

Clasificación Metrogas: Un Enfoque de Mediano y Largo Plazo

Riesgos de Metrogas

Dentro de los principales riesgos que afectan a Metrogas, **Humphreys** identificó los riesgos de abastecimiento y de variabilidad en los márgenes de distribución. El primer caso está dado por la irregularidad del suministro de gas natural desde Argentina y por los riesgos asociados a la puesta en marcha de la planta de gas natural licuado (GNL) de Quintero (con todo se puede esperar, asumiendo un retraso de un año en el proyecto de GNL, que la situación se regularice parcialmente el 2010 y totalmente el 2011). El segundo caso deriva de los impuestos que Argentina ha establecido a la venta de gas natural y por la volatilidad del precio de GNL (en todo caso, mitigado por la capacidad del emisor de traspasar los mayores costos a precio final). Como atenuante a los riesgos anteriormente mencionados, se tiene que a la fecha la construcción del proyecto GNL de Quintero ha avanzado de acuerdo a lo presupuestado, y que el impuesto específico que aplica Argentina al gas natural tiene una alta probabilidad de volver en el mes de octubre al nivel exhibido a comienzos del presente año (debido a la partida del barco de GNL que se encontraba en Bahía Blanca).

Asignación de la Categoría de Riesgo

Entre otros aspectos, el análisis de **Humphreys** para la asignación de la categoría de riesgo a los bonos de Metrogas, actualmente en *Categoría A+*, incluye un enfoque de largo plazo y otro de mediano plazo¹. El primero de ello implica evaluar la viabilidad de largo plazo de la empresa la cual depende, principalmente, de los márgenes del negocio de GNL. El mediano plazo está centrado en determinar la capacidad de respuesta de la empresa ante un escenario de interrupción del suministro de gas natural desde Argentina, agravado por un eventual retraso en la puesta en marcha de la planta de Quintero.

La clasificación en "*Categoría A+*" refleja la opinión de **Humphreys** en cuanto a que el proyecto de la planta de gas natural licuado, más allá de los riesgo de sobre-plazo y de los sobre-costos propios de todo proyecto, permiten presumir razonablemente que el emisor estará en condiciones de cumplir con las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos de deuda. Asimismo, se estiman que existen los incentivos económicos para responder satisfactoriamente a las adversidades particulares que amenazan el mediano plazo. Obviamente, la categoría asignada recoge la incertidumbre en los márgenes definitivos del negocio y, por ende, en la incertidumbre respecto a las holguras de caja de la empresa, no así en su capacidad para dar cumplimiento al pago de la deuda.

El Largo Plazo (Incluyendo un Escenario Muy Pesimista)

De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, bajo un análisis altamente conservador, la sociedad emisora mantendría un Ebitda en torno a los 42 millones de dólares hasta el año 2010 (supone que el GNL llega a un costo equivalente de US\$/MMBTU 20; la empresa mantiene los precios a clientes comerciales y residenciales [Rescom] vigentes a agosto; en promedio se vende un millón de metros cúbicos diarios, tanto a residenciales como industriales; y el precio a estos últimos es 16% inferior en relación con las tarifas a Rescom). Considerando que los pasivos financieros de la empresa ascienden a US\$ 390 millones, la relación entre deuda financiera y Ebitda sería cercana a 9,33 veces (estrés extremo). No obstante que el indicador es comparativamente elevado, se debe tener en consideración que los pagos anuales por servicio de la deuda no superan los US\$ 25 millones.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante consignar que a julio del 2008 el índice Henry Hub ascendía US\$/MMBTU 11,06. Si se asume que el GNL llega con un recargo del 50% en relación con el indicador (escenario más realista), el Ebitda de Metrogas se incrementaría a aproximadamente US\$ 130 millones anuales, dejando la relación deuda financiera sobre Ebitda en 3,0 veces (obviamente, mejores condiciones de costos podrían influir en la política de precios de la empresa).

Pero dentro de los elementos de largo plazo se debe incluir: i) se estima que la empresa, en caso extremo, puede adoptar una política de precios por sobre el gas licuado sin necesariamente tener un efecto en sus ventas (precios superiores en 5% podrían aumentar el Ebitda anual en torno a los 62 millones de dólares); ii) a futuro el Ebitda debiera crecer por el incremento natural de las ventas; iii) los acuerdos de suministro ligan las condiciones de venta al precio del petróleo (manteniendo la competitividad del GNL respecto a ese insumo) y; iv) el GNL es marcadamente menos contaminante que el petróleo.

Hechos Recientes

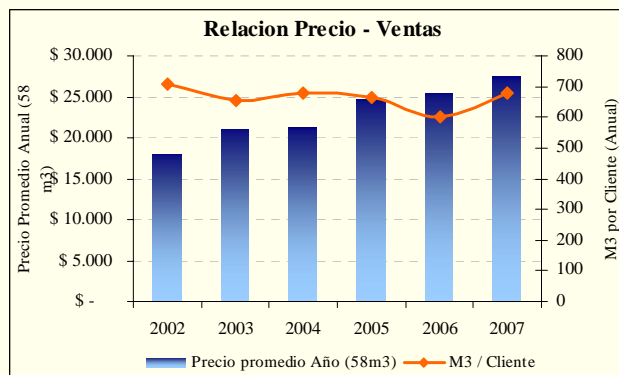
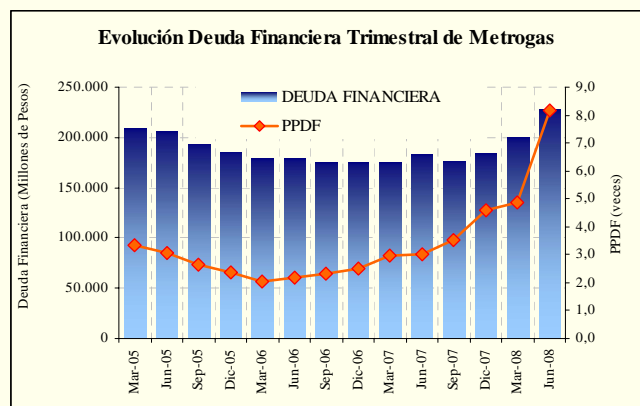
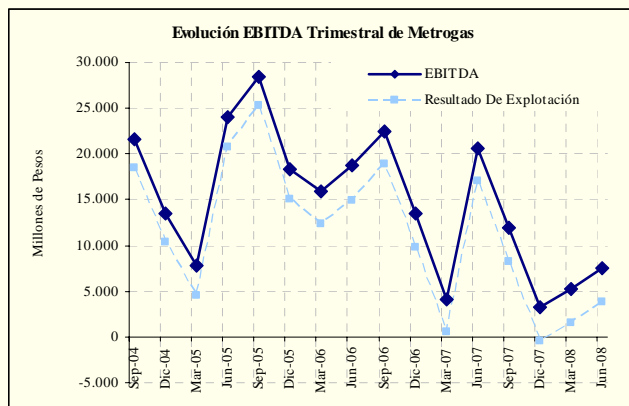
A la inseguridad del suministro, a la fecha se han sumado los impuestos especiales aplicados por el gobierno Argentino a las exportaciones de gas natural. El impuesto que durante el primer semestre fue de US\$ 7,8 por MMBTU se incrementó a US 15,9 en julio y a US\$ 17,23 en agosto, llevando el costo del insumo por MMBTU a US 20 y US\$ 22, respectivamente (este último muy similar, incluso al costo asociado a operar con las plantas de respaldo de propano aire). Como reacción la empresa incrementó sus tarifas. A agosto de 2008, éstas son superiores en 17% en relación con el promedio del primer semestre y 54% mayores a las existentes a igual mes del año 2007.

¹ La perspectiva de la clasificación de riesgo está en función en el pago de la deuda de la empresa y no en el retorno de la inversión de los accionistas.

El Mediano Plazo

En opinión de **Humphreys**, el peor escenario en el mediano plazo, aunque con bajo porcentaje de probabilidad implicaría corte total del suministro desde Argentina y aplazamiento del proyecto de Quintero en un año. Para los años 2009 y 2010 la empresa tiene obligaciones financieras del orden de los 68 millones de dólares. En opinión de **Humphreys**, la empresa podría responder a sus obligaciones por cuanto: i) las ventas de propano aire permitirían mantener el servicio (las obras de la planta de respaldo propano-aire ubicada en Peñalolén ya se encuentran finalizadas, lo que asegura en un 100% el suministro a los clientes Rescom); ii) aun cuando en dichos años la sociedad no arrojaría flujos de caja positivos, la viabilidad de largo plazo del negocio de GNL permite presumir razonablemente capacidad de acceso a fuentes de financiamiento vía deuda bancaria, créditos relacionados y/o incrementos de capital); iii) las inversiones originales de Metrogas se rentabilizan en el largo plazo, lo cual crea estímulos económicos a sus accionistas para no interrumpir la continuidad de las operaciones; y iv) el grupo controlador tiene una fuerte presencia en el mercado de valores y financiero local, por lo tanto se presume que existen los incentivos necesarios para que los controladores apoyen sus inversiones en un evento de iliquidez, en especial si se considera que se trata de empresas viables, que conforman un grupo de prestigio a nivel nacional y con buen acceso al mercado financiero.

Antecedentes Cuantitativos



Si bien los indicadores de Resultado de Explotación y Ebitda muestran un deterioro importante en comparación a la misma fecha del año 2007 y 2006, ello se explica principalmente por los mayores costos que ha debido enfrentar la compañía (generación a través de plantas de propano-aire) y al menor suministro de gas, lo que ha imposibilitado a la empresa de vender gas natural a sus clientes industriales. La actual situación sin embargo, permite afrontar las obligaciones financieras de manera adecuada, dado la estructura de largo plazo que posee el perfil de deuda de Metrogas. Otro aspecto importante, es la baja elasticidad-precio que tiene la demanda por gas natural, manteniendo un consumo promedio por cliente en torno a los 700 m³ al año, mientras que el precio del mismo ha aumentado de manera sostenida en comparación con el año 2002.

Nota: Para obtener más información de esta clasificación de riesgo se puede contactar con **Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.**, Analista: Andrés Silva P., Fono: 204 72 93, andres.silva@humphreys.cl.