

## **Metrogas S.A.**

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Laura Ponce  
Paula Acuña  
Aldo Reyes  
laura.ponce@humphreys.cl  
paula.acuna@humphreys.cl  
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA  
Mayo 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	<b>AA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2023 <sup>1</sup>

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Series B1 (BMGAS-B1) y B2 (BMGAS-B2)	N° 217 de 22.10.1999
Bonos Series D1 (BMGAS-D1) y D2 (BMGAS-D2)	N° 259 de 11.07.2001
Bono Serie F (BMGAS-F)	N° 344 de 09.10.2003

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM \$	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos de actividades ordinarias	428.143	413.006	384.615	487.411	644.894	110.668
Costo de ventas	-299.408	-284.115	-247.520	-354.208	-649.596	-96.698
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>128.735</b>	<b>128.891</b>	<b>137.095</b>	<b>133.203</b>	<b>-4.702</b>	<b>13.970</b>
Gastos de administración	-46.333	-47.236	-43.760	-41.250	-52.576	-13.757
<b>Resultado operacional</b>	<b>73.476</b>	<b>79.817</b>	<b>89.634</b>	<b>86.971</b>	<b>-184.185</b>	<b>157</b>
Costos financieros	-11.520	-13.597	-15.990	-14.308	-95.732	-7.179
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>42.882</b>	<b>46.287</b>	<b>52.193</b>	<b>46.850</b>	<b>-203.877</b>	<b>10.267</b>
EBITDA	105.091	106.972	117.105	118.318	-29.073	8.938

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2022. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2023, 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.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM \$	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos Corrientes	76.261	73.468	110.456	107.654	131.286	134.536
Activos No Corrientes	827.607	851.444	977.027	974.432	1.207.287	1.206.297
<b>Total Activos</b>	<b>903.867</b>	<b>924.912</b>	<b>1.087.483</b>	<b>1.082.087</b>	<b>1.338.573</b>	<b>1.340.834</b>
Pasivos Corrientes	70.310	68.326	100.825	101.209	127.972	151.016
Pasivos No Corrientes	364.216	400.626	438.001	449.295	714.105	683.110
Pasivos Totales	434.526	468.953	538.826	550.504	842.077	834.126
Patrimonio total	469.342	455.960	548.657	531.583	496.496	506.707
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>903.867</b>	<b>924.912</b>	<b>1.087.483</b>	<b>1.082.087</b>	<b>1.338.573</b>	<b>1.340.834</b>
Deuda Financiera	196.119	243.355	261.598	264.218	282.702	281.425

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Metrogas S.A. (Metrogas)** distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de las regiones Metropolitana, O'Higgins y de Los Lagos. 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, y en menor medida con gas natural argentino, donde es regasificado y enviado, ya sea, a través de gasoductos o camiones, para su distribución.

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

Durante 2022, la empresa generó ingresos por \$ 644.894 millones. El EBITDA de la compañía, al cierre de 2022, fue negativo y de aproximadamente \$ 29.073 millones, principalmente, por el alza en los costos debido a las provisiones del juicio con TGN, si no se considera este efecto, que no es un desembolso, el EBITDA alcanzaría 76.941 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a \$ 282.703 millones. De ella, un 51,8% corresponde a bonos y 48,2% a deuda bancaria. A marzo de 2023, los ingresos alcanzaron los 110.668 millones y la deuda financiera los \$ 281.425 millones.

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, en la práctica la conveniencia tarifaria y el suministro continuo desincentiva en cierto grado la conversión.

Otro atributo que favorece la clasificación de los títulos de deuda es el alto nivel de inversión realizado en su red de distribución, especialmente en la Región Metropolitana y Región del Libertador Bernardo O'Higgins, lo que haría poco probable la entrada al negocio de nuevos competidores de gas natural por red en esta zona, aun cuando la concesión no es exclusiva. Con todo, la compañía mantiene una política de precios competitivos, 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.

Adicionalmente, la red de gas natural permite el suministro continuo, 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 la tendencia al 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 (Planta Satélite de Regasificación), 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, al menos para el período en curso y los próximos dos años, ya que la compañía mantiene un perfil de vencimientos anuales acorde con su generación de flujos<sup>23</sup>. En cuanto a los préstamos estructurados como *bullet* con vencimiento en 2026, se estima que no habría dificultades para su refinanciamiento, en particular si se considera que el flujo generado por la compañía es bastante cercano al monto del vencimiento y, probablemente, podrían incrementarse si aumentan sus ingresos y/o mejora sus márgenes.

Por otra parte, la reforma al DL 323 la Ley de Gas permite disponer de un cuerpo normativo que reduce la incertidumbre de años anteriores en el sector lo que ha permitido a la compañía retomar su plan de inversiones a partir de 2017. No obstante, el ingreso del proyecto de ley corta de gas natural que permite rebajar la rentabilidad de compañía genera ciertos grados de incertidumbre, lo que puede frenar los planes de inversión en los próximos periodos. 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.

---

<sup>2</sup> Sin considerar provisiones.

<sup>3</sup> La holgura era superior en años anteriores, pero este año se vio un deterioro en sus márgenes. Aun así logra cubrir sus vencimientos con sus flujos.

Desde otra perspectiva, se recoge como elemento adverso la posibilidad de eventos en el terminal de regasificación de GNL Quintero que afecten e interrumpan el suministro del GNL. Con todo, se reconoce que la operación de este terminal se realiza de acuerdo con 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 en GasAndes y Electrogas, sumado a esto cuenta con dos plantas de respaldo, 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 (sin perjuicio que siempre es posible de traspasar a precio los mayores costos).

Por otro lado, se reconoce el hecho de que el avance tecnológico hacia nuevas fuentes de energía pueda afectar la rentabilidad de la compañía.

La perspectiva para la clasificación de la compañía se califica "*Estable*", considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar su capacidad de pago y la liquidez de estos títulos, en el corto plazo. En 2022 se empezó el levantamiento de una estrategia de sostenibilidad, la que definirá el marco para implementar las variables ESG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo) en las actividades de **Metrogas**.

Respecto al pago que debiese efectuar el emisor a TGN (sentencia por demanda de indemnización de daños y perjuicios), en opinión de **Humphreys**, podría conllevar a un aumento en su endeudamiento, pero no debiese afectar la capacidad de pago de la compañía, al menos en niveles que ameritasen un cambio en la categoría de riesgo<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> *Ceteris paribus*.

### Resumen Fundamentos Clasificación

**Fortalezas centrales**

- Fortaleza de la generación de EBITDA.
- Demanda fidelizada, con precios competitivos.
- Existencia de barreras de entrada.

**Fortalezas complementarias**

- Bajo incentivo 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 para el mediano plazo.
- Bien asimilable a los de primera necesidad.

**Fortalezas de apoyo**

- Insumo de baja contaminación comparativa.
- Controlador y accionistas con amplia experiencia en el mercado del gas.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.

**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).
- Planta de suministro única.
- Volatilidad precio de *commodities*.
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2022

Durante 2022, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 644.894 millones, lo que representa un aumento de 32,3%, respecto de 2021.

El costo de venta, en 2022, finalizó en \$ 649.597 millones, creciendo un 83,4% respecto al año anterior. Este aumento se produjo debido a un alza en el precio de los *commodities*, provocando mayores costos del gas. Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$ 52.576 millones, un 27,5% mayor que el año anterior producto de una mayor inflación y tipo de cambio.

El EBITDA del ejercicio de 2022 fue de - \$ 29.073 millones, lo que representa una disminución de 124,6% respecto a 2021, esto debido a las provisiones en los costos de ventas producto del fallo de primera instancia del juicio con TGN. La utilidad del ejercicio cayó en 5,4 veces totalizando menos \$ 203.877 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2022 en \$ 282.703 millones, lo que significa un alza de 7,0% con respecto al período anterior. El patrimonio a diciembre de 2022 es de \$ 496.496 millones, un 6,6% menor al registrado en 2021.

## Resultados a marzo 2023

Durante el primer trimestre del presente año los ingresos de **Metrogas** presentaron un aumento de 3,0% respecto del mismo período de 2022, llegando a los \$ 110.668 millones. Por su parte, el costo de ventas aumentó en 5,9%, hasta los \$ 96.698 millones. Como consecuencia, la ganancia disminuyó en 1360%, hasta los \$ 13.970 millones. Los gastos de administración y distribución aumentaron en un 22,4%.

El EBITDA de la compañía, por su parte, a marzo de 2023 totalizó un valor de US\$ 8.938 millones, inferior al EBITDA al mismo periodo del año anterior, el cual había alcanzado los US\$ 12.158 millones.

Finalmente, durante el trimestre el emisor registró ganancias por \$ 10.267 millones, lo que implicó una alza en comparación con el primer trimestre de 2022, en donde se habían registrado pérdidas por \$ 12.158 millones.

# Definición de categoría de riesgo

## Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

# Oportunidades y fortalezas

Características de la demanda residencial y comercial: El consumo asociado principalmente al uso de cocinas 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 una base de venta relativamente estable.

**Posición de mercado:** La empresa es el único distribuidor de gas natural por redes soterradas en su área de operación principal, la Región Metropolitana y la Región del Libertador Bernardo O'Higgins; además, opera 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 licuado 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 en el mediano / corto plazo. 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 y bien esencial:** 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 2022, el número de clientes, dentro de los cuales se encuentran los clientes térmicos<sup>5</sup>, alcanzó a 849 mil, creciendo un 4,2% con respecto al año anterior, 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. Además, es un bien asimilable a los de primera necesidad lo que disminuye la exposición de sus ventas a crisis o variaciones en el consumo de la población, sumado a que presenta una estructura muy estable en cuanto a las compañías que compiten en él.

**Baja concentración de clientes e incobrabilidad:** La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes y un bajo riesgo de no pago. La base de clientes de **Metrogas** creció un 4,2% con respecto al 2021, llegando a 849 mil clientes, distribuidos en sus tres segmentos de clientes (residencial, comercial e industrial). Además, debido al sistema de distribución de gas, en caso de no pagar la cuenta, la compañía puede cortar el suministro, situación que ha llevado a que el emisor presente una mora histórica muy baja.

**Adecuado perfil de vencimientos en mediano plazo<sup>6</sup>:** De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, la compañía posee un flujo que es suficiente para pagar sus vencimientos, hasta el año 2025 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones no excede los \$ 87.354 millones, cifra aceptable si se compara con el flujo de caja de largo plazo alcanzada en 2022 (igual a \$ 95.865 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. La excepción corresponde a 2026, cuando debe efectuarse el pago de UF 3,6 millones por el vencimiento

<sup>5</sup> Corresponde a aquellos clientes abastecidos por una central térmica.

<sup>6</sup> Sin considerar provisiones.



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 con otros combustibles para la captación de clientes industriales.

**Experiencia del controlador:** **Metrogas** es controlada por Naturgy Energy Group (rating BBB en escala global), actor relevante en el sector de gas y electricidad, presente en más de 20 países y con casi 16 millones de clientes.

## 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 de que el precio relativo del gas natural frente a sus sustitutos se eleve e incentive el cambio.

**Precio de *commodities*:** Los precios de este combustible por contrato se encuentran indexados principalmente al índice Henry Hub (que en 2022 aumentó un 65,8 % respecto a 2021) y al petróleo Brent (que en 2022 aumentó un 42,4% respecto a 2021). Con todo, se estima que en el mediano plazo la compañía presenta algún grado de 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 permitió reducir los niveles de incertidumbre de los años anteriores en el sector, reactivando el plan de inversión desde 2017. No obstante, con el ingreso del proyecto de ley corta de gas natural que propone considerar la rentabilidad integrada, en caso de concesionarias que compren gas a empresas relacionadas, y reducir el límite de las rentabilidades en tres puntos porcentuales, respecto de los activos que superen los 20 años de antigüedad genera cierto grado de incertidumbre, lo que podría frenar los planes a inversión en los próximos periodos.

**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, lo cual, en parte, es mitigado por el *parking* existente y por sistema de respaldo de gas natural simulado. Es preciso señalar que para la demanda básica del segmento residencial y comercial la compañía puede, además utilizar parcialmente los gasoductos de Electrogas y GasAndes, para contar con una capacidad de almacenamiento adicional. Respecto de los clientes industriales, los contratos que la empresa ha firmado los últimos años incluyen cláusulas que la liberan de responsabilidad en caso de falta de suministro, en caso de fallas en el terminal.

Si bien, **Metrogas** tiene un contrato de aprovisionamiento de gas con disposiciones de precio convenientes para la emisora, estos contratos permiten reducir, pero no eliminar completamente, los riesgos de abastecimiento de gas natural.

**Riesgo tecnológico:** 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.

**Riesgo regulatorio:** Dada las características del servicio prestado por **Metrogas**, la empresa está sujeta a normativas que regulan su actividad; por lo tanto, en una perspectiva de largo plazo, siempre es posible que se produzcan cambios en las normas vigentes y/o se introduzcan nuevas regulaciones. Con todo, dada la institucionalidad chilena y el criterio técnico con que se abordan las leyes que afectan al sector privado, se estima que cualquier cambio en este sentido no debiera afectar en forma sustancial la viabilidad del negocio.

## Antecedentes generales

### La compañía

**Metrogas** es una compañía que se dedica a la distribución de gas natural 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 6.461 kms. de redes de distribución (que consideran las redes de gas natural) y contratos de largo plazo de suministro de GNL, además de tener dos sistemas de respaldo en base a propano, ubicados en Maipú y Peñalolén, que permiten cubrir la demanda básica del segmento residencial y comercial de la Región Metropolitana.

Los controladores de la sociedad, a diciembre de 2021, son CGE Gas Natural S.A. con un 60,17% de la propiedad y Empresas Copec con un 39,83% de la propiedad.

## Composición de flujos

**Metrogas** desarrolla su negocio vendiendo y distribuyendo gas natural a sus clientes, los cuales a diciembre de 2022 alcanzan los 849 mil, que a su vez que representan un crecimiento de un 4,2%, con respecto al año 2021, los cuales se distribuyen en los siguientes segmentos de clientes:

- Clientes Residenciales

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.

- Clientes comerciales

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

- Clientes 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 agrícolas, metalúrgicos, farmacéuticos, papeleros y cristalería.

- Otros negocios

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, como el gas natural vehicular. Por otra parte, la empresa distribuye gas natural a través del segmento GNL Móvil. Esta operación permite llevar el energético en estado líquido directamente desde GNL Quintero hasta los puntos de consumo, sin la necesidad de ampliar las redes soterradas de distribución.

## Abastecimiento, transporte y distribución del gas natural

Desde el segundo semestre de 2009 la compañía utiliza GNL, recibido en Chile a través del terminal de GNL 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, Estados Unidos, Guinea Ecuatorial, entre otros.

Por otra parte, la compañía cuenta con un sistema de distribución de gasoductos virtuales, que consiste en el transporte de gas natural en estado líquido a través de camiones, lo que permite suministro a diversos puntos del país donde no hay presencia de gasoducto.

### Terminal 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 m<sup>3</sup> de GNL) y varios vaporizadores para regasificarlo y la red necesaria para posteriormente distribuirlo a través de gasoductos ubicados en la zona central. La capacidad actual de regasificación del terminal es de 15 millones de m<sup>3</sup> de gas natural por día.

La sociedad GNL Quintero S.A. es propiedad de consorcio formado por las empresas EIG y Fluxys (80%) y ENAP (20%).

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

## Análisis financiero<sup>7</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2018 y diciembre de 2022.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos anualizados de **Metrogas** a diciembre de 2022 fueron de \$ 672.550 millones, lo que representa un aumento de 18,1% respecto a diciembre de 2021, debido a la mayor venta que hubo en el periodo, en conjunto con un aumento del precio del gas. Por su parte, el EBITDA anualizado de la compañía, a diciembre de 2022, alcanzó la suma negativa de \$ 27.922 millones, una gran disminución respecto a los \$138.769 millones a diciembre de 2021, debido a la provisión de costos realizada a causa del fallo de primera instancia del juicio de TGN; sin considerar dichas provisiones el EBITDA anualizado hubiese sido de \$ 76.941 millones, producto el aumento en los costos de operación.

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, alcanzó el valor negativo de 4,15%. Cuando no se considera la provisión de los costos alcanza el 11,44%, siendo inferiora el 26,31% que promediaba entre los cuatro años anteriores.

<sup>7</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a marzo de 2022.

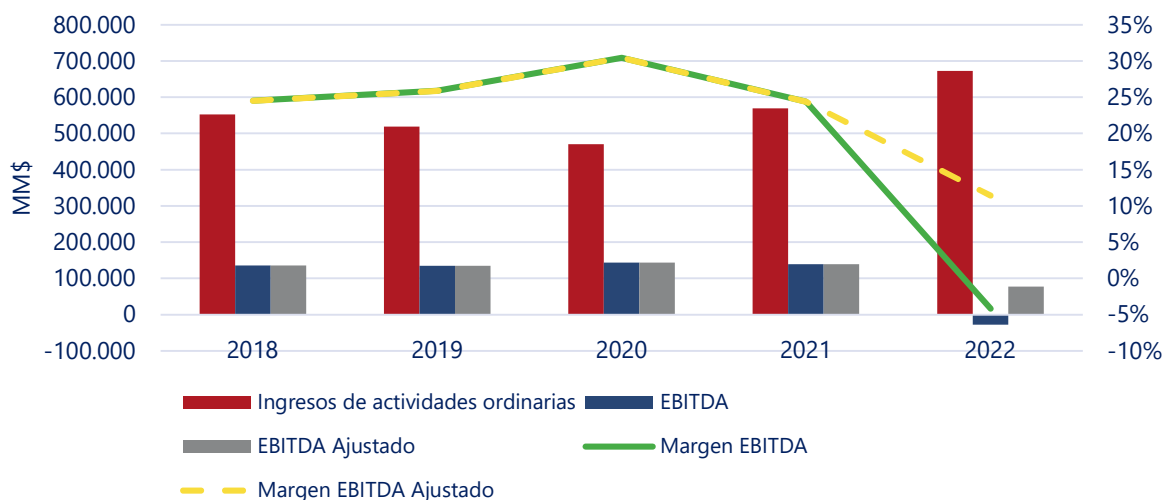


Ilustración 1: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA.

## Evolución del endeudamiento

A diciembre de 2022, la deuda financiera de **Metrogas** disminuyó un 5,6%, respecto a diciembre de 2021, llegando a \$ 284.351 millones, la que en un 51,8% corresponde a bonos y el 48,2%, restante, a deuda bancaria.

Se observa en la Ilustración 2, a diciembre de 2022, que la deuda financiera en relación al EBITDA fue de -10,2 veces, considerando las provisiones (3,7 si no se consideran las provisiones).

De la misma forma, y con relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador alcanzó las 2,97 veces aumentando 6,6% con respecto al año anterior. Para el cálculo de este indicador se estima una rentabilidad de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

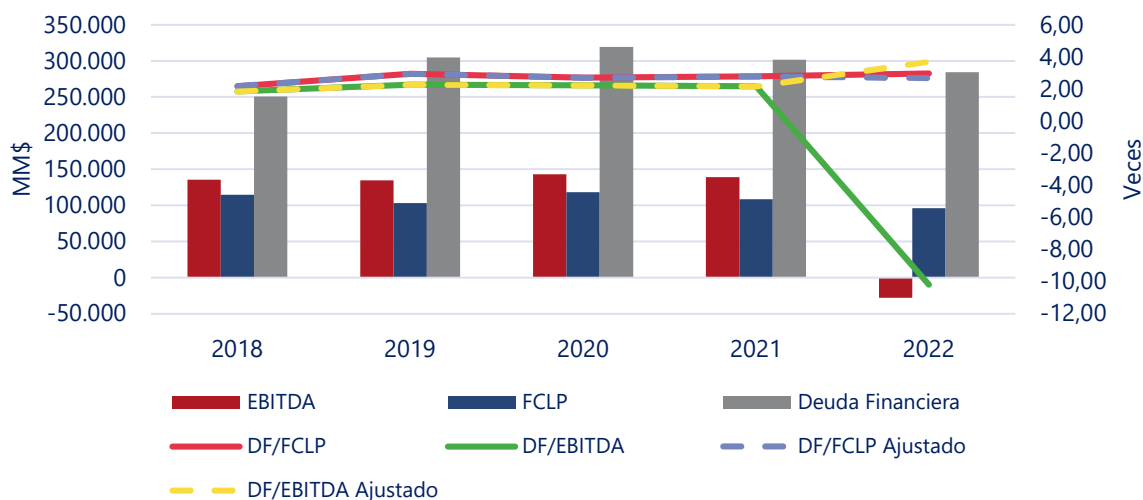


Ilustración 2: Evolución de la deuda financiera, EBITDA, FCLP.

Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año, el máximo pago anual se produce en 2024 y alcanza, por concepto de amortización, los \$ 87.354 millones, mientras que el FCLP ajustado alcanza los \$ 106.016 millones. Para el año 2026 la compañía tiene un vencimiento de bonos por UF 3,6<sup>8</sup> millones, no obstante, es probable que su importancia relativa disminuya por efecto del crecimiento del negocio (el FCLP ajustado debiese crecer un 10,9% para cubrir el vencimiento de 2026) o, en caso contrario a juicio de **Humphreys** existen altas probabilidades de que **Metrogas** pueda reestructurar su deuda.

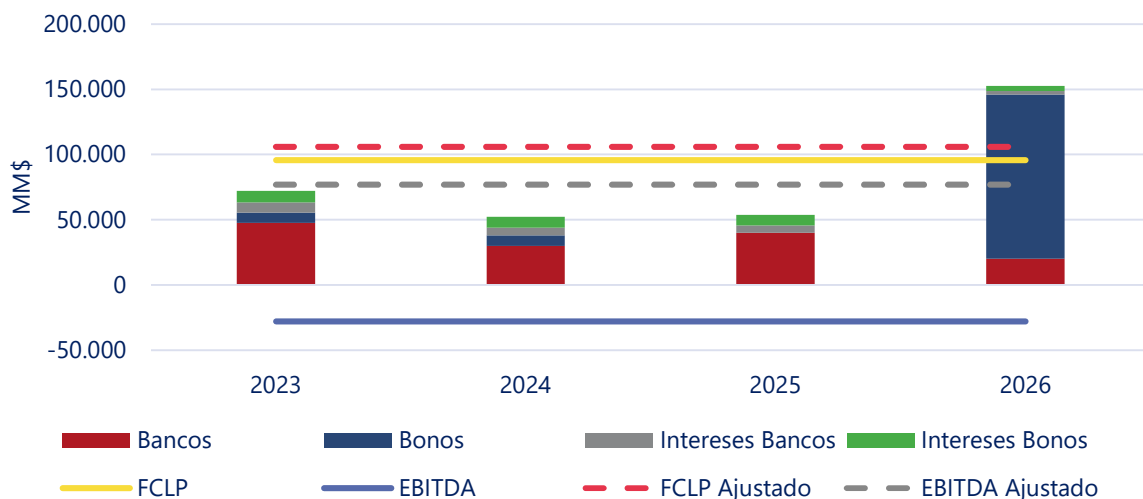


Ilustración 3: Evolución del perfil de vencimientos.

<sup>8</sup> Perfil no considera que podría haber un rescate anticipado voluntario de los bonos a la par por hasta 1 Millón UF en la serie D1-D2, durante el cuarto trimestre de 2024.

## Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de **Metrogas**, medida como razón circulante<sup>9</sup>, se ha ubicado en torno a la unidad con ratio sobre uno. A partir del año 2020, ha mostrado una disminución, en donde la más reciente observación de este indicador alcanzó un nivel de 1,03 como se muestra en la Ilustración Ilustración 4.

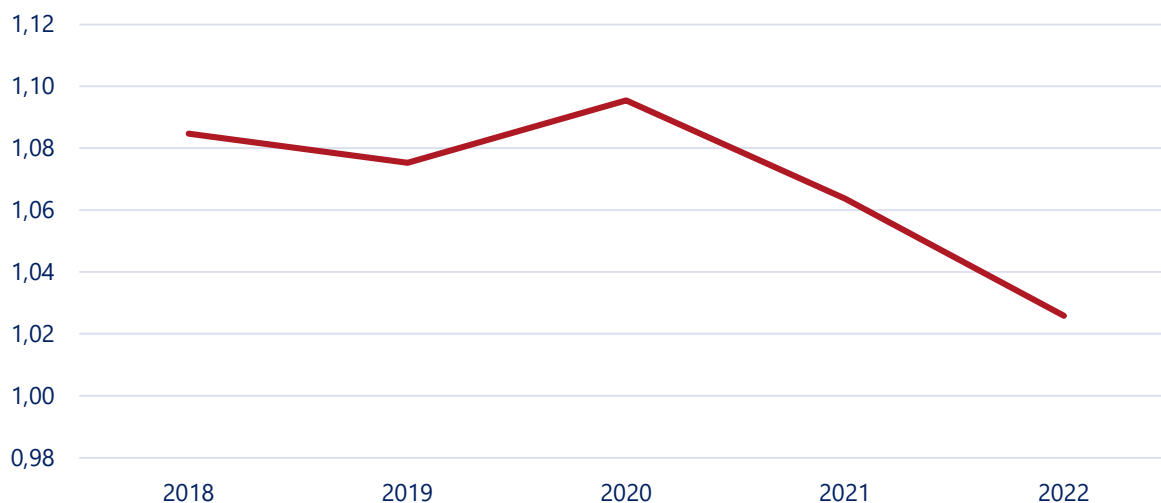


Ilustración 4: Evolución de la razón circulante.

## Evolución de la rentabilidad<sup>10</sup>

Como se puede observar en la Ilustración 5, los indicadores de rentabilidad, tanto de activos como de patrimonio y operacional, han tenido un comportamiento estable hasta 2022, mostrando una gran caída, debido a los efectos de mayores costos por provisión, alcanzando indicadores de -17,0%, -38,0% y -4,8%, respectivamente. Sin este efecto, los indicadores rondarían niveles similares a años anteriores.

<sup>9</sup> Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

<sup>10</sup> 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.

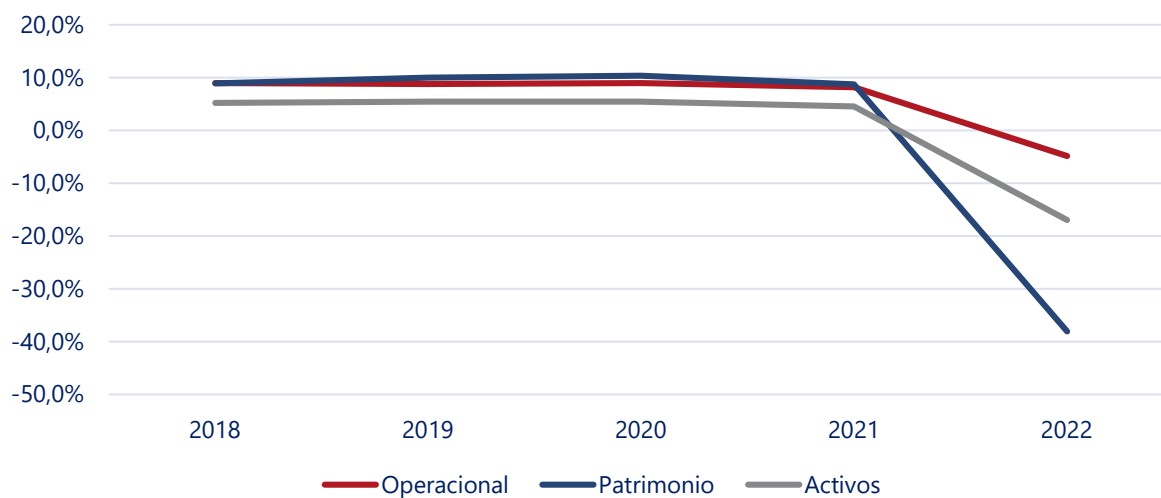


Ilustración 5: Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio

## Covenants financieros

A diciembre 2022 los *covenants* de la empresa son los siguientes:

Covenants bonos		
	Límite	Valor a dic 2022
Razón de endeudamiento	Inferior a 1,38	1,01
Cobertura de gastos financieros	Superior a 3,5 veces	5,7

## Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez (veces)	1,56	1,59	1,73	1,49	1,04
Razón Circulante (Veces)	1,08	1,08	1,10	1,06	1,03
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,07	1,06	1,09	1,06	1,02
Razón Ácida (veces)	1,01	1,01	1,06	1,01	0,99
Rotación de Inventarios (veces)	57,06	58,28	58,71	71,95	116,26
Promedio Días de Inventarios (días)	6,40	6,26	6,22	5,07	3,14



Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	8,39	9,15	9,73	8,21	9,14
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	43,49	39,91	37,50	44,44	39,94
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	9,37	9,91	9,17	13,77	22,12
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	38,97	36,82	39,78	26,51	16,50
Diferencia de Días (días)	-4,51	-3,09	2,29	-17,94	-23,44
Ciclo Económico (días)	-10,91	-9,35	-3,93	-23,01	-26,58

<b>Ratios de endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Endeudamiento (veces)	0,48	0,51	0,50	0,51	0,63
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,93	1,03	0,98	1,04	1,70
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,19	0,17	0,23	0,23	0,18
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,85	2,27	2,23	2,17	-10,18
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,54	0,44	0,45	0,46	-0,10
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	45,13%	52,26%	48,97%	48,30%	33,77%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	7,52%	4,07%	5,49%	7,91%	3,97%
Veces que se gana el Interés (veces)	5,12	4,78	4,44	4,56	-2,91

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Margen Bruto (%)	30,06%	31,19%	35,63%	27,41%	-0,41%
Margen Neto (%)	9,98%	11,19%	13,57%	9,69%	-31,06%
Rotación del Activo (%)	47,82%	45,18%	35,75%	46,43%	50,24%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,17%	5,46%	5,48%	4,53%	-16,97%
Inversión de Capital (%)	174,18%	183,42%	174,66%	179,56%	238,55%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	72,64	81,27	40,36	77,95	202,95
Rentabilidad Operacional (%)	8,99%	8,74%	8,92%	8,17%	-4,81%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,91%	9,97%	10,38%	8,71%	-38,02%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	64,30%	62,79%	57,95%	66,99%	96,22%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	69,94%	68,81%	64,37%	72,59%	100,41%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,83%	11,44%	11,37%	8,46%	8,15%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	16,54%	17,03%	17,58%	16,10%	-11,03%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	24,53%	25,88%	30,44%	24,37%	-4,15%

*"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."*