



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebensperger@humphreys.cl

Metrogas S.A.

Agosto 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos y Líneas de Bonos	A+
Tendencia	Favorable
Efectos de Comercio	Nivel 1/A+
Otros Instrumentos	No Hay
EEFF base	30 de marzo de 2010

Estado de Resultados Consolidado					
M\$ de Junio 2010	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso Operacional	175.400.511	177.423.972	182.843.371	186.177.606	173.569.175
Costo Explotación	-96.214.544	-99.532.338	-96.056.542	-108.313.254	-125.622.119
Gasto Admin. y Venta	-20.128.407	-20.571.496	-17.986.002	-19.367.769	-21.393.727
Resultado Operacional	59.057.560	57.320.138	68.800.828	58.496.583	26.553.329
Resultado No Operacional	-21.329.344	-17.395.144	-25.614.605	-8.055.493	-7.366.906
Gastos Financieros	-15.083.715	-15.573.830	-13.103.229	-12.089.025	-12.361.812
Utilidad del Ejercicio	29.308.107	32.709.367	39.320.608	41.550.943	14.157.588
EBITDA	71.525.665	70.040.796	82.193.996	73.715.476	41.733.177
Balance General Consolidado					
M\$ de Junio 2010	31-dic-03	31-dic-04	31-dic-05	31-dic-06	31-dic-07
Activo Circulante	45.363.741	34.286.688	38.839.175	36.404.651	25.822.793
Activo Fijo	446.930.022	464.737.979	471.330.703	471.679.553	474.285.138
Otros Activos	68.103.820	68.514.458	41.450.192	41.793.603	81.090.066
Total Activos	560.397.583	567.539.124	551.620.071	549.877.807	581.197.996
Pasivo Circulante	26.292.123	29.729.141	31.577.733	32.775.274	38.491.361
Pasivo Largo Plazo	256.904.306	233.830.249	212.056.499	210.295.037	222.139.630
Interés Minoritario	-22.097	5.712	-6	126	82
Patrimonio	277.223.251	303.974.022	307.985.845	306.807.369	320.566.924
Total Pasivos	560.397.583	567.539.124	551.620.071	549.877.807	581.197.996
Deuda Financiera	247.902.393	217.846.022	193.761.904	183.092.680	192.349.366

Estado de Resultados Consolidado IFRS				
M\$ de Junio 2010	2008	2009	Ene-Jun 2009	Ene-Jun 2010
Total Ingresos Ordinarios	177.126.981	173.375.117	69.059.323	134.702.084
Total Costo de Venta	150.005.708	-119.677.522	-50.886.665	-96.415.680
Gastos de Administración	39.037.946	-40.034.535	-19.616.008	-19.618.330
Resultado Operacional	-7.741.554	15.882.952	-1.443.349	18.668.074
Gastos Financieros	-12.854.427	-14.171.515	-7.051.659	-5.897.351
Ganancia atribuible a los accionistas	-41.113.629	15.827.270	8.142.708	8.548.922
EBITDA	8.833.793	35.165.598	7.703.515	27.751.149
Balance General Consolidado IFRS				
	31-dic-08	31-dic-09	30-jun-10	
Activos Corrientes	36.845.880	46.510.697	62.253.164	
Activos No Corrientes	604.758.988	591.539.976	569.002.323	
Total de Activos	641.604.868	638.050.673	631.255.487	
Pasivos Corrientes	35.785.302	43.220.448	49.134.113	
Pasivos No Corrientes	285.069.184	266.537.899	256.104.200	
Total de Pasivo	320.854.486	309.758.347	305.238.313	
Patrimonio Neto Total	320.750.383	328.292.325	326.017.174	
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	641.604.868	638.050.673	631.255.487	
Deuda Financiera	201.391.695	194.564.271	185.332.833	

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Metrogas S.A. distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana. 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 gasificado y enviado a través de gasoductos para su distribución.

Durante 2009, la empresa generó ingresos anuales del orden de los US\$ 337,7 millones, atendiendo cerca de 454 mil clientes en la Región Metropolitana, mayoritariamente residenciales y comerciales. Con la llegada del GNL en 2009, la empresa ha podido retomar el mercado de clientes industriales, proceso que continúa en la actualidad.

La principal fortaleza de **Metrogas**, que sirve como fundamento para la calificación de sus títulos de deuda en "Categoría A+" y "Nivel 1/A+", surge a partir de 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 habitual estacionalidad del consumo para calefacción en invierno, es relativamente estable a lo largo del tiempo y tiende a asimilar características de un bien de primera necesidad. Por otra parte, el costo que deben asumir los clientes por cambiarse a formas alternativas de suministro favorece la mantención de la posición de la empresa dentro de su industria. De esta forma es posible observar bastante estabilidad en los flujos originados en segmento de clientes.

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 para los potenciales competidores. Lo anterior se suma al posicionamiento de marca alcanzado por la compañía durante sus trece 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, o la parafina usada para calefacción.

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, incluso bajo el período de la crisis asociada a los problemas de abastecimiento. Bajo el nuevo esquema de provisión mediante GNL, la compañía ha venido desarrollando un plan comercial de incorporación de clientes industriales que se ha traducido en la incorporación a la fecha de más de 230 empresas de este segmento.

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

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra acotada fundamentalmente por el hecho de que las operaciones del emisor dependen del abastecimiento del GNL a través del Terminal de Quintero, dado el término del suministro de gas natural desde Argentina, no existiendo antecedentes históricos respecto de los márgenes por la distribución de dicho insumo (particularmente al considerar la volatilidad del comportamiento del mercado internacional de este combustible, asociado al precio del petróleo). En este sentido, será relevante observar en la práctica la capacidad del emisor para traspasar la variabilidad del costo al precio de venta, lo que necesariamente estará condicionado por el precio de los bienes sustitutos. Asimismo, 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, por ejemplo, eventuales regulaciones a los precios cobrados, y los riesgos derivados de la aparición de nuevas tecnologías que sustituyan 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, por algunos períodos de tiempo la relación entre los precios a consumidor puede variar. Desde inicios de 2008, ambos precios han mostrado diferencias pequeñas, de entre 0% y 3%.

También se 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 operación de este terminal se realiza de acuerdo a estándares exigentes que minimizan los riesgos, y que además la empresa dispone de dos plantas de respaldo con una capacidad total de 2,1 millones de metros cúbicos al día, en base de mezcla propano-aire, para cubrir el segmento residencial y comercial; no obstante, dicha situación implica aumentos significativos en los costos y, por ende, una baja substancial en los márgenes de operación.

Las perspectivas de la clasificación se califican como "*Favorables*"¹, habiendo estado anteriormente "*En Observación*", ya que se aprecia que la entrada en funcionamiento de la planta de gas natural licuado de Quintero ha permitido a **Metrogas** el abastecimiento de sus clientes residenciales con mucha mayor seguridad que la existente bajo el abastecimiento de gas argentino, además de poder retomar el mercado de industriales, que en los años previos llegó a desaparecer a consecuencia de la falta de gas. Este nuevo escenario de disponibilidad de gas muy probablemente se traducirá en la generación de un flujo de caja operativo mayor y más estable, lo que a su vez impactaría favorablemente los *ratiost* de endeudamiento de la empresa.

Para la mantención de la clasificación se espera que los planes de inversión del emisor no conlleven un aumento significativo en los niveles de deuda relativa, y que la llegada del GNL permita mantener precios competitivos en relación a combustibles alternativos.

En el mediano plazo la clasificación de riesgo de los títulos podrá verse mejorada en la medida que la generación de flujos de la empresa crezca 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 plazo², esperándose que en el mediano plazo esta relación sea inferior a cuatro veces.

Definición de Categorías de Riesgo

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.

¹ Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positivamente la clasificación de riesgo asignada.

² Flujo de caja que considera la rentabilidad operacional de los activos durante cinco años, descontados los pagos de impuestos e intereses.

Oportunidades y Fortalezas

Características de la demanda residencial y comercial: El consumo asociado principalmente al uso de cocinas, calderas y *calefonts* en hogares y comercios es comparativamente inelástico a precio (salvo que éste muestre un incremento abrupto), principalmente por la facilidad de acceder a un suministro continuo de gas una vez realizada la conexión a la red de la compañía. Esta situación permite que la firma cuente con un "piso" de venta relativamente estable, independiente de la coyuntura económica del momento.

Posición de mercado: La empresa es el único distribuidor de gas natural en su área de operación, la Región Metropolitana. Esto favorece que mantenga la relación existente con sus clientes actuales, ya que éstos deben asumir un costo en caso de cambiarse a otro tipo de combustibles (aun cuando en el largo plazo podría observarse un mayor grado de sustitución). Por ejemplo, los artefactos domésticos como cocinas o *calefones* no están diseñados para funcionar indistintamente con gas natural o gas de petróleo, por lo que requieren de una conversión para sustituir el tipo de gas utilizado. Asimismo, la compañía ha puesto especial énfasis en mantener altos estándares de calidad de servicios, donde la prioridad durante la crisis de abastecimiento fue asegurar en un 100% el suministro residencial de gas natural.

Aceptación por los clientes: El servicio de **Metrogas** ha presentado una alta aceptación entre los agentes inmobiliarios y el público, lo que favorece su penetración de mercado en nuevos proyectos de construcción. De hecho, entre los años 2003 y 2009, con la crisis de abastecimiento de por medio, la empresa creció desde cerca de 300 mil a más de 450 mil clientes, incorporando nuevos consumidores netos en cada uno de esos años.

Bajos niveles futuros de inversión en la red de distribución: Los altos niveles de inversión en la red de distribución (más de US\$ 900 millones desde el inicio del proyecto en 1996 hasta diciembre de 2009) constituyen una importante barrera de entrada. En los años venideros, los niveles de inversiones para Metrogas ya no serán tan importantes en comparación a los montos ya ejecutados, estando principalmente asociados a los nuevos proyectos habitacionales y a la reconexión de industriales.

Adecuada estructuración de la deuda: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, el monto máximo a pagar en un año por la compañía por este concepto asciende a cerca de US\$ 45 millones, incluyendo bancos y efectos de comercio, cifra que es susceptible de ser alcanzada, en opinión de **Humphreys**, aun cuando la rentabilidad de la empresa fuera moderada. Salvo el año 2022, cuando debe efectuarse un pago de UF 4 millones (cerca de US\$ 170 millones), los bonos emitidos por **Metrogas** están estructurados de manera que sus amortizaciones anuales se encuentran entre US\$ 8 millones y US\$ 10 millones, aproximadamente. En el último año, su EBITDA fue de US\$ 66 millones, esperándose un aumento en 2010 producto del mayor volumen de venta, del menor costo por el reemplazo de propano-aire por el GNL y del mayor número de clientes industriales y residenciales. Aparte de 2022, el año más ajustado en términos de vencimientos de deuda financiera corresponde a 2011, cuando la compañía enfrenta un vencimiento de línea bancaria que hace llevar el servicio de deuda financiera hasta la cifra antes mencionada, 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.

Factores de Riesgo

Incertidumbre por la nueva estructura de costos y del volumen de adquisición: Si bien el proyecto de GNL disminuirá el riesgo de falta de suministro de gas, el costo que enfrenta la compañía en la actualidad es distinto al que tenía con el gas argentino, e incluso más incierto como consecuencia de las variaciones de su precio en el mercado internacional. Asimismo, el formato de compra también ha cambiado, debido a que **Metrogas** debe efectuar sus pedidos de gas con antelación, por lo que quedará expuesto ante cambios puntuales en la demanda o fluctuaciones en los precios de los bienes sustitutos que a la fecha son difíciles de conocer. Con todo, se reconoce que la capacidad de almacenamiento del complejo Quintero, sumado al volumen de gas disponible diariamente para la empresa y a las medidas tomadas para evitar que la demanda alcance el *peak* de capacidad, tornan poco probable la posibilidad de un exceso de consumo por sobre la capacidad.

Disponibilidad del suministro de gas: 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 dicha planta. Con todo, es preciso señalar que el abastecimiento a los clientes residenciales está garantizado por dos plantas de propano-aire ubicadas en la Región Metropolitana, aunque a un costo superior al GNL. Respecto de los clientes industriales, los contratos nuevos que ha firmado la empresa incluyen cláusulas que la liberan de responsabilidad en caso de falta de suministro.

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 la posee en la Región Metropolitana. La legislación chilena no contempla el acceso de terceros a las redes de un concesionario -salvo un acuerdo entre las partes-. Sin embargo, ante un cambio en la legislación vigente, **Metrogas** podría eventualmente verse obligado a otorgar acceso a terceros a sus sistemas de cañerías de distribución (sistema abierto de distribución), lo que podría mermar sus perspectivas de crecimiento.

Por otra parte, dado que se trata de un servicio básico, la legislación vigente contempla la posibilidad de fijar las tarifas al sector residencial en caso que la empresa llegara a superar un cierto nivel de rentabilidad sobre sus activos. Regulación que hasta ahora no se ha establecido en la práctica, aunque podría cambiar a futuro.

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**, aunque se estima poco probable que un riesgo de este tipo se manifieste en el mediano plazo.

Hechos recientes³

Resultados Financieros

En 2009 **Metrogas** obtuvo ingresos por un total de \$ 173.375 millones, lo que implicó una disminución de 2,1% respecto de 2008, baja explicada principalmente por los menores precios de venta. Por el contrario, el volumen de gas vendido aumentó 34%, hasta 391 millones de m³, debido a la entrada en funcionamiento de la planta de GNL de Quintero.

El costo de ventas de 2009 fue de \$ 119.678 millones, una caída de 20,2% en relación a 2008, lo que se origina en dos razones principales: la baja del precio del petróleo, que incide en el precio de otros hidrocarburos (el gas natural entre ellos), y por el menor uso de la mezcla propano-aire para respaldar las operaciones ante la falta de gas natural.

A consecuencia de lo anterior, el margen bruto mejoró en relación a 2008, llegando a \$ 53.698 millones (aumento de 98%), pasando desde un 14,3% a un 31% de los ingresos. El resultado operacional fue de \$ 15.883 millones, lo que implica una importante reversión de la pérdida operacional de \$ 7.742 millones de 2008, ayudada también por un alza de sólo 2,6% en los gastos de administración y ventas, pese a la mayor actividad del período.

³ Las cifras se presentan en pesos de junio de 2010, y sus variaciones se muestran en términos reales. Los montos en dólares han sido convertidos según el tipo de cambio de cierre del correspondiente período.

La empresa pasó de una pérdida del ejercicio de \$ 41.114 millones a una ganancia de \$ 15.827 millones entre 2008 y 2009, lo que se explica en parte por las mejoras antes discutidas, pero también en la reversión de los cargos por diferencias de cambio y unidades de reajuste, los que pasaron de una pérdida conjunta de más de \$ 23 mil millones a una ganancia de \$ 11 mil millones.

El EBITDA de 2009, en tanto, tuvo un fuerte repunte de 298,1% con respecto a 2008, alcanzando los \$ 35.166 millones, como consecuencia de la mejora en el resultado operacional.

Durante el primer semestre de 2010 la disponibilidad de GNL implicó que los ingresos alcanzaran los \$ 134.702 millones, aumentando un 95,1% real como consecuencia directa de la reincorporación de clientes industriales, implicando que durante el semestre se comercializaran 293 millones de m³, un aumento de 80,9% respecto de igual lapso de 2009.

El costo de ventas del primer semestre de 2010 ascendió a \$ 96.416 millones, un aumento de 89,5% interanual, debido al mayor volumen de actividad del período. De esta manera, el margen bruto alcanzó \$ 38.286 millones, mejorando un 110,7% en términos absolutos, pasando desde un 26,3% a un 28,4% de los ingresos. Los gastos de administración y ventas permanecieron constantes en términos reales, pese al mayor volumen de ventas, con lo que el resultado operacional pasó desde una pérdida de 1.443 millones a una ganancia de \$ 18.668 millones.

Pese al mejor resultado operacional en comparación a la primera mitad de 2009, la utilidad del primer semestre de 2010 aumentó sólo un 5% real, al pasar de ganancias a pérdidas tanto por diferencias de cambio como por unidades de reajuste, y porque en el primer trimestre de 2009 hubo un ingreso extraordinario debido a una compensación por término de contrato. Aun con esta menor utilidad, el EBITDA de la empresa tuvo un importante repunte desde \$ 7.703 millones hasta \$ 27.751 millones, a consecuencia de la mejora en el rendimiento operacional.

Eventos recientes

Desde 2009 la empresa emite sus estados financieros bajo la norma contable IFRS.

El 28 de septiembre de 2009, **Metrogas** notificó a Transportadora de Gas del Norte S.A., empresa argentina, que declaró resuelto el contrato de transporte de gas natural que mantenía con ella, lo cual significa que el emisor dejará de pagar mensualmente US\$ 2,65 millones por la modalidad de transporte "Take or Pay".

En la misma fecha, **Metrogas** notificó también a los productores de gas Total Austral S.A., Pan American Energy LLC y Wintershall Energía S.A., integrantes del consorcio Aguada Pichana, de la resolución del contrato de suministro de gas natural anteriormente vigente.

El 22 de Octubre de 2009 se inauguró la planta de gas natural licuado de Quintero, habiendo entrado en funcionamiento el 12 de septiembre bajo la modalidad "*fast track*", permitiendo a la empresa reemplazar la utilización del gas natural argentino por el gas natural licuado.

En noviembre de 2009 la empresa inscribió una línea de efectos de comercio, habiendo realizado varias emisiones desde esa fecha.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Metrogas es una compañía que transporta y distribuye gas principalmente dentro de la Región Metropolitana. Para ello cuenta con 4.947 kms. de redes de distribución, contratos de suministro de GNL con BG Group para el abastecimiento al terminal de Quintero, además de tener dos sistemas de respaldo en base a propano que permiten cubrir el 100% de la demanda residencial, ubicados en Maipú y Peñalolén.

En 1995 se inició la venta de gas natural por parte de Gas Andes, cerrándose los primeros contratos con **Metrogas** y las empresas de electricidad. En 1996 comenzó la construcción del gasoducto GasAndes, y **Metrogas** inició en Santiago la construcción de sus redes de distribución.

En 2004 la empresa enfrentó las primeras interrupciones en el suministro de gas natural argentino, provocando deficiencias en el abastecimiento a sus clientes industriales. Las sistemáticas reducciones de los envíos de gas natural desde Argentina se agudizaron en 2009, obligando a la compañía a utilizar sus plantas de propano aire para atender a sus clientes comerciales y residenciales, y prácticamente sin poder atender el segmento industrial.

En 2007 se firmaron los contratos definitivos para concretar la llegada del GNL a Chile entre las empresas ENAP, Endesa, **Metrogas** y BG Group. Ese mismo año se inició la construcción del Sistema de Respaldo de Peñalolén, terminado en 2008, con el objetivo de asegurar el abastecimiento residencial en un 100%.

Dentro del segundo semestre de 2009 la compañía es abastecida a través de gas natural licuado proveniente del terminal de Quintero, no recibiendo actualmente suministro de gas argentino.

Propiedad y administración

Al 30 de junio de 2010 la propiedad de Metrogas se distribuía de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	Nº de acciones pagadas	Participación
Gasco S.A.	19.180	51,84%
Empresas Copec S.A.	14.737	39,83%
Trigas S.A.	3.083	8,33%
TOTAL	37.000	100%

Gasco S.A., con 150 años de experiencia, es un actor relevante en el mercado energético de Chile. Distribuye gas licuado desde las regiones Tercera a la Décima, y también en la Duodécima, en la cual además vende gas natural. A través de su filial Gas Sur, distribuye gas natural en la Octava Región, y mediante su coligada Gasnor S.A., gas natural en la zona noroeste de Argentina.

Empresas Copec S.A. es la mayor distribuidora de combustibles líquidos del país. A través de Abastecedora de Combustibles S.A. (Abastible) distribuye gas licuado a industria y hogares. Además, tiene una importante participación en los sectores pesquero y forestal.

Trigas S.A. es una sociedad de inversiones ligada a la distribución de gas licuado a través de su participación en las empresas Lipigas S.A., Codigas S.A., Enagas S.A. y Agrogas S.A. En conjunto, estas empresas son las principales distribuidoras de gas licuado del país, con un 36% aproximadamente de participación de mercado.

El directorio de la empresa está formado por diez miembros:

Cargo	Nombre
Presidente	Matías Pérez Cruz
Vicepresidente	Francisco Marín Jordán
Director	Gerardo Cood Shoepke
Director	Eduardo Cabello Correa
Director	Lorenzo Gazmuri Schleyer
Director	Rodrigo Huidobro Alvarado
Director	Ramiro Méndez Urrutia
Director	Pablo Guarda Barrios
Director	Claudio Hornauer Herrman
Director	Eduardo Navarro Beltrán

Las gerencias están encabezadas por las siguientes personas:

Cargo	Gerente
Gerencia General	Eduardo Morandé Montt
Fiscal	Francisco Gazmuri Schleyer
Gerente Grandes Clientes	Ian Nelson Cruz
Gerente Ingeniería, Construcción y Operaciones	Derek Nineham Benson
Gerente Planificación y Desarrollo	Gonzalo Palacios Vásquez
Gerente Comercial y Servicio al Cliente	Mauricio Russo Camhi
Gerente Finanzas y Administración	Víctor Turpaud Fernández
Gerente Recursos Humanos y Tecnológicos	Wilhelm Wendt Glena

Abastecimiento, transporte y distribución del gas natural

Hasta 2008, el gas natural distribuido por la empresa provenía principalmente de yacimientos en la cuenca de Neuquén, Argentina. Para esto, **Metrogas** suscribió contratos de largo plazo con dos empresas argentinas, Consorcio Sierra Chata y Consorcio Aguada Pichana, habiendo recientemente desahuciado este último.

No obstante, y como se menciona a lo largo del informe, desde el segundo semestre de 2009 la compañía utiliza gas natural licuado, recibido en Chile a través del nuevo terminal de Quintero, pronto en completa operación. El acceso a gas natural licuado permite a **Metrogas** reemplazar el suministro argentino, accediéndose a proveedores de todo el mundo a precios competitivos.

Planta de GNL Quintero

Ante las restricciones de gas natural argentino sufridas por la empresa, se han tomado medidas tanto para el mediano plazo como para el largo plazo.

Una solución de largo plazo y definitiva es el proyecto de GNL Quintero, el que entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y que lo hará de manera total durante el segundo semestre de 2010. Este proyecto contiene un terminal marítimo para la recepción del GNL (que es transportado a través de buques-tanque operados por BG Group), tres estanques de almacenamiento (con una capacidad total de 330 mil m³) 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%, y 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 S.A. -donde participan Enap, Endesa Chile y **Metrogas** en partes iguales -se creó para armar el proyecto y hacer los estudios necesarios, y es la encargada de administrar los contratos de suministro de GNL y comercializar el gas provisto inicialmente por BG y procesado por GNL Quintero S.A. **Metrogas** mantiene contratos de abastecimiento de largo plazo con BG Group, los que contemplan la posibilidad de modificar el volumen de pedido del combustible, de acuerdo a las estimaciones de demanda.

La capacidad inicial del terminal de regasificación es de 10 millones de m³ de gas natural por día, aunque existe la posibilidad de ampliar este volumen con una relativamente baja inversión. Los derechos sobre esta capacidad de regasificación de gas se dividen en partes iguales entre los tres socios de GNL Chile S.A. 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, la inversión total en el proyecto GNL, relativa a la construcción y puesta en marcha del terminal de regasificación y el respectivo muelle, alcanzó los US\$ 1.300 millones. Para esto se obtuvo un financiamiento internacional de largo plazo por aproximadamente US\$ 1.100 millones 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).

Dentro del segundo semestre de 2010, el Terminal de Quintero comenzará a operar bajo su forma definitiva, lo que se traduce en que **Metrogas** pasará a pagar la tarifa completa por su uso, establecida aproximadamente en US\$ 5 millones por mes, independientemente del volumen de gas despachado. Durante la etapa de *fast track*, entre septiembre de 2009 y agosto de 2010, se han realizado pagos por la mitad del costo mensual definitivo.

Distribución de ingresos

Metrogas desarrolla su negocio en distintos mercados, de entre los cuales destacan:

Residencial - Inmobiliario

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. Durante 2009, el número de clientes residenciales conectados aumentó un 3% respecto del año anterior, alcanzando los 451 mil clientes residenciales. Con lo anterior **Metrogas** mantiene una penetración cercana al 80% en su mercado objetivo, lo que se logra mediante programas de fidelización y mejoras en el servicio.

Clientes comerciales

Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas, centros comerciales, entre otros. Los clientes comerciales de **Metrogas** consumen anualmente 56 millones de m³ de gas natural, yendo el 70% de este volumen hacia grandes comercios. En 2009 se incorporaron 259 clientes comerciales a la empresa.

Clientes industriales

Conformado por empresas medianas y grandes. Debido a las fuertes restricciones en el suministro argentino, ha sido el mercado más inestable, prácticamente no siendo abordado desde junio de 2007 hasta la llegada del GNL en 2009, dado que se dio prioridad a satisfacer en la demanda residencial y comercial.

No obstante, desde septiembre de 2009 la empresa ha logrado recuperar cerca de 230 clientes de este tipo (en el *peak* alcanzó a tener 400), esperándose que en 2010 este segmento represente cerca de un 55% del volumen comercializado, aunque en términos de margen es el mercado residencial-comercial el que más aporta a los flujos de caja de la empresa, con cerca de un 65%.

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, pero de importante crecimiento: El de gas natural vehicular, que había estado paralizado producto también de las restricciones de gas, pero que en 2010 está experimentando una reactivación como consecuencia de la reaparición de puntos de abastecimiento en Santiago de las petroleras clásicas y de la nueva distribuidora de GN vehicular Gazel, negocio conjunto de Gasco (controlador de **Metrogas**) y Terpel.

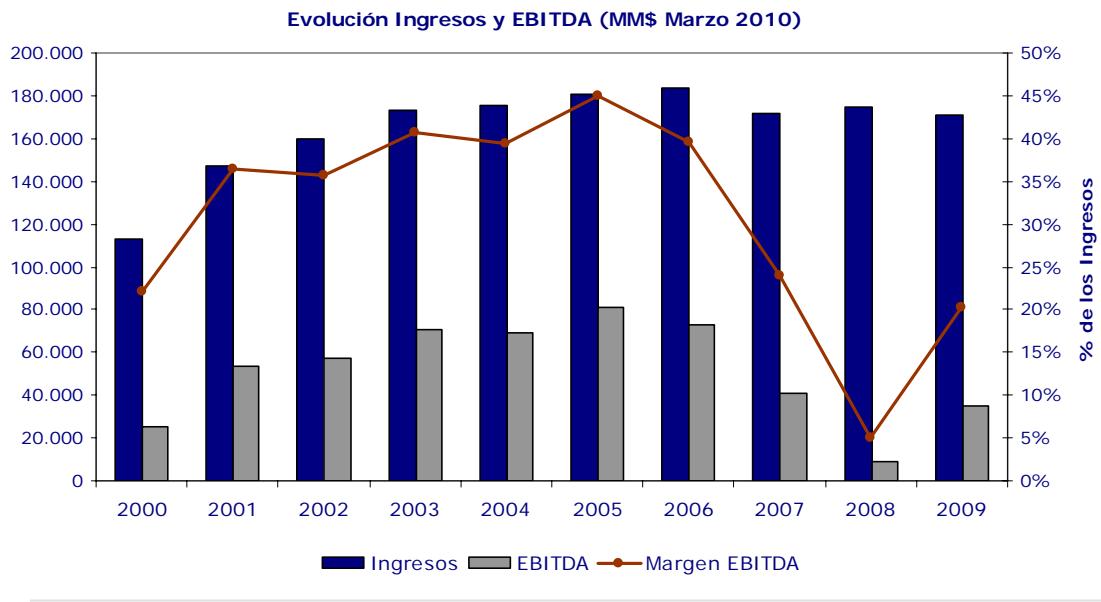
Análisis Financiero

Para el análisis financiero entregado a continuación debe tenerse en cuenta que la compañía cambió las normas contables con las cuales presenta sus Estados Financieros, utilizando actualmente IFRS, y existiendo datos bajo dicho esquema sólo desde 2008.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Metrogas** tuvieron un comportamiento creciente en términos reales hasta 2006, producto de la expansión del gas natural en nuevos proyectos inmobiliarios y en el sector industrial, estabilizándose las ventas a continuación en un nivel en torno a los \$ 170 mil millones anuales. En cambio, el EBITDA, por los mayores costos del gas argentino (en buena parte originados en los impuestos aplicados por el gobierno de ese país a la exportación del gas) y de la operación con plantas de respaldo (cuyo costo de operación es el triple que con gas natural), experimentó bajas entre 2006 y 2008, recuperándose en parte en 2009. Por el contrario, los gastos de administración y venta como proporción de los ingresos han tendido a estabilizarse en cerca de un 12% de éstos.

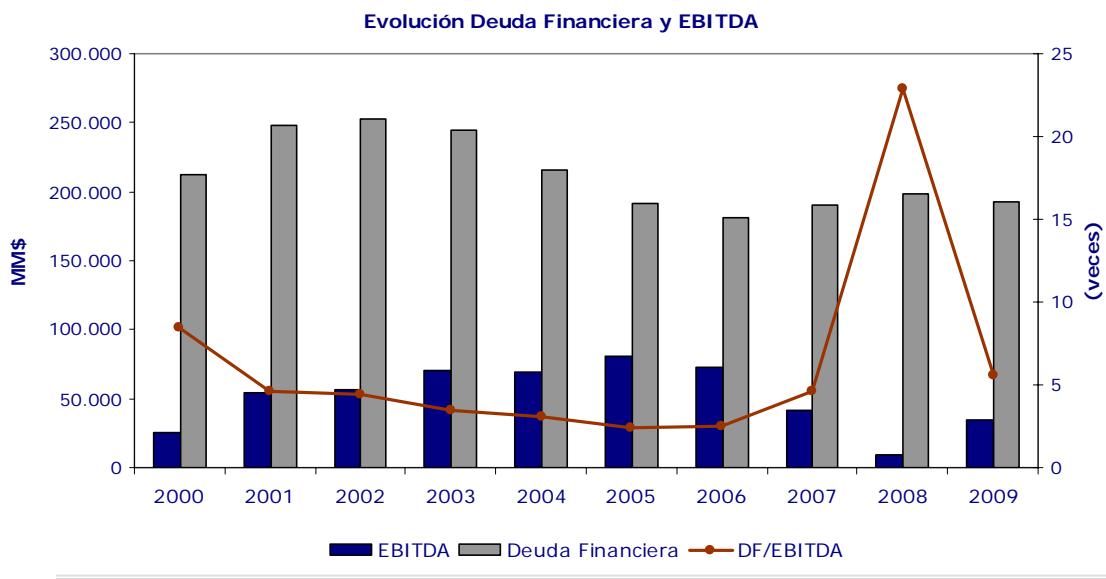
Como resultado de los mayores costos de explotación, el margen EBITDA sobre ingresos ha caído desde niveles del 45% hasta poco más del 20% en 2009. Para 2010 se espera una recuperación de estos tres indicadores, como resultado de la reincorporación de clientes que está llevando a cabo la empresa.



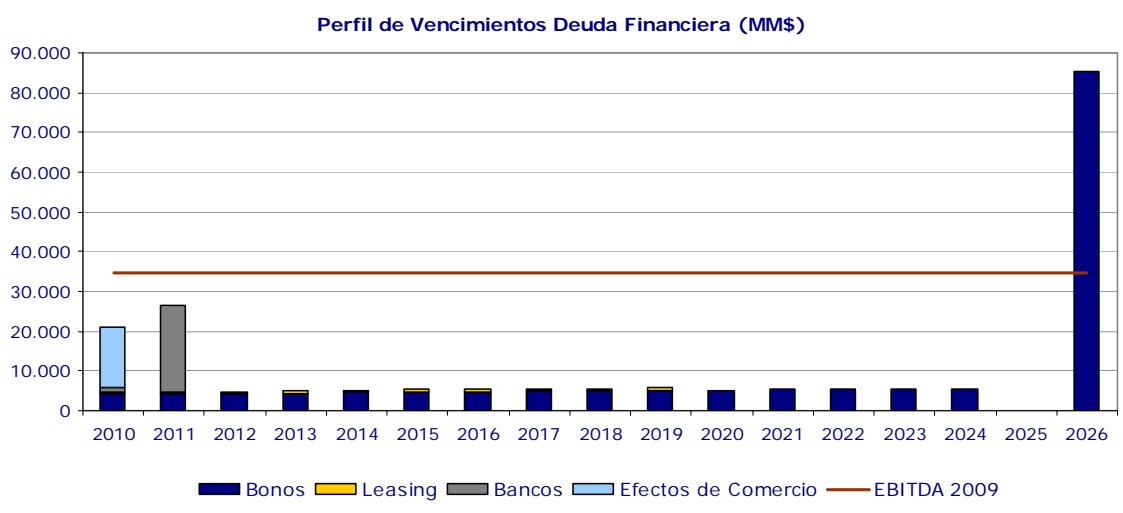
Endeudamiento y Liquidez

El endeudamiento financiero de la empresa medido en términos absolutos ha permanecido bastante estable entre 2005 y 2009, oscilando entre \$ 180 mil y \$ 200 mil millones. Sin embargo, debido a la disminución de los flujos de caja por la menor actividad originada en los problemas de abastecimiento, en términos relativos el endeudamiento financiero ha aumentado, medido como la relación entre el pasivo financiero y el EBITDA de la sociedad. A juicio de **Humphreys**, este indicador debiese mejorar a partir de 2010 como consecuencia de la mayor generación de caja derivada del uso de GNL, estabilizándose hacia el futuro⁴.

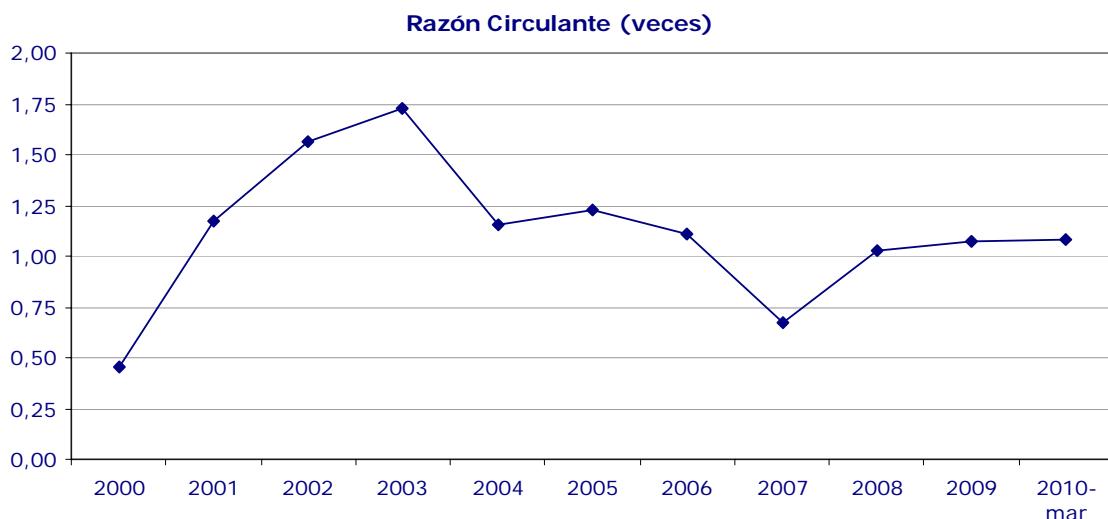
⁴ Suponiendo una deuda financiera similar a la actual.



En general, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Si consideramos que el EBITDA de 2009 fue de \$ 34 mil millones, y que a partir de 2010 debiera incrementarse, los vencimientos anuales de la deuda financiera son inferiores al flujo de caja de 2009 y al proyectado en adelante. La excepción corresponde a 2026, cuando hay elevados pagos por el vencimiento de bonos colocados, aunque es probable su reestructuración en caso de ser necesaria.

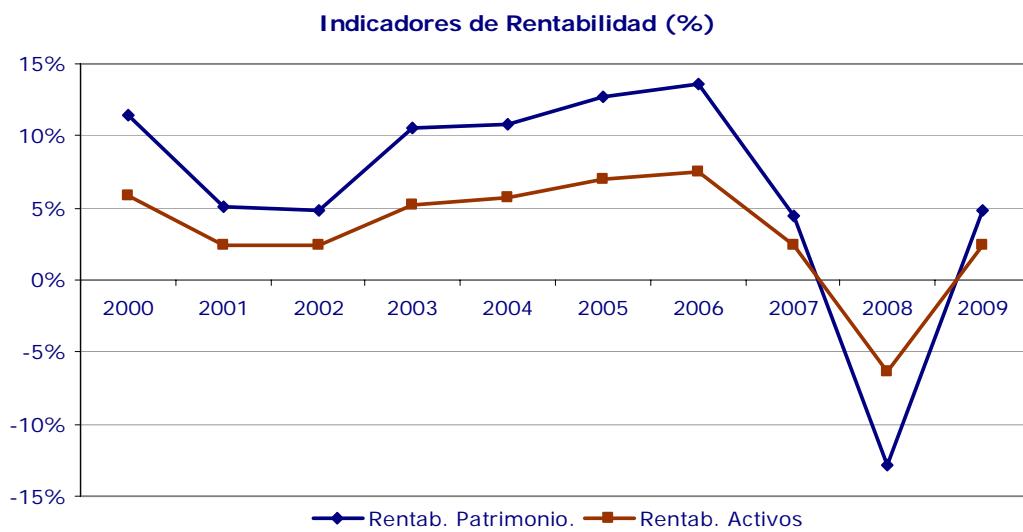


Al 31 de marzo el 88% de la deuda correspondía a instrumentos de tasa de interés fija, lo que disminuye de forma importante el riesgo por variación de tasas, mientras que parte relevante de la deuda de la empresa se encuentra denominada en UF, exponiéndola a mayores pagos en años de mayor inflación. Finalmente, la liquidez de la empresa, medida como razón circulante, ha mantenido niveles adecuados y estables en los últimos años, esperándose que el mayor flujo de caja de 2010 y 2011 le permita enfrentar de mejor forma los vencimientos de efectos de comercio y bancos programados para estos dos años.



Rentabilidad⁵

Asociada a la disponibilidad de gas y a la evolución de negocio, la rentabilidad hasta 2006 presentó una evolución favorable, iniciándose en 2007 una etapa de menores tasas de retorno. El año 2008 se vio particularmente afectado no sólo por el resultado operacional negativo (en el caso de la rentabilidad operacional), sino también por los efectos de las variaciones en las tasas de cambio y unidades de reajuste (por la mayor inflación), en el resultado del ejercicio. En 2009 se retoman las tasas positivas por la llegada del GNL en el último período del año lo que indicaría que en 2010 se recuperarán incluso de mayor forma.



⁵ Rentabilidad Patrimonio=Resultado del ejercicio/Patrimonio; Rentabilidad Activos= Resultado operacional/Activos promedio.

Bonos



A julio **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

- 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 bonos

- N° y fecha de inscripción: 345 del 09/10/2003
- Plazo de la línea: 10 años

- Primera Emisión (Serie E)

- Fecha colocación: Octubre 2003
- Monto colocado: UF 2.000.000
- Tasa de carátula: 3,75%
- Vencimiento: Agosto 2009

Covenants

Tanto para la deuda con bancos como para los bonos, **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. Aunque a junio de 2010 este *covenant* se encuentra en cumplimiento, su obligatoriedad se iniciará en 2012, para ambos tipos de deudas.
- El segundo resguardo corresponde al nivel de endeudamiento. En este caso, el pasivo exigible total sobre la suma de patrimonio más interés minoritario no puede superar las 1,25 veces. A la fecha, 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 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"