

Metrogas S.A.

Octubre de 2009

Categoría de Riesgo y Contacto

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Línea efecto de comercio	"Categoría Nivel 1/A+"	Gerente a cargo	Aldo Reyes D.
Tendencia	En observación	Analista	Andrés Silva P.
Otros instrumentos		Teléfono	56-2-433 5200
Bonos	Categoría A+	Fax	56-2-433 5201
		Correo electrónico	ratings@humphreys.cl
EEFF base	30 de junio de 2009	Sitio web	www.humphreys.cl
		Tipo de reseña	Nueva clasificación

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Metrogas distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana. En el pasado la empresa distribuía gas natural que era transportado desde la cuenca de Neuquén en Argentina a través del gasoducto Centro-Oeste y de GasAndes S.A.; sin embargo, producto de la debilidad del abastecimiento tuvo que operar, en forma más que excepcional, con las plantas de respaldo de propano aire. Hoy la compañía ha comenzado a abastecerse de gas natural licuado (GNL) a través del Terminal Quintero.

A la fecha de clasificación la empresa genera ingresos anuales del orden de los US\$ 329 millones (2008), atendiendo a aproximadamente 451 mil clientes, mayoritariamente residenciales y comerciales. Con la llegada del GNL se espera incrementar la participación de los clientes industriales.

La principal fortaleza de **Metrogas S.A.**, que sirven como fundamento para la calificación de la línea de efecto de comercio en **"Categoría Nivel 1/A+"**, dice relación con la demanda asociada al segmento residencial y comercial, principal línea de negocio para la empresa en cuanto a margen de contribución. En general, esta demanda, descontado la volatilidad del consumo para calefacción en invierno, es relativamente estable en el tiempo y tiende a asimilar las

características de un bien de primera necesidad. Por otra parte, el costo que deben asumir los clientes por cambiarse a otros tipos de combustibles alternativos favorece la posición de la empresa dentro de su industria por cuanto le permite disponer de ingresos relativamente estables en el segmento residencial. Esto debiese mantenerse en la media que el GNL continúe siendo un producto competitivo en términos de precio.

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, lo que representa una importante barrera de entrada al negocio por parte de nuevos competidores. Lo anterior se suma al posicionamiento de marca alcanzado por la compañía durante sus doce años de existencia. Adicionalmente, la red permite el suministro continuo de gas, siendo una característica del servicio que lo destaca en relación con el gas licuado en cilindro.

La clasificación de riesgo también incorpora como elemento positivo los resultados del esfuerzo comercial de la empresa lo cual queda de manifiesto en el persistente crecimiento de su base de clientes, incluso bajo el período de crisis asociado a los problemas de abastecimiento.

Además, se destaca positivamente la adecuada estructura de deuda financiera, ya que la compañía mantiene una estructura de pagos, en términos de plazos, acorde con su generación de flujos, incluso bajo el supuesto de un deterioro significativo en sus márgenes (situación que sucedió en los años recientes).

También es importante destacar que, dado el carácter conservador de la clasificadora, el proceso de evaluación considera el valor total de la línea de efecto de comercio inscrita, el cual alcanza el UF 1 millón. A su vez, la categoría de riesgo recoge el hecho que en la actualidad **Metrogas** mantiene en el sistema financiero líneas de créditos disponibles por un monto superior al máximo a emitir con cargo a la línea de efectos de comercio.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída fundamentalmente por razón de que, dado la deficiencia del suministro de gas natural desde Argentina, las operaciones del emisor dependerán del abastecimiento del GNL (Terminal de Quintero), no existiendo antecedentes históricos respecto a los márgenes por la distribución de dicho insumo. En este sentido, será relevante observar en la práctica la capacidad del emisor para traspasar la variabilidad del costo al precio de venta, el cual, necesariamente, estará condicionado por el precio de los combustibles sustitutos, también dependientes del precio del petróleo. Igualmente será importante verificar el éxito de **Metrogas** en reincorporar a los clientes industriales.

Otros factores de riesgo son los posibles cambios en la legislación del sector y los riesgos tecnológicos derivados de la aparición de nuevas tecnologías que sustituyen al gas, a un precio más competitivo. Si bien históricamente los *commodities* de energía se han movido en direcciones similares, manteniendo constantes sus relaciones de precio, durante el 2009 se ha observado un desacoplamiento en el precio del butano (materia prima del Gas licuado) lo que ha repercutido negativamente en los márgenes de **Metrogas**.

También la clasificación recoge como elemento adverso la posibilidad de eventos en la planta de Quintero que afecten e interrumpan el suministro del GNL. Con todo, se reconoce que la empresa dispone de plantas de respaldo, de propano aire, para cubrir el 100% de la demanda del segmento residencial y comercial; no obstante, dicha situación implica un aumento significativo en los costos y, por ende, una baja substancial en los márgenes de operación.

Las perspectivas de la clasificación se estiman "*En Observación*"¹, debido a que es necesario evaluar en el mediano plazo el real impacto que tendrá la entrada en vigencia de la Planta de Gas Natural en Quintero. En la práctica, es necesario evaluar los nuevos márgenes que sostendrá la compañía frente a este nuevo escenario, así como la capacidad de **Metrogas** de retomar los contratos con clientes industriales registrados previo a los cortes de suministro de gas natural por parte de Argentina.

En el mediano plazo la clasificación de riesgo de los títulos podría verse mejorada en la medida que los márgenes absolutos de la empresa crezcan significativamente, en relación con los exhibidos en los años recientes, de manera de alcanzar una holgada relación entre pasivos financieros y flujo de caja de largo plazo.

Para la mantención de la clasificación se espera que los planes de inversión del emisor no conlleven a un aumento significativo en los niveles de deuda relativa, así como el precio del Gas Natural llegue a precio competitivo a través del proyecto de GNL. También se asume que existirá continuidad en las líneas de créditos disponibles por parte de la banca.

¹ Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Definición categoría de riesgo

Categoría Nivel 1

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.

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente 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.

Oportunidades y fortalezas

Características Demanda Residencial Comercial: El consumo asociado principalmente al uso de cocinas, calderas y *calefons* es comparativamente inelástico (salvo algún incremento abrupto en el precio). Esta situación permite que la compañía cuente con un "piso" de venta relativamente estable, independiente de la coyuntura económica del momento,

Aceptabilidad de los Clientes: El servicio de Metrogas ha mostrado presentar una alta aceptabilidad entre los agentes inmobiliarios lo cual favorece su penetración de mercado. Así, entre los años 2003 y 2008, con crisis de abastecimiento de por medio, la empresa creció desde cerca de 250.000 a más de 430.000 clientes.

Posición de Mercado: Si bien existen combustibles alternativos en el segmento en que la empresa compite, como el gas licuado de petróleo, la empresa es el único distribuidor de Gas Natural en su área de operación. Esto, favorece que la empresa mantenga la relación existente con sus clientes actuales, ya que tienen un costo asociado al cambio a otro tipo de combustibles (aun cuando en el largo plazo podría observarse un mayor grado de sustitución). Asimismo, la compañía ha puesto especial énfasis en mantener altos estándares de calidad de servicios, donde la prioridad ha sido asegurar en un 100% el suministro residencial de gas natural,

objetivo que se ha cumplido a través de las plantas de respaldo de la compañía durante el período de problemas de abastecimiento argentino.

Inversión en Red de Distribución: Los altos niveles de inversión en la red de distribución acumulados (aproximadamente US\$ 900 millones desde el inicio del proyecto en 1996 hasta diciembre de 2008) constituyen una importante barrera de entrada. Al mismo tiempo hay que mencionar que para los años siguientes, los niveles de inversión ya no son tan importantes.

Factores de riesgo

Incertidumbre por Nueva Estructura de Costos: Si bien el proyecto de GNL disminuirá el riesgo de falta de suministro, el costo que enfrentará la compañía será distinto al actual. Asimismo, el formato de compra también cambiará debido a que **Metrogas** deberá efectuar sus pedidos de gas con antelación, por lo que quedara expuesto ante cambios puntuales en la demanda o fluctuaciones en los precios de los bienes sustitutos.

Disponibilidad de Suministro: Si bien el terminal de GNL de Quintero viene a solucionar el problema de abastecimiento de gas natural desde Argentina, el suministro de la empresa queda expuesto a cualquier situación que pueda afectar el normal funcionamiento de la planta de Quintero. Con todo, es preciso señalar que el abastecimiento a los clientes residenciales está garantizado a través de dos plantas de propano aire.

Cambios en la Legislación: 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 posee concesión en la Región Metropolitana. La legislación chilena de gas por redes no contempla el acceso a terceros a las redes de un concesionario -salvo 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 redes de distribución (sistema abierto de distribución), lo cual 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, situación a la que no ha llegado hasta la fecha.

Riesgo Tecnológico: Todo avance tecnológico que favorezca el uso de combustibles alternativos, en particular de bajo precio, se presenta como un riesgo potencial para Metrogas.

No obstante, se estima poco probable que un riesgo de este tipo se manifieste en el mediano plazo.

Proyecto GNL Quintero

Producto de las restricciones del gas natural provenientes desde Argentina la empresa tomó medidas para asegurar el abastecimiento a sus clientes, tanto para el mediano plazo como para el largo plazo.

Una solución de largo plazo y definitiva es el proyecto de Gas Natural Licuado (GNL) localizado en Quintero, que entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y lo hará de manera total el año 2010. Este proyecto consideró la instalación de un terminal marítimo para recibir el GNL que transportan buques-tanque, 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., en que participan como socios BG Group con un 40%, Enap, Endesa Chile y Metrogas, con un 20% cada uno. Esta sociedad es la dueña de los activos, incluido el Terminal de Quintero.

La sociedad GNL Chile, en la cual participan Enap, Endesa Chile y Metrogas en partes iguales, se creó para armar el proyecto y hacer los estudios necesarios. Actualmente la misma sociedad es la encargada de administrar los contratos de suministro de GNL y de comercializar el gas provisto inicialmente por BG y procesado por GNL Quintero S.A.

La capacidad inicial del terminal de regasificación será de 10 millones de m³ de gas natural por día. Los contratos finales de ingeniería, construcción, montaje y puesta en marcha de la planta de Quintero fueron firmados con la empresa norteamericana *Chicago Bridge and Iron (CB&I)* bajo un sistema de "llave en mano". Considerando el costo de los contratos antes mencionados y otros costos del proyecto, se estima que la inversión total en el proyecto GNL, relativa a la construcción y puesta en marcha de regasificación y el respectivo muelle, podrían alcanzar los US\$ 1.300 millones. Para esto se obtuvo aproximadamente US\$1.100 millones de financiamiento internacional de largo plazo tipo "*project financing*" (lo que implica que el crédito es garantizado con los flujos del proyecto) suscrito con Banesto, BBVA, Calyon, Fortis, ING, Intesa SanPaolo, Mizuho, Santander, West LB y filiales de BG Group, mientras que el resto se financiaría con aportes de los socios accionistas (entre ellos Metrogas).

Cifras relevantes

En términos de ingresos, a junio de 2009, la compañía registró \$ 67.959 millones, lo que representa una variación en términos reales de -5,9% respecto al mismo semestre del año 2008. Por su parte, sus costos de explotación a junio de 2009 alcanzaron \$ 50.133 millones, lo que significó una disminución del 11,9% real en relación a al mismo mes del año 2008. En términos relativos, los costos sobre ingresos bajaron de 79% a 74%, lo que se explica fundamentalmente por el menor costo de explotación gracias al menor uso de las plantas de respaldo, sumado a un menor costo del petróleo.

La deuda financiera de la compañía a junio de 2009 alcanza \$ 203.413 millones lo que representa una variación de 0,1% al compararlo diciembre de 2008. La deuda corresponde en 10% a compromisos con vencimiento en el corto plazo.

Características de la nueva línea de efectos de comercio

La nueva línea de efectos de comercio tiene un plazo de 10 años y un monto de UF 1 millón. Las emisiones pueden ser efectuadas en pesos, unidades de fomento o dólares. En cuanto al uso de los fondos, las escrituras definen que serán utilizados en pagos o prepagos de deuda financiera y/o uso de capital de trabajo. No obstante lo anterior, el análisis de **Humphreys** ha sido realizado bajo el escenario de que las eventuales emisiones serán utilizadas para el prepago de deuda financiera, por lo que no implican deuda adicional.

Actuales títulos de deuda

A la fecha, Metrogas tiene 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 |
| - Valor par (agosto 2009): | UF 977.465 |

- **Bono Series D1-D2**

- Fecha colocación:	Agosto 2001
- Monto colocado:	UF 4.000.000
- Tasa de carátula:	6,50%
- Vencimiento:	Junio 2026
- Valor par (agosto 2009):	UF 4.063.977

- **Bono Serie F**

- Fecha colocación:	Octubre 2003
- Monto colocado:	UF 2.500.000
- Tasa de carátula:	6,00%
- Vencimiento:	Agosto 2024
- Valor par (agosto 2009):	UF 2.512.050

"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"