepto de amortización, a los \$19.066 millones, lo que representa, aproximadamente, un 19,9% del EBITDA de 2017 y un 19,2% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$107.868 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 80,8% del FCLP.

Ilustración 5
Evolución del perfil de vencimientos
 (Miles de millones de pesos. 2018-2026)



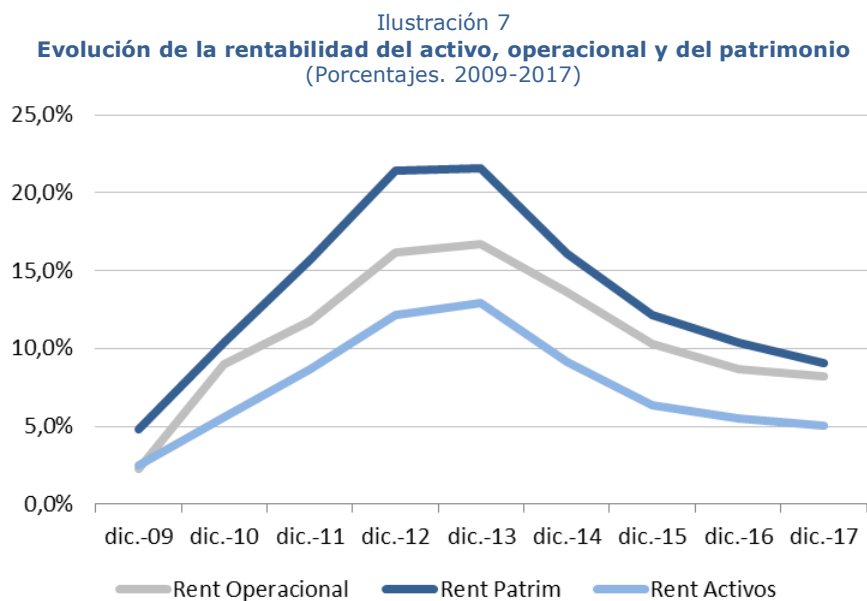
En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, ésta se ha deteriorado desde los valores de 2,63 registrados en 2012. No obstante, en los períodos más recientes ha mostrado una tendencia al alza, registrando en 2017, un valor igual a 1,50 veces, superior a lo obtenido en 2016, cuando alcanzaba 1,24 veces.

Ilustración 6
Evolución de la razón circulante
 (Veces. 2009-2017)



Evolución de la rentabilidad¹²

Con posterioridad a 2013, hasta donde se observó una tendencia al alza, los indicadores de rentabilidad, tanto de activos como de patrimonio, han mostrado una tendencia decreciente, tal como se aprecia en la Ilustración 7, debido a los mayores costos por la compra y transporte de gas, así como las restricciones a las tarifas máximas aplicables al negocio concesionado.



Instrumentos de deuda

A diciembre de 2017 **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

¹² 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.

- Bono Series D1-D2

- Fecha colocación:	Agosto 2001
- Monto colocado:	UF 4.000.000
- Tasa de carátula:	6,50%
- Vencimiento:	Junio 2026

- Bono Serie F

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

- 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 2017 este *covenant* se encuentra en cumplimiento con un valor de 10,50 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 2017, este *covenant* se cumple con un valor de 0,92 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 Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."