



Razón Reseña:  
**Anual y cambio de clasificación  
y tendencia**

Analista  
Elisa Villalobos H.  
Tel. (56-2) 2433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

## **Metrogas S.A.**

Mayo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

<b>Categoría de riesgo</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
Bonos	AA <sup>1</sup>
Efectos de Comercio	Nivel 1+/AA <sup>2</sup>
Tendencia	Estable <sup>3</sup>
Estados financieros	31 de marzo de 2014

<b>Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda</b>	
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 Efectos de Comercio	Nº 74 de 25.11.2009

<b>Estado de Resultados Consolidado IFRS</b>						
<b>M\$</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Enero-marzo 2013</b>	<b>Enero-marzo 2014</b>
Ingresos totales	296.811.493	430.474.895	456.013.649	390.750.828	103.652.012	113.051.048
Costo de ventas	-216.852.121	-329.637.829	-311.212.945	-223.576.655	-57.538.499	-78.609.745
Ganancia bruta	79.959.372	100.837.066	144.800.704	167.174.173	46.113.513	34.441.303
Gastos de Administración	-22.898.604	-25.163.372	-28.678.179	-27.083.388	-6.471.350	-4.102.390
<b>Resultado operacional<sup>4</sup></b>	<b>58.763.088</b>	<b>73.167.650</b>	<b>113.457.962</b>	<b>136.865.521</b>	<b>39.391.809</b>	<b>30.140.441</b>
Costos financieros	-11.616.765	-10.334.789	-10.753.671	-11.470.989	-3.122.897	-2.733.468
<b>Utilidad del Ejercicio</b>	<b>35.646.695</b>	<b>55.182.084</b>	<b>87.073.821</b>	<b>108.162.034</b>	<b>31.525.987</b>	<b>22.262.985</b>
EBITDA <sup>5</sup>	76.337.249	91.364.145	132.149.219	160.251.406	45.408.207	37.478.586

<sup>1</sup> Clasificación anterior: AA-.

<sup>2</sup> Clasificación anterior: Nivel 1+/AA-.

<sup>3</sup> Tendencia anterior: Favorable.

<sup>4</sup> Se define como ganancia bruta, menos gastos de administración y menos otros gastos por función.

<sup>5</sup> EBITDA bajo IFRS = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración + depreciación y amortización.

Balance General Consolidado IFRS						
M\$	2009	2010	2011	2012	2013	Enero-marzo 2014
Activos Corrientes	45.847.548	65.304.597	73.913.686	85.912.091	61.090.317	72.353.344
Activos No Corrientes	583.127.520	565.860.783	561.569.466	700.038.833	831.583.196	835.124.684
<b>Total Activos</b>	<b>628.975.068</b>	<b>631.165.380</b>	<b>635.483.152</b>	<b>785.950.924</b>	<b>892.673.513</b>	<b>907.478.028</b>
Pasivos Corrientes	42.604.091	34.238.919	30.117.193	32.614.245	53.697.485	62.409.294
Pasivos No Corrientes	262.747.389	239.740.077	261.320.249	289.430.089	296.944.032	294.371.666
<b>Total Pasivos</b>	<b>305.351.480</b>	<b>273.978.996</b>	<b>291.437.442</b>	<b>322.044.334</b>	<b>350.641.517</b>	<b>356.780.960</b>
Patrimonio	323.623.588	357.186.384	344.045.710	463.906.590	542.031.996	550.697.068
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>628.975.068</b>	<b>631.165.380</b>	<b>635.483.152</b>	<b>785.950.924</b>	<b>892.673.513</b>	<b>907.478.028</b>
Deuda Financiera	193.198.716	157.438.512	155.728.161	154.847.969	153.066.932	153.065.471

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Metrogas S.A.** distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana y la Región del Libertador General Bernardo O'Higgins. 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.

La plena operación del terminal de GNL en Quintero le permite a Metrogas importar gas natural desde países como Trinidad y Tobago, Argelia, Nigeria, Egipto, Qatar, entre otros.

Durante 2013 la empresa generó ingresos anuales por US\$ 744,8 millones<sup>6</sup>, atendiendo a 489 mil clientes residenciales, comerciales e industriales, sumado a 59 mil clientes térmicos. De esta forma, el número total de clientes alcanzó en 2013 a 548 mil.

El EBITDA de la compañía, al cierre de 2013, fue de US\$ 305,5 millones, lo que significó un incremento en 21,27% respecto a 2012 debido, principalmente, a menores costos de adquisición de gas por el acuerdo logrado entre British Gas Group y Metrogas en el segundo semestre de 2012. Por su parte, la deuda financiera, al primer trimestre de 2014, llegaba a US\$ 277,7

<sup>6</sup> Tipo de cambio utilizado: \$524,61/US\$, al 31/12/2013.

millones<sup>7</sup>, la que en un 97% corresponde a bonos y el resto a obligaciones por arrendamiento financiero.

El cambio de clasificación, desde "Categoría AA"-a "Categoría AA", obedece a la consolidación del nuevo modelo de abastecimiento del negocio y su consecuente impacto en las ventas. En efecto, ya han transcurrido casi tres años desde la puesta en marcha total del terminal y la planta de Quintero, mostrando una estabilidad operacional que le ha permitido a la empresa recuperar su base de clientes industriales, sostener su crecimiento general y mejorar sus generación de caja.

Además, 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 –descontado 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 vio favorecido por la caída en el precio del gas provisto por British Gas Group, lo que permitió reducir las tarifas al segmento residencial en 22% en el segundo semestre de 2012. Mientras que a diciembre de 2013, en comparación a 2012, las tarifas continuaron disminuyendo, para el segmento residencial un 5,75% y para el segmento industrial un 4,38%. Lo anterior, 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 llegó 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

---

<sup>7</sup> Tipo de cambio utilizado: \$551,18/US\$ al 31/03/2014.

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.

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.

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 para los 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 a diciembre de 2013

El año pasado los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 390.751 millones, lo que representa una disminución de 14,3% respecto de 2012. Los ingresos provenientes del segmento residencial y comercial crecieron un 1,17%, alcanzando los \$170.156 millones, mientras que en el segmento industrial las ventas crecieron un 6,62%, a \$144.025 millones. La disminución en los ingresos se debe a menores ventas a las empresas generadoras eléctricas, los cuales cayeron un 52,6%, totalizando \$69.128 millones en 2013.

Si bien durante 2013, las ventas totales de la compañía se redujeron en 10,72%, con un nivel de 1.012 millones de m<sup>3</sup>, las ventas al sector de generación eléctrica tuvieron una disminución de 43,09%, llegando a 246,1 millones de m<sup>3</sup>. Este descenso refleja el impacto de este último segmento; sin embargo, este tipo de variaciones es un hecho predecible dado la mayor volatilidad de este tipo de consumo, altamente dependiente de las condiciones hidrológicas del período.

El costo de venta en 2013, en tanto, finalizó en \$ 223.577 millones, contrayéndose un 28,2% respecto al año anterior, principalmente por la caída en el costo de gas en un 37,13%, llegando a \$157.185 millones. Lo anterior se debe a la renegociación en julio de 2012 del contrato con British Gas Group.

Con lo anterior, el resultado operacional creció casi en 20,63%, hasta \$ 136.866 millones, representando un 35,0% de los ingresos, mientras que en 2012 era de 24,9% y en 2011 era de 17,0%.

El EBITDA del ejercicio de 2013 fue de \$160.251 millones, lo que representa una expansión de 21,27% respecto a 2012. Como proporción de los ingresos, este indicador correspondió a un 41,0% en 2013, versus un 29,0% en 2012, y se explica por la reducción en los costos del gas.

Los gastos financieros se incrementaron en 6,7% anual. Mientras que la deuda financiera de la empresa cerró 2013 en \$ 153.067 millones, un 1,2% menor a 2012.

Finalmente, la utilidad del ejercicio, reflejando la mejora operacional de la compañía, se expandió en 24,2%, totalizando \$ 108.162 millones.

#### **Resultados enero-marzo 2014**

En el primer trimestre del presente año, los ingresos de la empresa sumaron \$ 113.051 millones, esto significó un alza de 9,07% respecto del mismo periodo de 2013. En el segmento residencial y comercial e industrial los ingresos aumentaron por un mayor volumen de ventas, como también por un mayor tipo de cambio respecto del mismo periodo de 2013. Las ventas a las compañías eléctricas, aunque registraron una caída de 6,4% en los volúmenes de venta, esta baja fue compensada por un mejor tipo de cambio.

Pese al aumento en los ingresos totales de la compañía, el resultado operacional se redujo en 23,49%, principalmente por mayores costos de venta los que aumentaron 36,62% respecto de los primeros tres meses de 2013. Este incremento se debe a los mayores costos del gas: la principal referencia para el precio del gas natural, Henry Hub, ha aumentado sus precios en 49,1%<sup>8</sup> en el mismo periodo antes señalado.

De este modo, el EBITDA de la compañía totalizó \$37.479 millones, un 17,46% menor que en el primer trimestre de 2013. Finalmente, la utilidad del ejercicio descendió 29,38% a \$22.263 millones.

Los activos de la empresa tuvieron un leve aumento, de 1,66%, respecto de diciembre de 2013, alcanzando los \$907.478 millones. Este incremento responde al aumento de la cuenta deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, además de adiciones a las propiedades, plantas y equipos producto de la construcción de redes de distribución de gas natural.

---

<sup>8</sup>Datos obtenidos del Departamento de Información Energética de Estados Unidos (EIA) ([www.eia.gov](http://www.eia.gov))

Por otra parte, los pasivos de la compañía se vieron incrementados en 1,75% a \$356.781 millones, por el aumento de pasivos por impuestos y cuentas por pagar. Finalmente, la deuda financiera de la empresa fue de \$153.065 millones, sin mayores variaciones respecto del monto con que finalizó 2013.

### **Hechos recientes**

En 2012, la española Enagás concretó un acuerdo con British Gas –quien participaba con el 40% de la propiedad del terminal de Quintero– para adquirir el 20% de GNL Quintero a través de la sociedad Terminal de Valparaíso. A través de esta última sociedad en 2013, Oman Oil, la compañía estatal de Omán, concretó su ingreso a la propiedad de GNL Quintero. De esta forma, British Gas Group se desprendió de la participación en este activo y la propiedad de GNL Quintero quedó de la siguiente forma: Metrogas 20%; Endesa 20%; Enap 20% y Terminal de Valparaíso 40% (Mientras que la propiedad del Terminal de Valparaíso está estructurada de la siguiente forma: 51% Enagás y 49% Omán Oil).

Con una inversión total de US\$ 25 millones, a fines de 2013 se inició la construcción de la ampliación del terminal GNL Quintero que le permitirá a la empresa aumentar su capacidad de regasificación y de carguío de camiones cisterna con GNL. Así, **Metrogas** pasará de una capacidad de regasificación de 10 millones de m<sup>3</sup>/día a 15 millones de m<sup>3</sup>/día. Mientras que la capacidad de carga de camiones será duplicada llegando hasta los 2.500 m<sup>3</sup> diarios.

## **Definición categorías de riesgo**

### **Categoría AA** (títulos de deuda de largo plazo)

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.

### **Categoría Nivel 1 (N-1)** (títulos de deuda de corto plazo)

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.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## 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 British Gas 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 y Región del Libertador Bernardo O'Higgins. 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.

**Adeuada 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 e intereses no excede los \$18.027 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2013 (más de \$ 160.000 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 (cerca de \$96.000 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 (que en 2013 subió un 35,45%<sup>9</sup> respecto de 2012). 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 morigerar, 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 y en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins. 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.

<sup>9</sup> Datos obtenidos del Departamento de Información Energética de Estados Unidos (EIA) ([www.eia.gov](http://www.eia.gov)).

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 y en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins. Para ello cuenta con 5.172 kms. de redes de distribución (que consideran las redes de gas natural y gas ciudad) y contratos de suministro de GNL con British Gas 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 British Gas 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. 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 m<sup>3</sup> por día. En este momento se está ampliando esta capacidad, que durante el segundo semestre de 2014 alcanzará los 15 millones de m<sup>3</sup> 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 m<sup>3</sup> de GNL y uno con capacidad de 14.000 m<sup>3</sup>, 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 inyectar gas al sistema.

Por otro lado, desde junio de 2012 **Metrogas** cuenta con capacidad de almacenamiento de gas natural en GasAndes Chile. Esta capacidad fue incrementada a fines de 2013 a más de dos 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 2013 la propiedad de **Metrogas** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Número de acciones pagadas	% de la propiedad
Gasco S.A	19.180	51,8%
Empresas Copec S.A	14.737	39,8%
Trigas S.A	3.083	8,3%
Total	37.000	100,0%

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
Claudio Hornauer Herrmann	Director
Ricardo Cruzat Ochagavia	Director
Andres Lehuede Bromley	Director
Francisco Javier Marín Jordan	Director
Rodrigo Huidobro Alvarado	Director
Eduardo Navarro Beltrán	Director
Jorge Ferrando Yañez	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 en este 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 British Gas Group), tres estanques de almacenamiento (con una capacidad total de 330 mil m<sup>3</sup> 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., British Gas Group con un 40%, y Enap, Endesa Chile y **Metrogas** con un 20% cada una (en 2013, British Gas finalizó el proceso de venta del 40% de su participación en GNL Quintero).

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 British Gas y procesado por GNL Quintero S.A.

**Metrogas**, a través de GNL Chile, mantiene contratos de abastecimiento de largo plazo con British Gas 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 San Paolo, Mizuho, Santander, West LB y filiales de British Gas 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 m<sup>3</sup> de gas natural por día. Por otro lado, comenzaron actividades para su ampliación a 15 millones m<sup>3</sup> 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

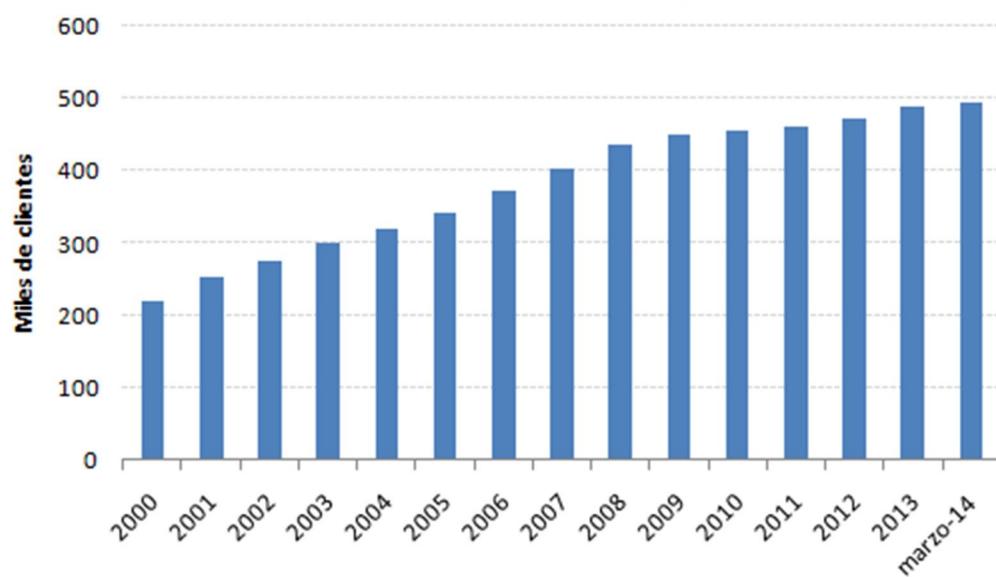
Segmento conformado por clientes convertidos desde el uso de gas de ciudad y de gas licuado de petróleo, así como por los clientes originados en el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. A marzo de 2014, los clientes abastecidos por **Metrogas** alcanzan los 494 mil clientes, un incremento de 1,022% respecto de diciembre de 2013, donde alcanzaban los 489 mil. Al incorporar los denominados clientes térmicos, quienes son abastecidos con gas natural de manera indirecta a través de la central térmica de los edificios donde residen, los cuales a fines

de marzo eran alrededor de 62 mil clientes, con esto el número de cliente totales alcanza los 555 millones, esto representa un crecimiento de 1,28% respecto del fines de 2013.

**Metrogas** mantiene una penetración superior al 74% 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 m<sup>3</sup> durante los meses de invierno se les ofrece una tarifa especial con consumo mínimo que es atractiva para clientes con alto consumo esa temporada.

**Evolución del número de clientes residenciales<sup>10</sup>**  
(2000 a marzo de 2014. Miles)



### Clientes comerciales

Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas y centros comerciales, entre otros. En 2013, se incorporaron 272 nuevos clientes comerciales.

<sup>10</sup> Contempla los clientes abastecidos directamente por Metrogas

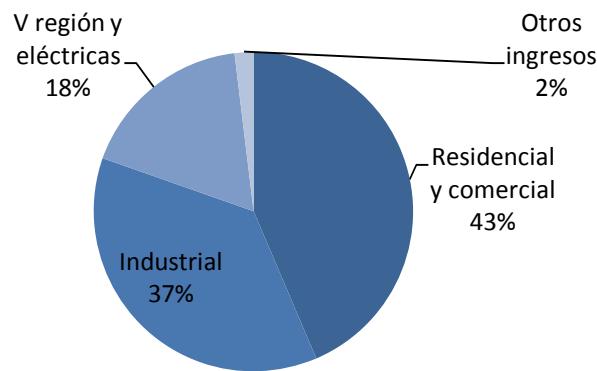
### Clientes industriales

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 2013 un 43,5% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales, un 36,9% de clientes industriales y un 17,7% de las ventas a empresas eléctricas. Mientras que en el primer trimestre de 2014, principalmente los ingresos provinieron de las eléctricas, quienes representaron el 39% del total de las ventas del periodo, mientras que los clientes industriales el 34% y los clientes residenciales el 25%, la diferencia en la estructura de los ingresos de la compañía responde básicamente a factores estacionales.

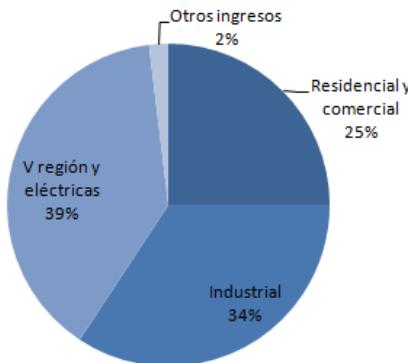
**Estructura de ingresos**

(En 2013)



**Estructura de ingresos**

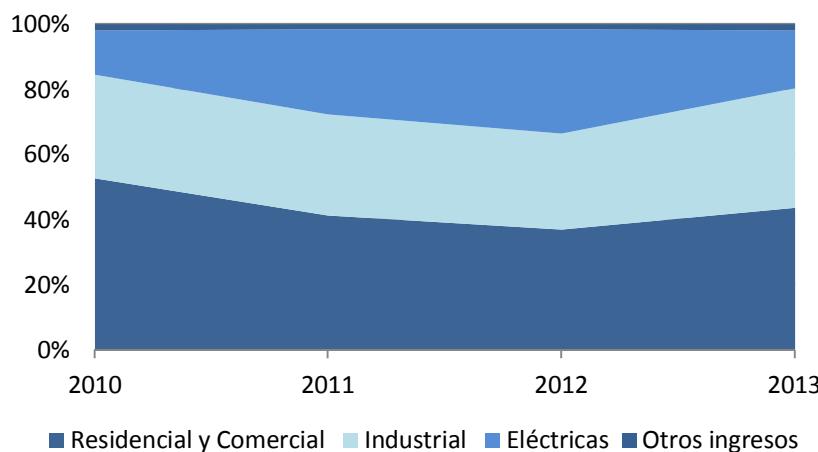
(Entre enero-marzo 2014)



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. Esta tendencia se revirtió en 2013, donde los ingresos de las eléctricas representaron el 18% del total, cifra que en 2012 ascendía a 32%. Lo anterior, por menores ventas físicas a estas empresas las que cayeron desde los 432 millones de m<sup>3</sup>, en 2012, a 246 millones de m<sup>3</sup>, en 2013.

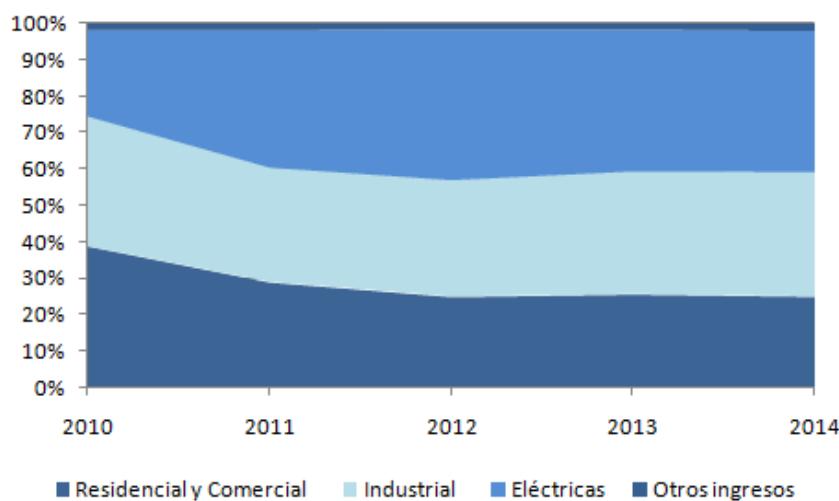
#### Evolución de la estructura de ingresos

(2010-2013)



#### Evolución de la estructura de ingresos

(Al primer trimestre de cada año)



### 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 2013, **Metrogas** vendió a las eléctricas aproximadamente 246 millones de m<sup>3</sup>, un 43% menos que en 2012. En tanto, esta cifra fue de 138,5 millones de m<sup>3</sup> en el primer trimestre de 2014 un 6,42% menor que en el mismo periodo de 2013.

## Análisis financiero<sup>11</sup>

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y marzo de 2014.<sup>12</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA

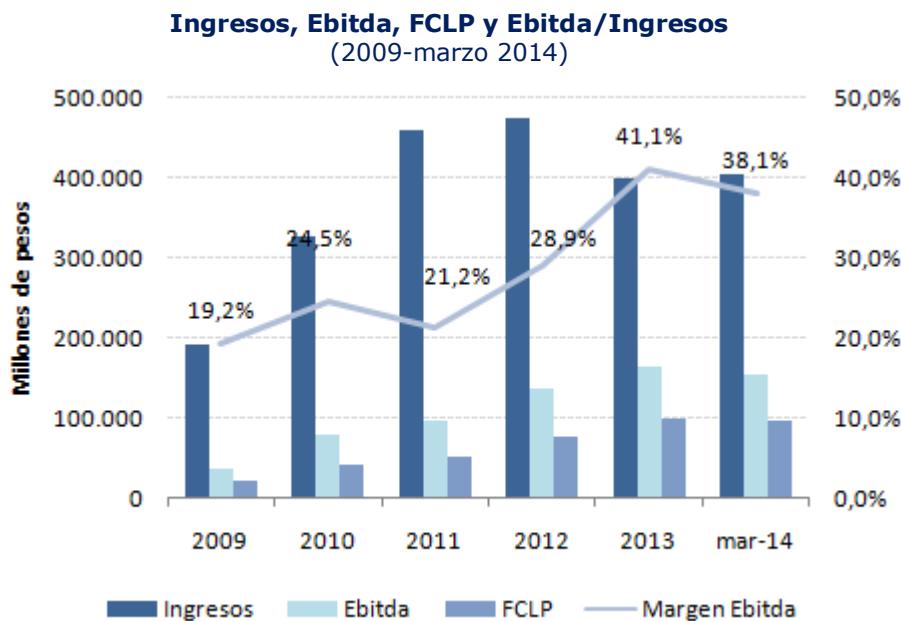
Los ingresos de **Metrogas**, al año móvil finalizado en marzo de 2014, fueron de \$405.950 millones, lo que representa una disminución de 13,5% respecto del mismo periodo de 2013. De esta forma, el EBITDA de la compañía experimentó una disminución de 9,20% hasta los

<sup>11</sup> Las cifras, tanto históricas como las correspondientes a marzo de 2014, presentadas en esta sección del informe están en pesos de marzo de 2014.

<sup>12</sup> Los datos a marzo de 2014 se consideran como año móvil, desde abril de 2013 a marzo de 2014.

\$154.764 millones. Mientras el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP),<sup>13</sup> se situó en \$121.085 millones.

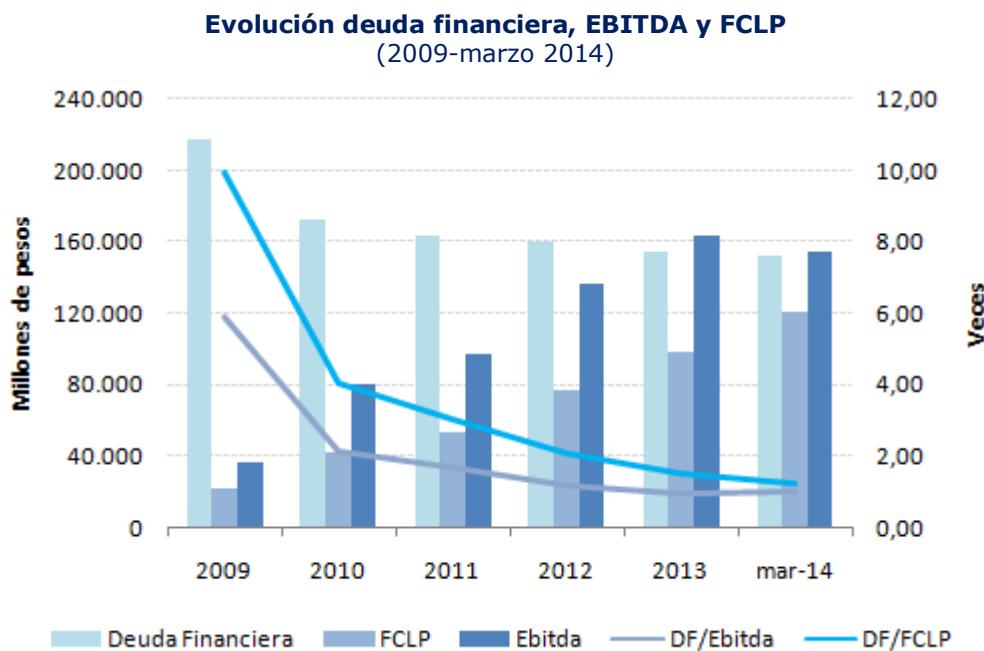
Se aprecia en el siguiente gráfico que, producto de la disminución de los costos por la compra de gas, el EBITDA como porcentaje de los ingresos ha ido aumentando y finalmente situó en 38,1%, mientras que en 2012 este ratio fue de 28,9% y en 2011 fue de 21,2%.



## Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

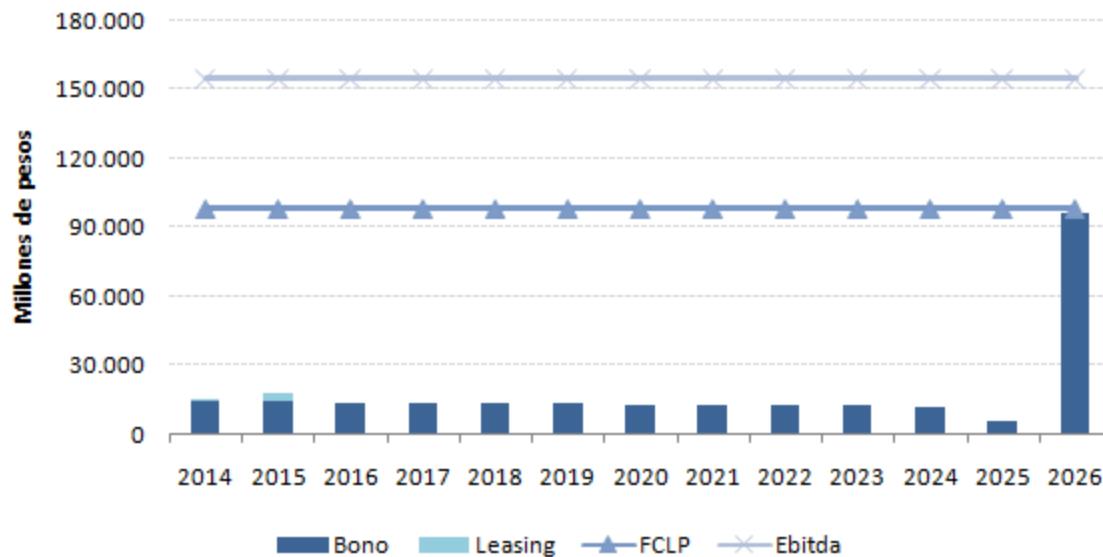
En marzo de 2014 la deuda financiera de **Metrogas** se situó en torno en \$153.065 millones, la que en un 97% está conformada por bonos con el público, mientras que el resto se origina por obligaciones de arrendamiento financiero. Se observa que a año móvil terminado en marzo de 2014 el conjunto de estas obligaciones representó 0,99 veces el Ebitda, y 1,3 veces el Flujo de Caja de Largo Plazo, lo cual representa una buena capacidad de pago, en opinión de **Humphreys**.

<sup>13</sup> 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.



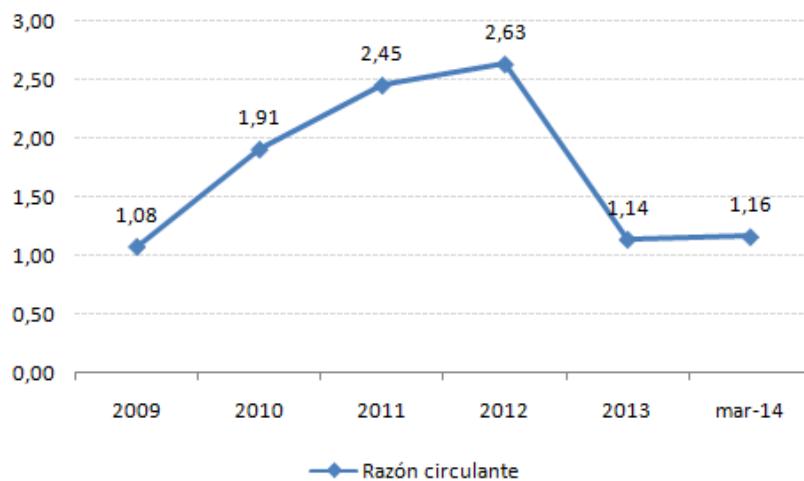
Hasta 2025 la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año el máximo pago anual se produce en 2015 y alcanza los \$18.027 millones, lo que representan aproximadamente un 11,7% del EBITDA del año móvil finalizado en marzo de 2014, y un 18,4% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (igual a \$96.221 millones), aunque es probable que su importancia relativa disminuya por efecto del crecimiento del negocio y que también es posible su reestructuración en caso de ser necesaria.

### Perfil de Vencimientos Deuda Financiera (2014-2026. Millones de Pesos)



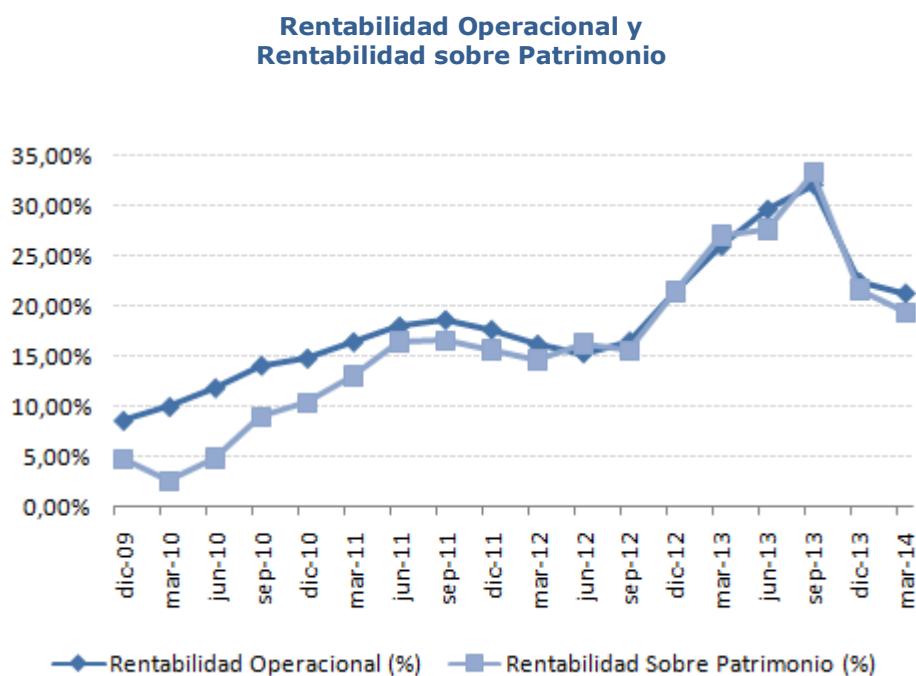
En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, la compañía ha exhibido consistentemente un indicador superior a una vez, llegando incluso a niveles en torno a 2,6 veces a fines de 2012, para posteriormente reducirse a niveles en torno a 1,14 veces durante 2013 y en 1,16 veces a marzo de 2014.

### Razón Circulante



## Evolución de la rentabilidad<sup>14</sup>

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 de 2012 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 finalizó diciembre en valores cercanos a 22,0%, mientras que la rentabilidad operacional registrada durante diciembre de 2013 disminuyó desde valores cercanos al 30%, a mediados de 2013, hasta valores iguales a 22,4%, niveles que se mantuvieron a marzo de 2014, donde la rentabilidad operacional fue de 21,26% y la rentabilidad del patrimonio finalizó en 19,39%, tal como se presenta en el siguiente gráfico.



<sup>14</sup> Rentabilidad operacional=Resultado operacional sobre activos promedio; rentabilidad del patrimonio=utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedios.

## Instrumentos de deuda

A marzo de 2014 **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 efectos de comercio (sin colocaciones vigentes)

- Nº 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 marzo de 2014 este *covenant* se encuentra en cumplimiento con un valor de 18,20 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 marzo de 2014, este *covenant* se cumple con un valor de 0,72 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."*