



Razón Reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Metrogas S.A.

Agosto 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Efectos de Comercio Tendencia	AA- Nivel 1+/AA- Favorable ¹
Estados financieros	30 junio 2013

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Bonos Series B1 y B2	Nº 217 de 22.10.1999
Bonos Series D1 y D2	Nº 259 de 11.07.2001
Bono Serie F	Nº 344 de 09.10.2003
Línea de Bonos a 10 años	Nº 345 de 09.10.2003
Línea de Efectos de Comercio	Nº 74 de 25.11.2009

Estado de Resultados Consolidado IFRS²

MM\$ Junio 2013	2009	2010	2011	2012	Ene-jun 2012	Ene-jun 2013
Ingresos totales	186.761.049	318.387.931	447.759.349	460.117.217	231.999.171	213.968.224
Costo de ventas	-146.205.637	-232.740.365	-342.872.245	-314.302.457	-188.801.621	-119.672.409
Gastos de Administración	-24.023.000	-24.577.449	-26.136.550	-28.930.428	-14.366.094	-12.361.803
Resultado operacional³	15.072.953	59.248.877	76.163.413	114.203.290	28.062.850	80.729.180
Costos financieros	-15.237.032	-12.474.503	-10.745.082	-10.851.815	-5.429.287	-5.945.666
Utilidad del Ejercicio	17.014.081	38.102.258	57.416.133	87.674.772	34.661.593	61.604.508
EBITDA ⁴	35.797.601	78.127.142	95.088.206	133.064.873	37.427.044	92.392.316

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Los EEFF presentados en estas tablas han sido corregidos por variación del IPC a junio de 2013.

³ Se define como ganancia bruta, menos gastos de administración y menos otros gastos por función.

⁴ EBITDA bajo IFRS = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS

MM\$ Junio 2013	31 dic 2009	31 dic 2010	31 dic 2011	31 dic 2012	30 jun 2013
Activos Corrientes	49.996.448	69.499.919	75.690.033	86.136.958	83.562.692
Activos No Corrientes	635.896.708	602.213.020	575.065.507	701.871.117	703.531.228
Total Activos	685.893.156	671.712.939	650.755.539	788.008.075	787.093.920
Pasivos Corrientes	46.459.480	36.438.508	30.840.991	32.699.610	42.988.548
Pasivos No Corrientes	286.524.292	255.141.547	267.600.485	290.187.644	281.472.746
Total Pasivos	332.983.772	291.580.056	298.441.476	322.887.254	324.461.294
Patrimonio	352.909.385	380.132.883	352.314.063	465.120.821	462.632.626
Total Pasivos y Patrimonio	685.893.156	671.712.939	650.755.539	788.008.075	787.093.920
Deuda Financiera	210.681.923	167.552.735	159.470.732	155.253.269	152.411.979

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 2012 la empresa generó ingresos anuales del orden de los US\$ 907 millones, atendiendo a más de 470 mil clientes en la Región Metropolitana, mayoritariamente residenciales y comerciales, así como industriales. Su EBITDA durante 2012 fue de US\$ 263 millones, mientras que la deuda financiera al 30 de junio de 2013 llegaba a US\$ 300 millones, mayoritariamente en bonos.

La plena operación del terminal de GNL en Quintero, así como la hidrología de los últimos años, que ha llevado a centrales termoeléctricas a demandar gas, sumado al crecimiento del sector industrial, le ha permitido al emisor lograr mayores volúmenes de venta, que llegaron a US\$ 907 millones durante 2012, lo que representa un crecimiento de 2,8% respecto al año anterior, mientras que el EBITDA alcanzó a más de US\$ 263 millones, registrando una expansión anual de casi 40%, debido al menor costo de adquisición de gas natural.

La mayor disponibilidad de flujos de caja derivada del entorno antes descrito se ha traducido en una mejora en el endeudamiento relativo de la empresa, ya que si la relación deuda financiera a

EBITDA llegaba a 2,1 a fines de 2010, la misma variable se redujo a 1,7 a fines de 2011 y a 1,2 a diciembre de 2012. En el año móvil terminado en junio de 2013, la relación deuda a EBITDA registraba un valor de 0,92 veces.

Si bien se reconoce que el endeudamiento financiero absoluto podría elevarse a futuro, también se estima que la inversión más fuerte de la empresa ya fue realizada y que en la actualidad las inversiones pueden ser asumidas con flujos operativos.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Metrogas** en Categoría AA- y Nivel 1, se encuentra la estabilidad de la demanda asociada al segmento residencial y comercial, mayor línea de negocios para la empresa en cuanto a margen de contribución. En general, esta demanda -descontando la habitual estacionalidad del consumo para calefacción en invierno- es relativamente estable en el 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. Lo anterior se vería favorecido por la caída en el precio del gas provisto por BG Group, lo que permitió reducir las tarifas al segmento residencial en 22% en el segundo semestre de 2012, lo cual incrementa la competitividad de esta forma de energía en comparación con fuentes alternativas.

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, la cual ya estaría llegando a la sexta región, 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 su existencia, traducido también en buenos indicadores de participación en nuevos proyectos inmobiliarios.

Adicionalmente, la red permite el suministro continuo de gas, siendo una característica del servicio que lo destaca, a nivel del usuario, en relación con el gas licuado en cilindro, o la parafina usada para calefacción, sustitutos del gas natural.

La clasificación de riesgo también incorpora como elemento positivo los resultados del esfuerzo comercial de la empresa, que queda de manifiesto en el constante crecimiento de su base de clientes residenciales y comerciales, incluso bajo el período de la crisis asociada a los problemas de abastecimiento, lo que se ha hecho extensivo al segmento industrial bajo el nuevo esquema de provisión mediante GNL, particularmente porque en términos ambientales este combustible ayuda a las industrias a cumplir las normativas vigentes.

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 con la crisis del gas argentino).

Desde otra perspectiva, 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. Asimismo, la empresa dispone de dos plantas de respaldo con una capacidad total de aproximadamente 2,1 millones de metros cúbicos al día, en base de mezcla propano-aire, para cubrir 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.

Por otro lado, la caída en el precio de su principal insumo debería tener un efecto acotado en el EBITDA, toda vez que la normativa legal establece límites a la rentabilidad en la distribución de gas. Al respecto, también restringe la clasificación la posibilidad de cambios en la legislación del sector, por ejemplo, mediante regulaciones a los precios cobrados al sector residencial.

Las perspectivas de la clasificación se califican "*Favorables*", dado que la empresa ha incrementado significativamente su generación de caja en relación con su nivel de deuda y, por lo tanto, la categoría de riesgo asignada podría incrementarse si no se producen incrementos significativos en el nivel de sus obligaciones financieras.

Para la mantención de la clasificación se espera que la operación continua con GNL permita mantener en el largo plazo precios competitivos en relación a combustibles alternativos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Demanda semi-cautiva con precios competitivos
- Altas barreras de entrada

Fortalezas complementarias

- Costo de cambio de clientes
- Alta predicción de la demanda de largo plazo
- Adecuado perfil de pago de deuda
- Bien asimilable a los de primera necesidad

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y de gestión demostrada en los hechos
- Insumo de baja contaminación comparativa

Riesgos considerados

- Interrupción de suministro de GNL (de baja probabilidad, pero de impacto severo)
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado)
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad)

Hechos recientes

Resultados 2012⁵

El año pasado los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 460.117 millones, lo que representa un incremento de 2,8% respecto a 2011. En términos de volumen, la expansión alcanzó un 27,8%, hasta 1.034 millones de metros cúbicos (m³).

Si se excluyen las ventas a empresas eléctricas (de mayor volatilidad y dependientes de la condición hidrológica del período), las ventas físicas se incrementaron en 2,2%. Por su parte, las ventas a empresas eléctricas se incrementaron en 9,6% durante 2012.

El costo de venta, en tanto, alcanzó a \$ 314.302 millones, contrayéndose en 8,3% respecto al año anterior, principalmente por el menor costo de gas debido a la renegociación del contrato con British Gas, lo que implicó que el margen de explotación se incrementara en 39,0%, aumentando su participación como porcentaje de los ingresos, al pasar de representar un 23,4% en 2011 a un 31,7% en 2012.

⁵ Los valores han sido expresados pesos de junio de 2013

El total de gastos de administración se incrementó en 10,7%. Con lo anterior, el resultado operacional creció casi en 50%, hasta \$ 114.203 millones, representando un 24,8% de los ingresos (17% en 2011).

El EBITDA del ejercicio 2012 fue de \$133.064 millones, lo que representa una expansión de 39,9% respecto a 2011. Como proporción de los ingresos, este indicador correspondió a un 28,9% en 2012, versus un 21,2% en 2011, y se explica por el mayor nivel de ventas a eléctricas durante el último trimestre de 2012.

Los gastos financieros se incrementaron en 1,0% anual, a pesar de la disminución de la deuda financiera de la empresa (\$ 155.253 millones en 2012, en comparación con los \$ 159.471 millones exhibidos a fines de 2011). Finalmente, la utilidad del ejercicio, reflejando la mejora operacional de la compañía, se expandió en 52,7%, totalizando \$ 87.675 millones.

Resultados primer semestre de 2013

Durante el primer semestre de 2013 los ingresos decrecieron en 7,8% respecto al mismo período del año anterior, debido a la reducción en las tarifas aplicadas con motivo de la renegociación del contrato de suministro con BG.

En efecto, los metros cúbicos vendidos en total fueron de 585,2 millones de m³, lo cual significa un incremento de 9,1% respecto a igual período del año anterior, explicado principalmente por el aumento de las ventas a empresas eléctricas, las que exhiben una expansión de 6% en el semestre, en comparación con el mismo período del año anterior.

El costo de ventas del semestre decrece en más de 36% hasta \$ 119.672 millones, con lo que el margen de explotación llegó a \$ 94.293 millones. Los gastos de administración totales fueron de \$ 12.636 millones (reducción de 14,0%), de modo que el resultado operacional del semestre fue de \$ 80.729 millones, lo que representa un incremento de más de 187%. En tanto, el EBITDA del período, alcanzó a \$ 92.392 millones, esto es, un aumento de casi 147% respecto al mismo período de 2012.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Nivel 1 (N-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.

"+" Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Características de la demanda residencial y comercial: El consumo asociado principalmente al uso de cocinas, calderas y calefons en hogares y comercios es comparativamente inelástico a precio (salvo que éste muestre un incremento abrupto, lo cual, como se dijo, no se prevé en el corto plazo. Más aún, las negociaciones con BG Group permitieron a **Metrogas** acceder a mayores volúmenes de gas, a menores precios y garantizar, aún más, un suministro continuo y seguro, lo que se traspasó a los consumidores), 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 calefons 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 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. Por lo mismo, mantiene una buena participación de mercado en los nuevos proyectos inmobiliarios que se realizan en la región, lo que le asegura mantener un crecimiento acorde con el desarrollo de casas y departamentos.

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 2010) 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 clientes industriales.

Adecuada estructuración de la deuda: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2025 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones asciende a cerca de \$ 8.400, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2012 (más de \$ 132.000 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. La excepción corresponde a 2026, cuando debe efectuarse el pago de UF 4 millones por el vencimiento de las series D1 y D2, aunque, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

Ventajas ambientales en el segmento industrial: El gas natural posee la ventaja de ser un combustible más limpio en términos de emisiones para su uso en industrias, las que deben cumplir con las normativas sobre emisiones dictadas por la autoridad medioambiental de la Región Metropolitana, otorgando finalmente a **Metrogas** una ventaja competitiva en relación a otros combustibles para la captación de clientes industriales

Factores de riesgo

Competencia de otros combustibles: Si bien una red fija de gasoductos y cañerías que distribuye gas natural hasta la ubicación del usuario constituye una fuerte ventaja competitiva frente a los sustitutos, en particular por la comodidad de disponer de un abastecimiento continuo sin necesidad de utilizar camiones, en la práctica dicha ventaja puede verse mermada en caso que el precio relativo del gas natural frente a sus sustitutos se eleve e incentive el cambio, en particular si se considera que muchas empresas, a consecuencia del corte de suministro de gas argentino, instalaron sistemas de respaldo con otros combustibles.

Todo avance tecnológico que favorezca el uso de combustibles alternativos, especialmente si son de menor precio, se presenta como un riesgo potencial para **Metrogas**, el que si bien no necesariamente comprometería todo el negocio, sí puede restar participación de mercado en algunos de los usos del gas natural, aunque se reconoce que el costo de cambio a alternativas atenúa fuertemente este riesgo, y, en el corto plazo, a la inversa, se ha registrado una fuerte disminución en el precio del gas, lo cual incrementa su competitividad respecto a fuentes de energía alternativa.

Exposición a precios del GNL: Si bien la empresa en la actualidad tiene acceso a diversidad de fuentes de GNL, los precios de este combustible por contrato se encuentran indexados principalmente al índice Henry Hub. Con todo, dada la inelasticidad que exhibe la demanda, en el mediano plazo la compañía tiene la capacidad de traspasar las fluctuaciones del costo de provisión de gas al precio que cobra a público, sujeto al cumplimiento de la rentabilidad máxima establecida por ley.

Planta de suministro única: La empresa se abastece de gas natural desde el terminal de GNL de Quintero, lo que soluciona el problema de abastecimiento de gas natural desde Argentina en el largo plazo, pero implica que el suministro de la empresa queda expuesto a cualquier situación que pueda afectar el normal funcionamiento de dicha planta. 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.

Si bien, como se explicará más adelante, **Metrogas** ha podido renegociar su contrato de aprovisionamiento de gas con disposiciones de precio más convenientes para la emisora, estos

contratos permiten morderar, pero no eliminar completamente, los riesgos de abastecimiento de gas natural.

Cambios normativos: Para distribuir gas natural en Chile la legislación exige a los interesados solicitar una concesión de distribución de gas por redes, siendo Metrogas en la actualidad la única que la tiene en la Región Metropolitana. La norma chilena no contempla el acceso de terceros a las redes de un concesionario -salvo un acuerdo entre las partes-. Sin embargo, ante un cambio en la legislación vigente, Metrogas podría eventualmente verse obligado a otorgar acceso a terceros a sus sistemas de cañerías de distribución (sistema abierto de distribución), lo que podría mermar sus perspectivas de crecimiento.

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 implementado en la práctica, aunque esto podría cambiar a futuro.

Antecedentes generales

Descripción del negocio

Metrogas es una compañía que transporta y distribuye gas principalmente dentro de la Región Metropolitana. Para ello cuenta con 5.125 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 firma de contratos de abastecimiento por parte de GasAndes y los productores argentinos, firmándose los primeros contratos con **Metrogas** y las empresas de electricidad. En 1996 comenzó la construcción del gasoducto GasAndes, y el emisor inició en Santiago la construcción de sus redes de distribución. En 1997, **Metrogas** comenzó con la distribución de gas natural a algunos clientes en la Región Metropolitana.

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, prácticamente sin poder atender al 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%.

Desde el segundo semestre de 2009 la compañía es abastecida a través de gas natural licuado proveniente del terminal de Quintero, no recibiendo actualmente suministro desde Argentina.

En julio de 2012 se llegó a acuerdo con British Gas, modificándose los contratos de abastecimiento que ambas partes poseen desde 2009. El acuerdo permite a **Metrogas** contar con mayores volúmenes de gas, con precios más convenientes y garantizar, un suministro continuo y seguro, ya que el GNL es importado desde diversos países de distintos continentes y los contratos presentan cláusulas de aseguramiento del abastecimiento muy favorables para **Metrogas**. Una vez que llegan los barcos, el GNL es re-gasificado en Quintero, terminal que ya ha operado sin problemas desde junio de 2009, y que cuenta con una capacidad de regasificación de casi 10 millones de m³ día. En este momento se está ampliando esta capacidad, que durante el segundo semestre de 2014 alcanzará los 15 millones de m³ día. Este terminal cuenta con los más altos estándares de operación, seguridad y respaldo a nivel mundial. Además, el terminal cuenta con dos estanques de 160.000 m³ de GNL y uno con capacidad de 14.000 m³, que permiten contar con un stock importante del combustible en tierra. Además, el terminal cuenta con respaldo de generación eléctrica autosuficiente para operar y poder injectar gas al sistema.

Por otro lado, desde junio de 2012 **Metrogas** cuenta con capacidad de almacenamiento de gas natural en GasAndes Chile. Esta capacidad será incrementada a fines de 2013 a más de 2 millones de metros cúbicos. Además, se dispone de capacidad para operar plantas de propano aire que podrían abastecer el mercado residencial sin problemas

Por otro lado, la llegada de gas a precios inferiores determinó que en agosto de 2012 **Metrogas**, en concordancia con la normativa vigente que limita la rentabilidad de las empresas distribuidoras de gas, aplicó cambios en su estructura tarifaria. Estas modificaciones permitieron reducir un 22% los precios del segmento residencial. Los demás segmentos de clientes — industriales, comerciales y gas natural para vehículos— también se vieron beneficiados por la reducción en los precios del insumo.

Propiedad

Al 31 de diciembre de 2012 la propiedad de **Metrogas** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Número de Acciones Pagadas	% de la Propiedad
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 III a la XI y también en la XII, en la cual además vende gas natural. A través de su filial Gas Sur, distribuye gas natural en la VIII Región, y mediante su coligada Gasnor S.A., gas natural en la zona noroeste de Argentina. También tiene presencia en Colombia en la comercialización de gas licuado.

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:

Nombre	Cargo
Matías Pérez Cruz	Presidente
Eduardo Rafael Morandé Montt	Vicepresidente
Eduardo Cabello Correa	Director
Ramiro Méndez Urrutia	Director
Lorenzo Gazmuri Schleyer	Director
Claudio Hornauer Herrmann	Director
Francisco Javier Marín Jordán	Director
Rodrigo Huidobro Alvarado	Director
Eduardo Navarro Beltrán	Director

Abastecimiento, transporte y distribución del gas natural

Hasta 2008, el gas natural distribuido por la empresa provenía principalmente de yacimientos en la cuenca de Neuquén, Argentina. Para ello, **Metrogas** suscribió contratos de largo plazo con dos empresas argentinas, Consorcio Sierra Chata y Consorcio Aguada Pichana, no recibiendo actualmente gas desde ese país y habiendo desahuciado el segundo contrato.

No obstante, y como se menciona a lo largo del informe, desde el segundo semestre de 2009 la compañía utiliza GNL, recibido en Chile a través del nuevo terminal de Quintero. El acceso a este combustible permite a **Metrogas** reemplazar el suministro argentino, accediendo a proveedores de todo el mundo, de Trinidad y Tobago, Indonesia y Egipto, entre otros.

Planta de GNL Quintero

Ante las restricciones de suministro de gas natural argentino sufridas por la empresa, se tomaron medidas a nivel país para el mediano y largo plazo.

Una solución de largo plazo y definitiva ha sido el proyecto de GNL Quintero, el que entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y total en el primer semestre de 2011. Este proyecto consiste en un terminal marítimo para la recepción del combustible (que es transportado a través de buques-tanque operados por BG Group), tres estanques de almacenamiento (con una capacidad total de 330 mil m³ de GNL) 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 del terminal. La sociedad GNL Chile S.A. -donde participan Enap, Endesa Chile y Metrogas en partes iguales -se creó para estructurar 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, a través de GNL Chile, 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.

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 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 (85% del total) 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 diferencial se financió con aportes de los socios accionistas (entre ellos **Metrogas**).

Los derechos sobre esta capacidad de regasificación de gas se dividen en partes iguales entre los tres socios de GNL Chile S.A. Si bien desde mediados de 2010 el terminal funcionaba con sus dos estanques de almacenamiento de GNL, a comienzos de 2011 comenzó la operación definitiva del terminal, fecha en la que **Metrogas** comienza a pagar la tarifa completa por su uso, establecida aproximadamente en US\$5 millones por mes, independientemente del volumen de gas despachado.

La capacidad actual de regasificación del terminal es de 10 millones de m³ de gas natural por día. Por otro lado, comenzaron actividades para su ampliación a 15 MM mts³, la cual estaría operativa a fines de 2014. .

Distribución de ingresos

Metrogas desarrolla su negocio vendiendo gas natural a distintos segmentos de mercado, entre los cuales destacan:

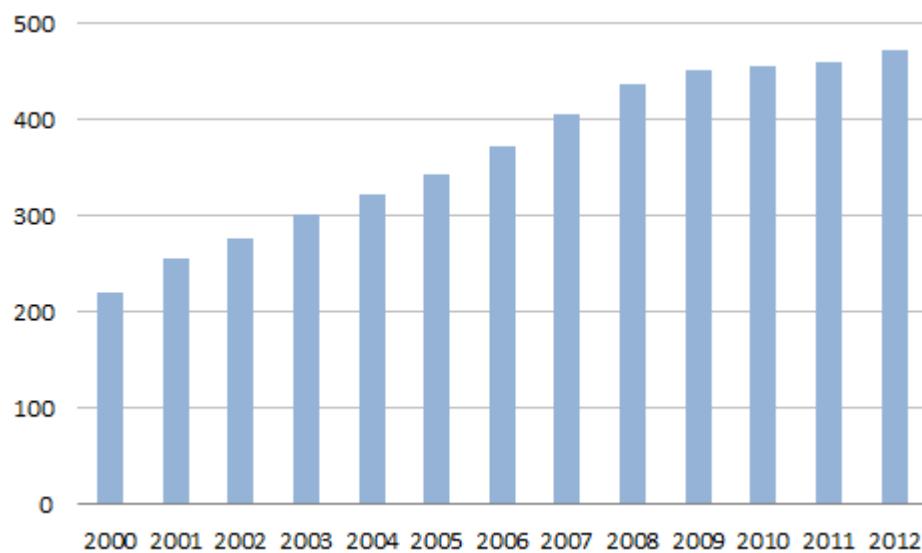
Residencial - Inmobiliario

Segmento conformado por clientes convertidos desde el uso de gas de ciudad y de gas licuado de petróleo, así como por los clientes originados en el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. A diciembre de 2012 los clientes de este segmento llegaban a más de 472 mil.

Metrogas mantiene una penetración cercana al 80% en su mercado objetivo, lo que se profundiza mediante programas de fidelización y mejoras en el servicio. Cabe destacar que la empresa posee un alto porcentaje de participación en los nuevos desarrollos inmobiliarios de la Región Metropolitana.

La empresa vende a este segmento a una tarifa estándar, aunque a los clientes residenciales que consumen más de 100 m³ durante los meses de invierno se les ofrece una tarifa especial con consumo mínimo que es atractiva para clientes con alto consumo esa temporada.

Número de Clientes Residenciales Metrogas
(2000-2012. Miles)



Clientes comerciales

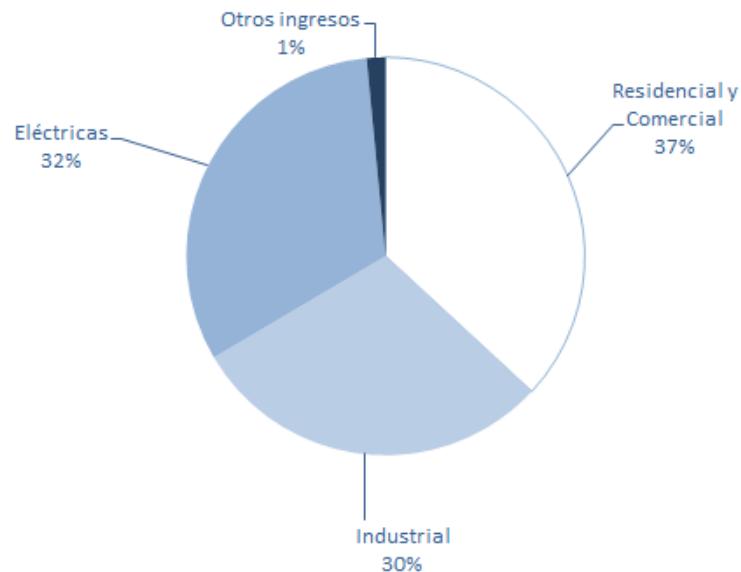
Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas y centros comerciales, entre otros.

Clientes industriales

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

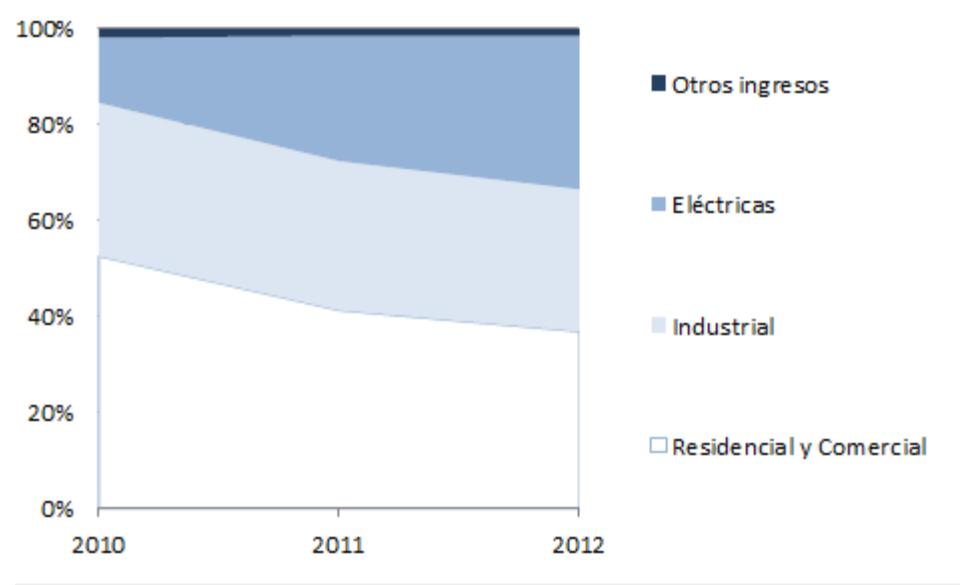
Durante 2012 un 37% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales, un 30% de clientes industriales y un 32% de las ventas a empresas eléctricas.

Estructura de Ingresos Metrogas 2012



Se aprecia que entre los años 2010 y 2012 ha caído la proporción de ingresos generados en el sector Residencial-Comercial, debido al incremento de las ventas a empresas eléctricas, producto de una hidrología seca, que ha significado la entrada en operación de plantas de ciclo combinado a gas natural.

Estructura de Ingresos Metrogas 2010-2012



Otros negocios

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, pero de importante crecimiento: el de gas natural vehicular, que había estado paralizado a consecuencia también de las restricciones de gas argentino, pero que está experimentando una reactivación con la reaparición de puntos de abastecimiento en Santiago de las petroleras clásicas y de la nueva distribuidora de GN vehicular Autogasco, negocio controlado por Gasco, matriz de Metrogas.

Por otra parte, durante 2012, Metrogas comenzó a distribuir gas natural a través del segmento GNL Móvil. Esta operación permite llevar el energético en estado líquido desde GNL Quintero directamente hasta los puntos de consumo, sin la necesidad de ampliar las redes soterradas de distribución.

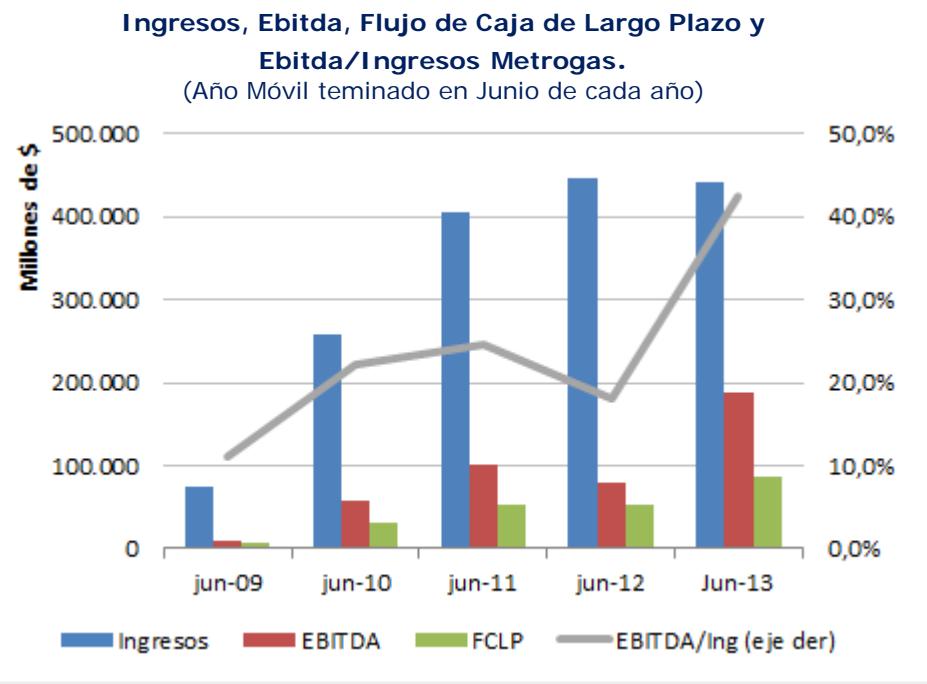
Un mercado más volátil corresponde al de las generadoras eléctricas. En la actualidad, la posibilidad de vender gas natural a estas empresas depende de la contingencia del mercado

eléctrico, puesto que bajo un régimen de lluvia normal en Chile los ciclos combinados, que utilizan gas natural, pueden no resultar competitivos en términos de costos marginales, debido al precio de este insumo y por lo tanto no requerir de este combustible. En este segmento de negocios, la compañía ha firmado contrato con Colbún, por el cual abastecerá una de sus centrales por los meses de Enero a Abril entre los años 2013 y 2015. Durante el año 2012, **Metrogas** vendió a las eléctricas aproximadamente 432 millones de m³.

Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

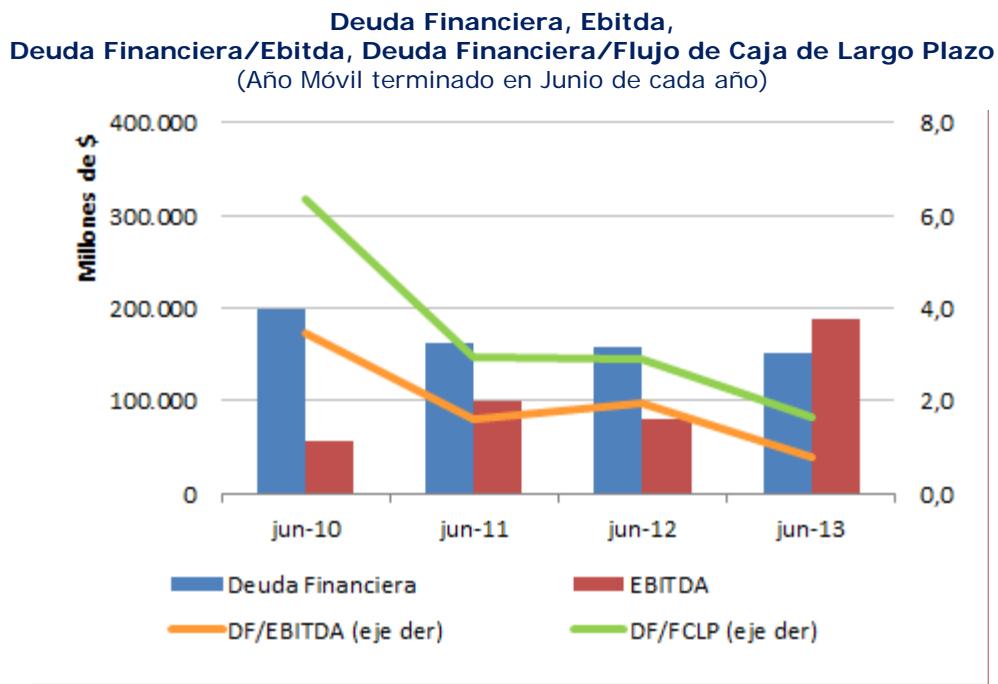
Los ingresos de **Metrogas** se han situado casi en los \$ 442 miles de millones en el año móvil terminado a junio, al tiempo que el EBITDA se ha situado sobre los \$ 188 miles de millones, y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP),⁶ se situó en los \$ 87 mil millones. Se aprecia en el siguiente gráfico que, producto de la mayor venta a las eléctricas, el EBITDA como porcentaje de los ingresos se ha situado a niveles del 36%.



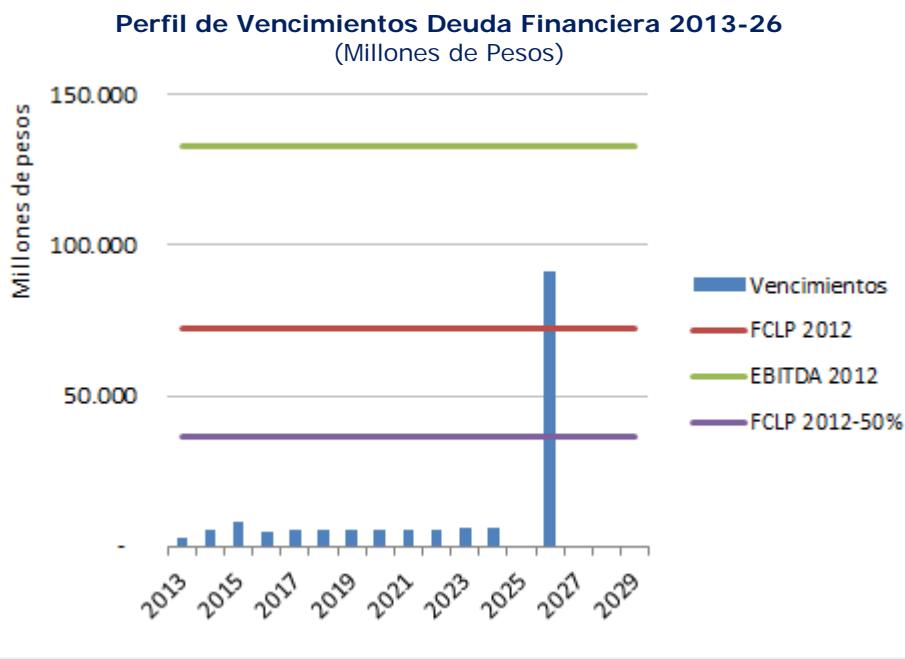
⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

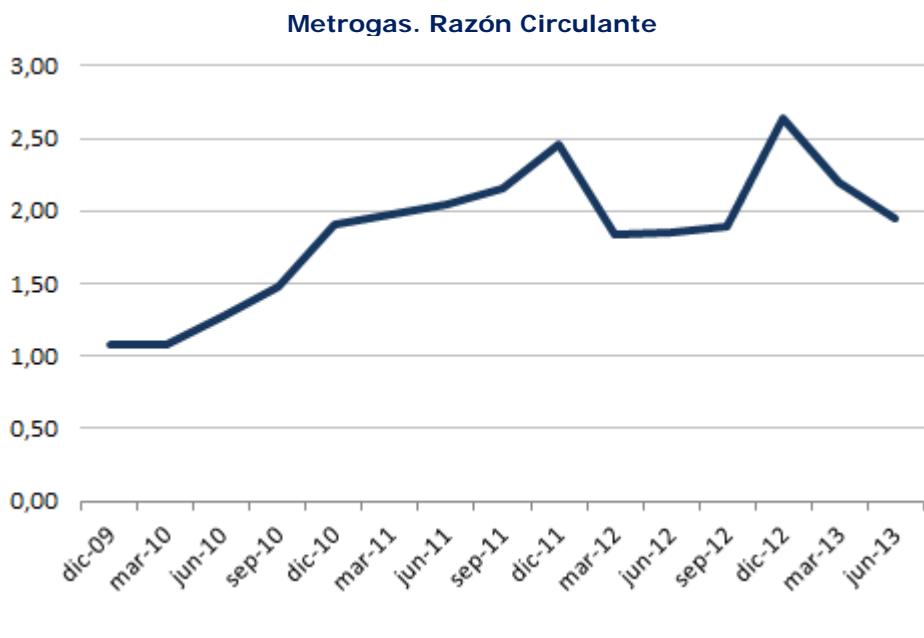
La deuda financiera de **Metrogas** se situó en torno a \$ 155.000 millones en diciembre de 2012, principalmente en forma de bonos con el público, registrando una caída de más de 2,6% respecto al mismo período del año anterior. Se observa que en junio de 2013 esta deuda representó 0,9 veces el Ebitda, o 1,7 veces el Flujo de Caja de Largo Plazo, lo cual representa una buena capacidad de pago, en opinión de **Humphreys**.



Hasta 2025 la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada, con vencimientos que representan aproximadamente un 4% del EBITDA de 2012, o un 7% del flujo de caja de largo plazo. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones, aunque es probable y posible su reestructuración en caso de ser necesaria.

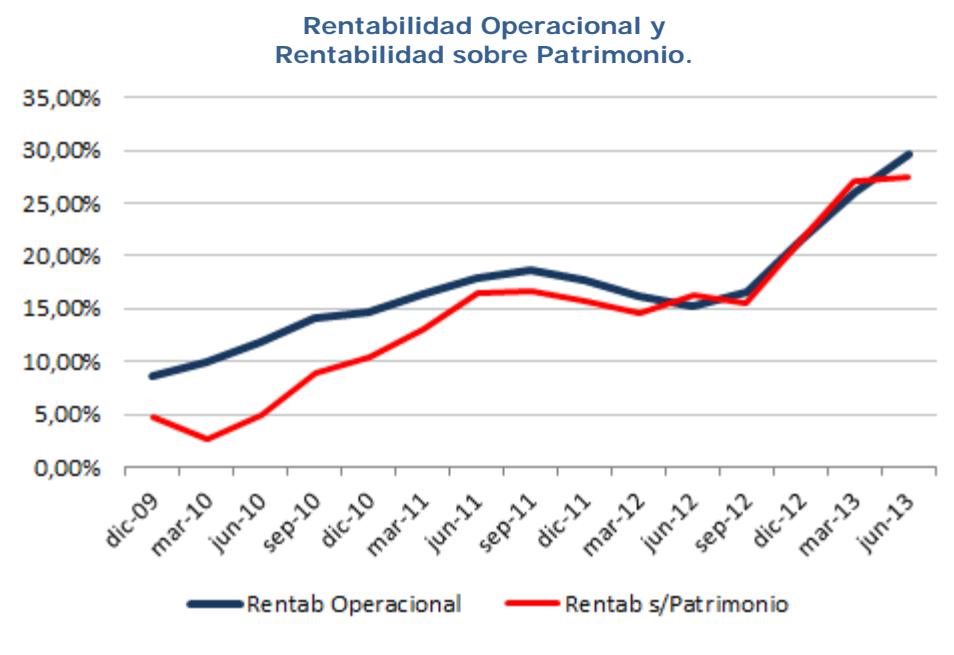


En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, la compañía ha consistentemente un indicador superior a una vez, llegando incluso a niveles en torno a 2,5 a fines de 2011, para posteriormente reducirse a niveles en torno a 2 durante mediados de 2012, y un incremento a valores en aproximados de 2,6 a fines del año pasado, para retornar a valores de 2,0 en junio de 2013.



Evolución de la rentabilidad⁷

Luego de la crisis del gas argentino, la rentabilidad operacional y sobre el patrimonio de la compañía se incrementó hasta llegar a valores en torno al 17% durante el tercer trimestre de 2011. Luego de una leve caída en los indicadores de rentabilidad, hacia fines del año pasado, debido a la renegociación del contrato de suministro de gas con BG y las excepcionales ventas de gas a las compañías eléctricas, la rentabilidad sobre el patrimonio se ha situado en valores cercanos a 25%, mientras que la rentabilidad operacional registrada durante junio de 2013 se incrementó hasta valores aproximados de 30%, como se presenta en el siguiente gráfico.



⁷ Rentabilidad operacional= Resultado operacional sobre activos promedio; rentabilidad del patrimonio= utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedios.

Instrumentos de deuda

A junio de 2013 **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
- Montos vigentes:	UF 88.903 (serie B1), UF 800.122 (serie B2)

- Bono Series D1-D2

- Fecha colocación:	Agosto 2001
- Monto colocado:	UF 4.000.000
- Tasa de carátula:	6,50%
- Vencimiento:	Junio 2026
- Montos vigentes:	UF 800.000 (serie D1), UF 3.200.000 (serie D2)

- Bono Serie F

- Fecha colocación:	Octubre 2003
- Monto colocado:	UF 2.500.000
- Tasa de carátula:	6,00%
- Vencimiento:	Agosto 2024
- Montos vigentes:	UF 2.250.000

- Línea de bonos (sin colocaciones vigentes)

- N° y fecha de inscripción:	345 del 09/10/2003
- Plazo de la línea:	10 años
- Monto de la línea:	UF 3.000.000

Los efectos de comercio inscritos son:

- Línea de efectos de comercio (sin colocaciones vigentes)

- N° y fecha de inscripción:	074 de 25/11/2009
- Plazo de la línea:	10 años
- Monto de la línea:	UF 1.000.000

Covenants

Para los bonos vigentes, **Metrogas** se ha comprometido a mantener ciertos resguardos financieros:

- El primero corresponde a la cobertura de gastos financieros, estipulándose que no debe ser inferior a 3,5 veces. Al 31 de junio de 2013 este *covenant* se encuentra en cumplimiento con un valor de 21,73 veces.
- El segundo resguardo corresponde al nivel de endeudamiento. En este caso, el pasivo exigible total incluyendo garantías directas e indirectas sobre la suma de patrimonio más interés minoritario no puede superar las 1,38 veces. Al 31 de junio de 2013, este *covenant* se cumple con un valor de 0,74 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."