



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebensperger H.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.ebensperger@humphreys.cl

Metrogas S.A.

Agosto 2011

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 Tendencia Clasificación anterior	AA- Estable A+
Efectos de Comercio Tendencia Clasificación anterior	Nivel 1+/AA- Estable Nivel 1/A+
EEFF base	Marzo de 2011

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Bonos Series B1 y B2	N° 217 de 22.10.1999
Bonos Series D1 y D2	N° 259 de 11.07.2001
Bono Serie F	N° 344 de 09.10.2003
Línea de Bonos a 10 años	N° 345 de 09.10.2003
Línea de Efectos de Comercio	N° 74 de 25.11.2009

Estado de Resultados Consolidado IFRS¹

M\$ Marzo 2011	2008	2009	2010	Ene-Mar 2010	Ene-Mar 2011
Ingresos totales	173.966.033	175.882.493	298.040.322	58.434.011	92.262.236
Costo de ventas	-147.657.457	-137.725.114	-217.749.910	-49.125.063	-71.815.765
Gastos de administración	-38.225.984	-23.980.813	-24.702.774	-5.611.704	-5.634.051
Resultado operacional	-7.688.169	14.176.567	55.587.637	3.697.244	14.812.420
Costos financieros	-12.720.739	-14.353.577	-11.664.860	-2.895.539	-2.521.146
Utilidad del Ejercicio	-40.872.610	16.026.922	35.794.276	389.058	10.371.940
EBITDA ²	8.507.790	33.701.313	73.234.557	-2.506.480	7.850.794

Balance General Consolidado IFRS

M\$ Marzo 2011	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	31-03-2010	31-03-2011
Activos corrientes	37.369.359	47.171.128	65.574.965	67.042.841	82.711.241
Activos no corrientes	613.350.949	599.961.915	568.203.503	580.922.574	570.051.267
Total activos	650.720.308	647.133.042	633.778.468	647.965.416	652.762.508
Pasivos corrientes	36.293.712	43.834.035	34.380.672	35.150.273	41.887.119
Pasivos no corrientes	289.119.235	270.332.682	240.732.625	246.121.355	242.073.134
Total pasivos	325.412.947	314.166.717	275.113.296	281.271.628	283.960.253
Patrimonio	325.307.361	332.966.325	358.665.020	366.693.788	368.802.255
Total pasivos y patrimonio	650.720.308	647.133.042	633.778.316	647.965.416	652.762.508
Deuda financiera	204.252.917	198.776.198	158.090.323	161.629.129	163.185.530

¹Las cifras de cada EEFF han sido corregidas a moneda de marzo de 2011.

²EBITDA bajo IFRS = Ingresos – Costo de venta – gastos de administración – otros gastos, por función + depreciación y amortización.

Estado de Resultados Consolidado PCGA

M\$ Marzo 2011	2003	2004	2005	2006	2007
Ingresos	225.698.688	222.773.348	221.551.289	220.900.577	191.685.711
Costo de Ventas	-123.805.206	-124.972.696	-116.391.699	-128.514.169	-138.734.111
Gastos de Administración	-25.900.466	-25.829.548	-21.793.636	-22.979.946	-23.626.728
Resultado operacional	75.993.016	71.971.103	83.365.954	69.406.462	29.324.871
Resultado no operacional	-27.445.787	-21.841.324	-31.037.214	-9.557.880	-8.135.837
Gastos financieros	-19.409.149	-19.554.484	-15.877.181	-14.343.683	-13.652.094
Ganancia (Pérdida)	37.712.554	41.069.845	47.644.775	49.300.383	15.635.307
EBITDA	92.036.498	87.943.148	99.594.454	87.463.748	46.089.138

Balance General Consolidado PCGA

M\$ Marzo 2011	31-12-2003	31-12-2004	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007
Total Activos Circulantes	58.372.332	43.050.328	47.061.424	43.194.284	28.518.084
Total Activos Fijos	575.092.507	583.524.504	571.111.350	559.649.937	523.789.343
Total Otros Activos	87.633.398	86.026.679	50.225.192	49.588.301	89.553.960
Total Activos	721.098.237	712.601.512	668.397.966	652.432.522	641.861.387
Total Pasivos Circulantes	33.831.701	37.327.877	38.262.734	38.888.012	42.508.953
Total Pasivos a Largo Plazo	330.574.663	293.597.009	256.948.832	249.516.019	245.325.778
Interés Minoritario	-28.433	7.172	-7	150	91
Total Patrimonio	356.720.306	381.669.453	373.186.407	364.028.341	354.026.565
Total Pasivos	721.098.237	712.601.512	668.397.966	652.432.522	641.861.387
Deuda Financiera	318.991.344	273.527.230	234.781.273	217.240.298	212.426.112

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. Con la llegada del GNL en 2009, la empresa ha podido retomar el mercado de clientes industriales a un nivel similar al existente previo a los cortes de gas argentino

Durante 2010, la empresa generó ingresos anuales del orden de los US\$ 634,2 millones, atendiendo a cerca de 456 mil clientes en la Región Metropolitana, mayoritariamente residenciales y comerciales, pero también industriales. El EBITDA durante 2010 fue de US\$ 155,8 millones, mientras que la deuda financiera al 31 de marzo de 2011 llegaba a US\$ 328,4 millones, mayoritariamente en bonos.

El aumento en la clasificación de los bonos y efectos de comercio de **Metrogas** a "Categoría AA-" y "Nivel 1/AA-", respectivamente, responde a la recuperación operacional experimentada por la compañía a partir de la

entrada en funcionamiento del terminal de GNL Quintero, lo que le ha permitido acceder a un combustible de suministro más seguro que el gas argentino, e incrementar de esa manera los volúmenes vendidos. En particular, el emisor ha podido retomar la venta al segmento de clientes industriales, el que prácticamente había desaparecido para la empresa a consecuencia de la baja disponibilidad del combustible, recuperándose más de un 85% de los clientes previos. Lo anterior se ha traducido en que el total de ventas de la compañía llegó a su máximo histórico en 2010, con US\$634 millones, mientras que el EBITDA también ha experimentado una fuerte recuperación en términos de volumen, a la vez que los márgenes de la compañía se han recuperado, aunque no se espera que lleguen a los mismos niveles que alcanzaron cuando operaba con gas argentino.

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 4,9 veces a marzo de 2008 y a 23,8 veces un año después³, al primer trimestre de 2011 este indicador alcanzaba a 1,93 veces, lo que no sólo se debe a un incremento de la generación de EBITDA, sino también a una disminución de 23% de la deuda financiera desde marzo de 2008. Si bien se reconoce que el endeudamiento financiero absoluto podría elevarse a futuro como consecuencia del desarrollo de nuevos proyectos, 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** 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.

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 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-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 en los años recientes).

³Año móvil a marzo de cada año.

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. En este sentido, será relevante observar en la práctica la capacidad del emisor para traspasar la variabilidad del costo de este insumo al precio de venta, lo que necesariamente estará condicionado por el precio de los bienes sustitutos. Respecto de este último punto, cabe destacar que si bien la existencia de una red fija de distribución establece un costo de cambio a los clientes, en la práctica existen ciertos usos del GNL, como la calefacción, que pueden ser sustituidos por otros combustibles. También restringe la clasificación la posibilidad de cambios en la legislación del sector, por ejemplo, mediante regulaciones a los precios cobrados al sector residencial.

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 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.

Las perspectivas de la clasificación se califican como “*Estables*”, producto de que no se observan elementos en el mediano plazo que puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada.

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 operación continua con GNL permita mantener precios competitivos en relación a combustibles alternativos.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría AA

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

“-” 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 *calefontes* 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 *calefontes* 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 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 concepto de amortizaciones asciende a cerca de \$4.400 millones, hasta 2025, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2010 (casi \$ 73.000 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. La excepción corresponde a 2026, cuando deben 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, en particular 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.

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 al precio del petróleo, lo que implica una fuente de volatilidad a los costos, ya que el precio de este combustible tiende a ser variable y a experimentar fuertes variaciones de un año a otro. Se reconoce en todo caso que los sustitutos del gas natural (gas licuado de petróleo y diesel) tienen una fuerte indexación al precio del petróleo, lo que aminora este riesgo.

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.

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

Hechos recientes⁴

Resultados 2010⁵

El año pasado los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 298.040 millones, con una expansión real de 69,5% respecto al 2009, lo que responde a un alza de 65,7% en los volúmenes comercializados, hasta 648 millones de m³, sin considerar la venta a empresas generadoras eléctricas (ventas que llegaron a 160 millones de m³ 2010, pero que tienden a ser más volátiles y dependientes de la coyuntura del mercado de energía). Las ventas físicas a residenciales aumentaron en 7,2% hasta 240 millones de m³, las comerciales a 62 millones de m³ (10,7% de incremento) y las industriales a 340 millones de m³ (incremento de 215%).

El costo de venta, en tanto, alcanzó a \$ 217.750 millones, expandiéndose en 58% (aunque en menor medida que las ventas), como consecuencia del mayor volumen de venta del período, lo que implicó una mejora del margen de explotación desde el 21,7% al 26,9% de los ingresos. El total de gastos de administración se incrementó en 3%, en parte por los mayores gastos de mercadotecnia, administración y operación y mantenimiento, reflejo del mayor volumen de negocios. Con lo anterior, el resultado operacional creció en 292%, hasta \$ 55.558 millones, representando un 18,7% de los ingresos (8,1% en 2009).

El EBITDA del ejercicio 2010 fue de \$73.235 millones, creciendo 117% en comparación a 2009. Como proporción de los ingresos, en 2010 correspondió a un 24,6%, versus 19,2% en 2009.

Los gastos financieros cayeron en 18,7% anual, directa consecuencia del menor nivel de deuda financiera de la empresa (\$ 158.090 millones contra \$ 198.776 millones). Finalmente, la utilidad del ejercicio, reflejando la mejora operacional, se expandió en 123%, hasta \$ 35.794 millones.

Resultados Primer Trimestre de 2011

En el primer trimestre de 2011 los ingresos crecieron en 57,9% real con respecto a igual lapso de 2010, hasta \$ 92.262 millones. Lo anterior se vio impulsado por la expansión de las ventas monetarias a residenciales-comercio (17,9% real), industriales (39,3% real), y en particular a generadoras eléctricas (151% real). En este último caso debido a las ventas a Eléctrica Santiago S.A. (Central Nueva Renca) con el objeto que esta generadora abastezca Santiago, dada la estrechez del suministro eléctrico en la zona central derivada de la sequía del período 2010-2011. Los metros cúbicos vendidos en total fueron de 256,8 millones de m³ (169 millones de m³ en el primer cuarto de 2010), y de 134,4 millones de m³ si se considera sólo los segmentos residenciales, comerciales e industriales (113,2 millones de m³ en el primer trimestre de 2010).

El costo de ventas del trimestre creció en 46,2% hasta \$ 71.816 millones, con lo que el margen de explotación llegó a \$ 20.446 millones. Los gastos de administración totales fueron de \$ 5.634 millones (expansión de 0,4%), de modo que el resultado operacional del trimestre fue de \$ 14.812 millones, aumentando en 300%. En tanto, el EBITDA del período, impulsado por la mejora operacional, alcanzó a \$ 19.353 millones (\$ 8.495 millones el primer trimestre de 2010). Respecto de los ingresos del trimestre, los márgenes de explotación, operación y EBITDA fueron de 22,1%, 16,1% y 21%, respectivamente (15,9%, 6,3% y 14,5% en igual período de 2010).

⁴Todas 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.

⁵ Los valores de los EEFF han sido corregidos a pesos de marzo de 2011.

Antecedentes Generales

Descripción del negocio

Metrogas es una compañía que transporta y distribuye gas principalmente dentro de la Región Metropolitana. Para ello cuenta con 4.993 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 el año 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 de gas argentino.

Propiedad y administración

Al 31 de marzo de 2011 la propiedad de Metrogas se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Nº 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 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:

Directorio	
Nombre	Cargo
Matías Pérez Cruz	Presidente
Francisco Javier Marín Jordán	Vicepresidente
Eduardo Cabello Correa	Director
Ramiro Méndez Urrutia	Director
Lorenzo Gazmuri Schleyer	Director
Pablo Guarda Barros	Director
Claudio Hornauer Herrmann	Director
Gerardo Cood Schoepke	Director
Rodrigo Huidobro Alvarado	Director
Eduardo Navarro Beltrán	Director

Las gerencias de la compañía y sus titulares se detallan a continuación:

Administración	
Nombre	Cargo
Eduardo Morandé Montt	Gerente General
Víctor Turpaud Fernández	Gerente de Finanzas y Administración
Luis Palacios Vázquez	Gerente de Planificación y Desarrollo
Juan Sebastián Bernstein Llona	Gerente Desarrollo Mercado Grandes Clientes
Mauricio Russo Camhi	Gerente Comercial y Servicio al Cliente
Wilhelm Wendt Glona	Gerente Recursos Humanos y Tecnológicos
Derek Nineham Benson	Gerente Ingeniería, Construcción y Operaciones
Francisco Gazmuri Schleyer	Fiscal

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, accediéndose a proveedores de todo el mundo, de Trinidad y Tobago, Indonesia, 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 es el proyecto de GNL Quintero, el que entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y funcionando con los dos estanques de almacenamiento de GNL durante el segundo semestre de 2010. Este proyecto consiste 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 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 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 (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 resto se financió con aportes de los socios accionistas (entre ellos Metrogas).

La capacidad actual de regasificación del terminal es de 10 millones de m³ de gas natural por día, aunque existe la posibilidad de ampliar este volumen con una relativamente baja inversión en relación al total invertido. 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. Durante la etapa de *fast track*, entre septiembre de 2009 y la segunda mitad de 2010, se efectuaron pagos por la mitad del costo mensual definitivo.

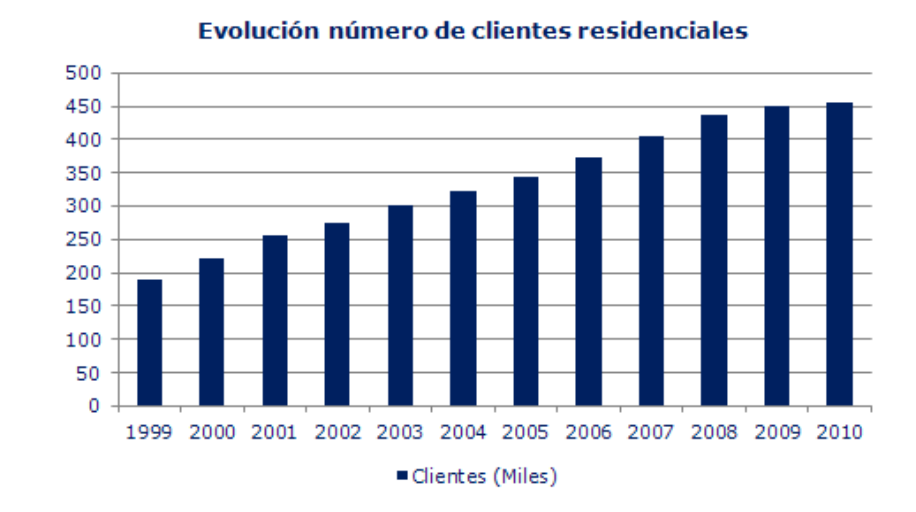
Distribución de ingresos

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 2011 los clientes de este segmento llegaban a 455 mil. Durante el año 2010, los clientes de este segmento consumieron 234 millones de m³. Con lo anterior, **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 en los meses de invierno.



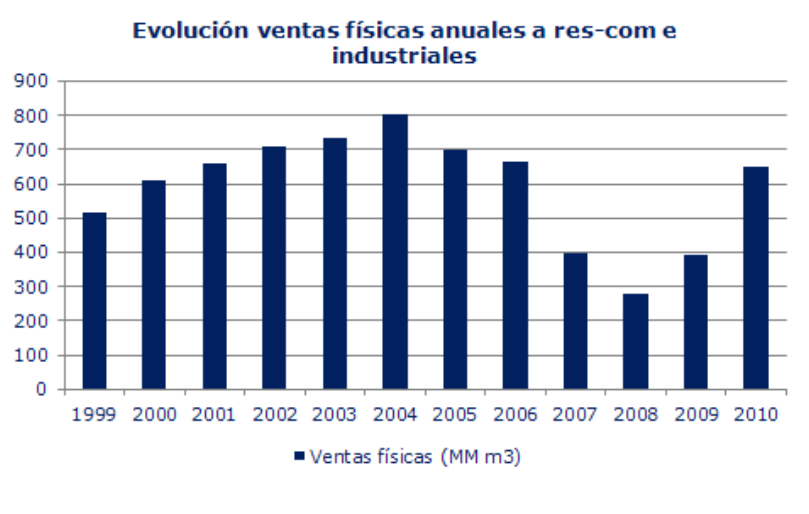
Cientes comerciales

Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas, centros comerciales, entre otros. En 2010 se incorporaron 210 clientes, y en total este segmento consumió 62 millones de m³ de gas natural, el 60% de este volumen proviene de grandes comercios.

Cientes 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 la cobertura de la demanda residencial y comercial. En 2010 este segmento consumió 340 millones de m³, habiéndose recuperado más de un 80% del mercado.



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**.

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 el primer trimestre de 2011, **Metrogas** ha vendido gas natural a Eléctrica Santiago debido a la estrechez del sistema eléctrico del Sistema Interconectado Central. Durante el año 2010, Metrogas vendió a las eléctricas aproximadamente 160 millones de m³.

Análisis Financiero

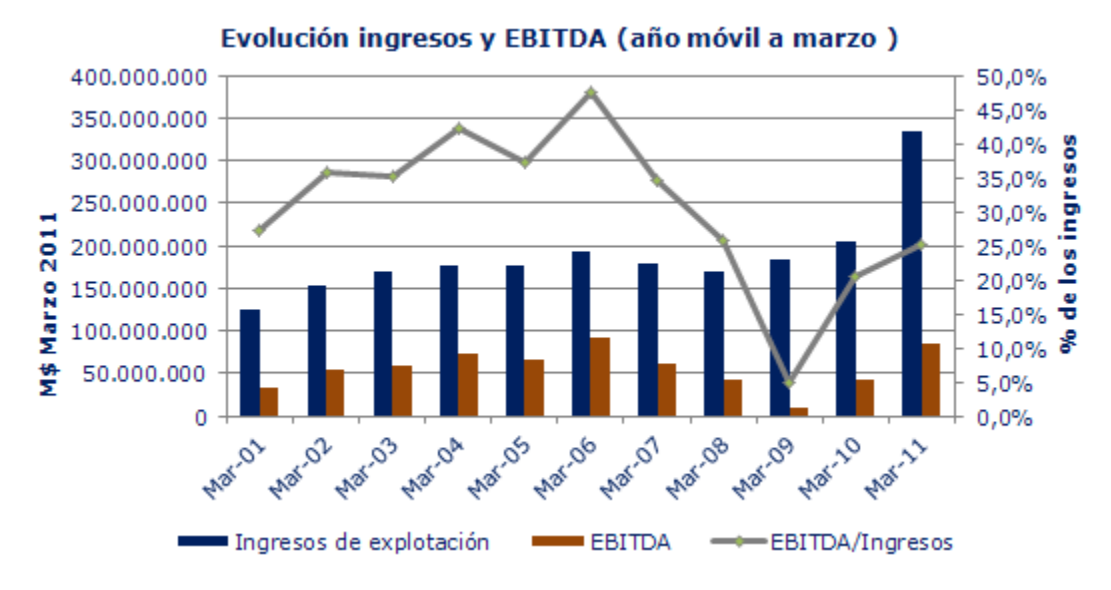
Para el análisis financiero entregado a continuación debe tenerse en cuenta que la compañía cambió las normas contables con las cuales presenta sus Estados Financieros, utilizando actualmente IFRS, existiendo datos bajo dicho esquema sólo desde 2008, por lo que los indicadores móviles parten con IFRS en marzo de 2009. Las cifras financieras han sido corregidas a moneda de marzo de 2011. Para las cifras que representan flujos se ha utilizado el año móvil a marzo de cada año⁶.

⁶Para obtener un año móvil, se corrige la información trimestral al período base (marzo de 2011) y luego se suman los cuatro trimestres que conforman el año.

Evolución de los ingresos y el EBITDA

Los ingresos de **Metrogas** tuvieron un comportamiento creciente en términos reales hasta marzo de 2006, producto de la expansión del gas natural en nuevos proyectos inmobiliarios y en el sector industrial, estabilizándose a continuación las ventas hasta marzo de 2009. El EBITDA, en cambio, a causa de los mayores costos del gas argentino (en buena parte originados en los crecientes impuestos aplicados por el gobierno de ese país a la exportación del gas) y de la operación con plantas de respaldo (cuyo costo por metro cúbico es muy superior que con gas natural), experimentó bajas entre 2006 y 2008, recuperándose a partir de fines de 2009-comienzos de 2010 al entrar en funcionamiento la planta de GNL Quintero.

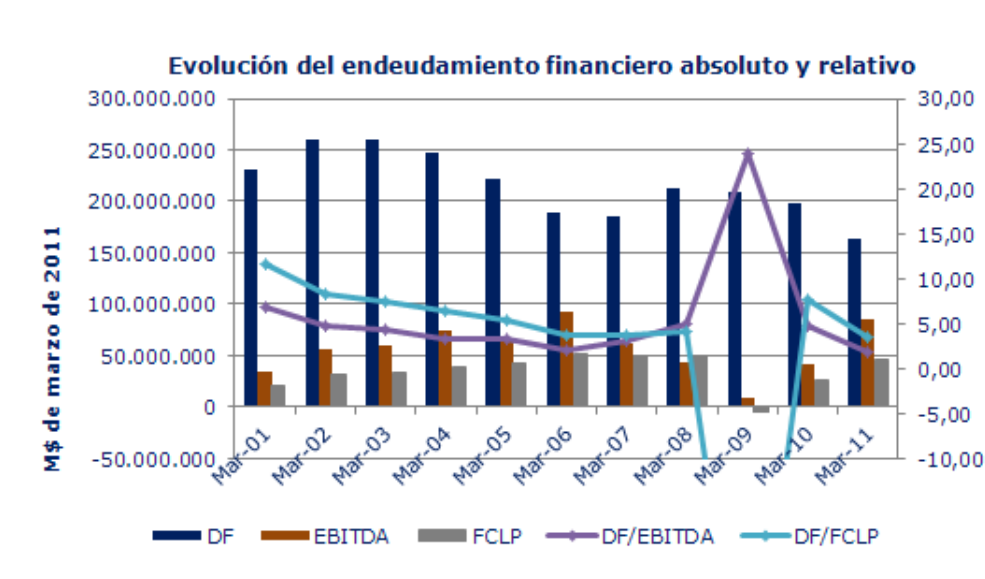
Como resultado de los mayores costos de explotación, el margen EBITDA sobre ingresos cayó desde un máximo de 47,5% a marzo de 2006 hasta un mínimo de 4,8% a marzo de 2009, recuperándose hasta un nivel de 25% al año móvil terminado el primer trimestre de 2011. Considerando el mayor costo del GNL actualmente recibido en comparación a los precios iniciales del gas argentino, resulta poco probable que se retome una relación EBITDA a ingresos similar a la existente antes de los cortes de gas, aunque en términos de nivel absoluto de EBITDA generado es probable que se supere.



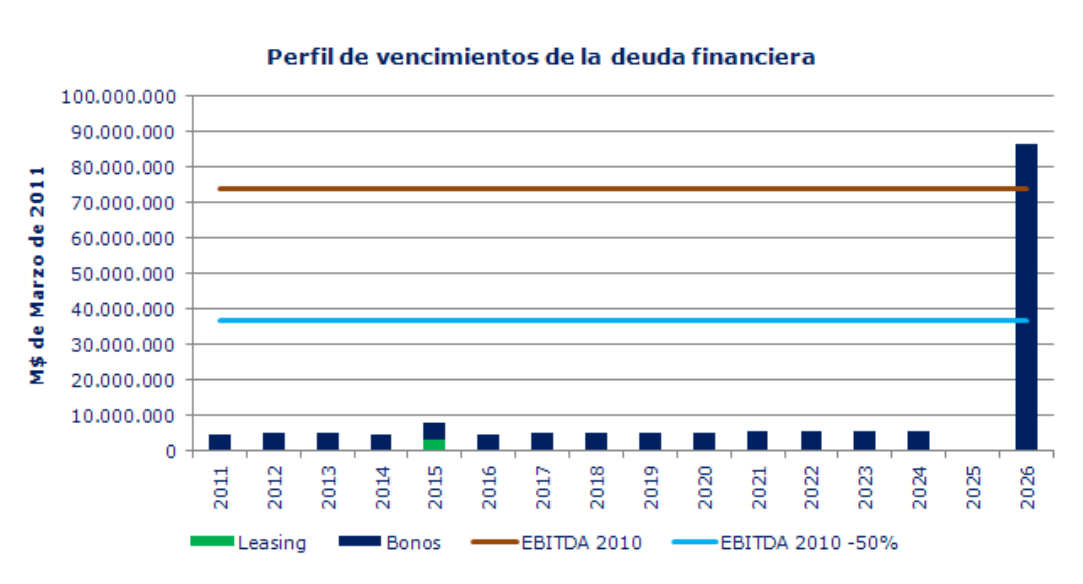
Evolución del endeudamiento financiero y liquidez

El endeudamiento financiero de la empresa medido en términos absolutos tuvo un descenso progresivo entre marzo de 2002 y marzo de 2006, para aumentar un año después cerca del 14%. A partir de 2009 se inició un período de caída en la deuda financiera, lo que en el último año se explica por la mayor generación de flujos que permitió el pago de la deuda con bancos y de los efectos de comercio. Al 31 de marzo de 2011 la deuda financiera llegaba a \$ 163.186 millones, una baja de 23% respecto a marzo de 2008. Un 90,8% de la deuda correspondía a bonos con el público, un 3,1% a arrendamientos financieros y un 6% a coberturas.

En términos relativos, como resultado de los mayores costos que derivaron en una caída pronunciada del EBITDA, la relación deuda financiera sobre EBITDA aumentó fuertemente, llegando a casi 24 veces a marzo de 2009, habiendo llegado anteriormente incluso a niveles de poco más de dos veces. Lo mismo sucedió con la relación deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo⁷, la que incluso pasó a negativo a marzo de 2009, recuperándose en los dos últimos años, llegando a 3,6 veces a marzo de 2011, similar a los niveles de 2006-2007.

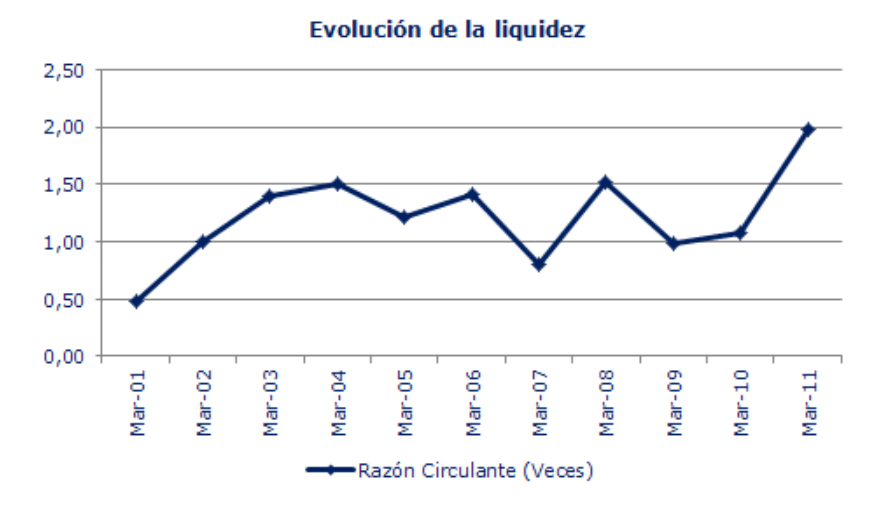


Hasta 2025 la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada, con vencimientos menores al 10% del EBITDA obtenido en 2010. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones, aunque es probable y posible su reestructuración en caso de ser necesaria. Al 31 de marzo de 2011 \$17.992 millones (11% del total) correspondían a la porción corriente, incluyendo pasivos de cobertura.



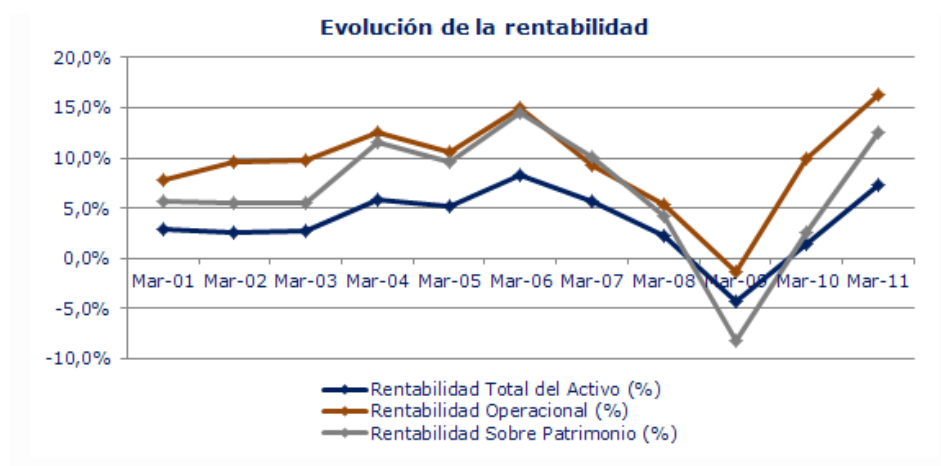
⁷Indicador calculado por **Humphreys** que toma la rentabilidad anual promedio (%) de cinco años de los activos aplicada al nivel actual de los activos, restando el pago de impuestos e intereses.

Finalmente, la liquidez de la empresa, medida como razón circulante⁸, ha mantenido niveles adecuados y estables en los últimos años, mejorando a marzo de 2011 como consecuencia del mayor nivel de efectivo y de cuentas por cobrar producto de la mejora operacional del último año.



Evolución de la rentabilidad⁹

Asociada a la disponibilidad de gas argentino y a la evolución positiva del negocio que impactó favorablemente tanto el resultado operacional como la utilidad del ejercicio, la rentabilidad hasta marzo de 2006 presentó una evolución favorable, iniciándose en 2007 una etapa de descenso en las tasas de retorno. Las rentabilidades de 2008 se vieron particularmente afectadas 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 retomaron las tasas positivas de rentabilidad por la llegada del GNL en el último período del año, lo que implicó una mejora a marzo de 2010, profundizada en los siguientes doce meses.



⁸Activos corrientes sobre pasivos corrientes.

⁹Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio

Instrumentos de deuda inscritos y colocados

A julio de 2011 **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

- 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
- Montos vigentes: Sin colocaciones vigentes

Los efectos de comercio inscritos son:

- Línea de efectos de comercio

- N° y fecha de inscripción: 074 de 25/11/2009
- Monto de la línea: UF 1.000.000
- Montos vigentes: Sin colocaciones vigentes

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. Aunque al 31 de marzo de 2011 este *covenant* se encuentra en cumplimiento con un valor de 8,59 veces, su medición está suspendida hasta 2012.
- 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 2011, este *covenant* se cumple con un valor de 0,77 veces sin incluir garantías y de 0,89 con garantías.

“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”