



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos García B.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Metrogas S.A.

Agosto 2012

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 Efectos de Comercio Tendencia	AA- Estable Nivel 1+/AA- Estable
Estados financieros	Junio 2012
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 IFRS ¹					
MM\$ Junio 2012	2009	2010	2011	Ene-Jun 2011	Ene-Jun 2012
Ingresos totales	183.988.144	313.660.717	441.111.313	230.167.848	228.554.601
Costo de ventas	-144.034.872	-229.284.789	-337.781.504	-175.691.052	-185.998.419
Gastos de Administración	-23.666.322	-24.212.539	-25.773.371	-11.975.609	-14.165.872
Resultado operacional	14.849.160	58.369.189	75.007.710	41.806.033	27.633.115
Costos financieros	-15.010.803	-12.289.290	-10.560.668	-5.163.588	-5.335.600
Utilidad del Ejercicio	16.761.467	37.536.541	56.563.656	30.663.321	34.146.960
EBITDA ²	35.266.101	76.967.161	93.651.521	51.207.222	36.858.275

¹ Los EEFF presentados en estas tablas han sido corregidos por variación del IPC a junio de 2012.

² 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 2012	31 dic 2010	31 jun 2011	31 dic 2011	31 jun 2012
Activos Corrientes	68.468.030	89.451.008	74.566.237	78.832.889
Activos No Corrientes	593.271.758	582.856.135	566.527.313	563.572.804
Total Activos	661.739.788	672.307.143	641.093.550	642.405.693
Pasivos Corrientes	35.897.493	43.823.619	30.383.084	42.426.887
Pasivos No Corrientes	251.353.374	253.312.153	263.627.329	236.104.650
Total Pasivos	287.250.867	297.135.772	294.010.414	278.531.537
Patrimonio	374.488.921	375.171.371	347.083.137	363.874.156
Total Pasivos y Patrimonio	661.739.788	672.307.143	641.093.550	642.405.693
Deuda Financiera	165.065.022	159.887.123	157.103.016	154.872.994

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 2011 la empresa generó ingresos anuales del orden de los US\$ 872 millones, atendiendo a más de 460 mil clientes en la Región Metropolitana, mayoritariamente residenciales y comerciales, así como industriales. Su EBITDA durante 2011 fue de US\$ 185 millones, mientras que la deuda financiera al 31 de junio de 2012 llegaba a US\$ 306 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, le ha permitido al emisor mayores volúmenes de venta, que llegaron a US\$ 872 millones durante 2011, lo que representa un crecimiento de más de 40% respecto al año anterior, mientras que el EBITDA alcanzó a más de US\$ 185 millones, registrando una expansión anual de 21,7%, a la vez que los márgenes de la compañía se han recuperado.

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 2,14 a fines de 2010, la misma variable se redujo a 1,68 a fines de 2011. En el año móvil terminado en junio de 2012, la relación deuda a EBITDA se había incrementado a 1,95 veces.

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. Lo anterior se vería favorecido por la caída en el precio del gas provisto por BG Group, cuyo costo se reduciría en aproximadamente 22%, lo cual incrementaría 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, 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, la categoría de riesgo asignada se encuentra limitada fundamentalmente por el hecho de que las operaciones del emisor dependen del abastecimiento del GNL a través del Terminal de Quintero.

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.

Se recoge como elemento adverso, además, 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, 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.

Las perspectivas de la clasificación se califican "*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 en el largo plazo precios competitivos en relación a combustibles alternativos.

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 calefontes 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. A la inversa, las negociaciones con BG Group permitirán acceder a menores precios por el combustible, lo que se traspasará en parte 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 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 2011 (más de \$ 93.000 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, lo que implica una fuente de volatilidad a los costos, dada la volatilidad que ha registrado en el tiempo.

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

Hechos recientes

Resultados 2011

El año pasado los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 441.111 millones, lo que representa un incremento de 40,6% respecto a 2010. 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 5,8%. Por su parte, las ventas a empresas eléctricas se incrementaron en 117% durante 2011.

El costo de venta, en tanto, alcanzó a \$ 337.782 millones, expandiéndose en 47,3%, lo que implicó que el margen de explotación se incrementara en 22,5%, reduciendo su participación como porcentaje de los ingresos, al pasar de representar un 26,9% en 2010 a un 23,4% en 2011.

El total de gastos de administración se incrementó en 8,9%. Con lo anterior, el resultado operacional creció en 28,5%, hasta \$ 75.008 millones, representando un 17% de los ingresos (18,6% en 2010).

El EBITDA del ejercicio 2011 fue de \$93.652 millones, lo que representa una expansión de 21,7% respecto a 2010. Como proporción de los ingresos, este indicador correspondió a un 21,2% en 2011, versus un 24,5% en 2010.

Los gastos financieros cayeron en 14,1% anual, directa consecuencia del menor nivel de deuda financiera de la empresa (\$ 157.103 millones contra \$ 165.065 millones). Finalmente, la utilidad del ejercicio, reflejando la mejora operacional, se expandió en 50,7%, totalizando \$ 56.564 millones.

Resultados primer semestre de 2012

Durante el primer trimestre de 2012 los ingresos decrecieron marginalmente, 0,7% respecto a igual período de 2011, influido en parte por menores ventas a las empresas eléctricas, las cuales se extendieron por un menor período de tiempo comparado con 2011.

Los metros cúbicos vendidos en total fueron de 536,6 millones de m³, lo cual significa una caída de 6,5% respecto a igual período del año anterior.

El costo de ventas del semestre creció en 5,9% hasta \$ 185.998 millones, con lo que el margen de explotación llegó a \$ 42.556 millones. Los gastos de administración totales fueron de \$ 14.166 millones (expansión de 18,3%), de modo que el resultado operacional del semestre fue de \$ 27.633 millones, lo que representa una caída de 33,9%. En tanto, el EBITDA del período, alcanzó a \$ 36.858 millones, esto es, una caída de 28% respecto al mismo período de 2010.

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 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.

A partir de 2012, dados los niveles de consumo que le permiten acceder a menores precios, el costo del gas natural para **Metrogas** se redujo en forma importante, lo cual permite que esta fuente energética se vuelva más competitiva en comparación con combustibles alternativos.

Propiedad

Al 31 de marzo 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.

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
Francisco Javier Marín Jordán	Vicepresidente
Eduardo Cabello Correa	Director
Ramiro Méndez Urrutia	Director
Lorenzo Gazmuri Schleyer	Director
Claudio Hornauer Herrmann	Director
Eduardo Rafael Morandé Montt	Director
Gerardo Cood Schoepke	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, 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, existiendo actualmente negociaciones para su ampliación.

Distribución de ingresos

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

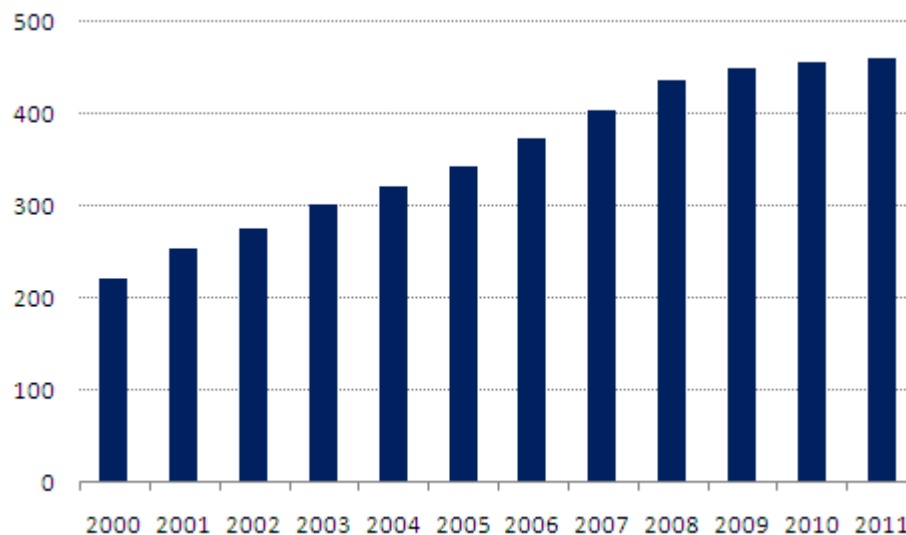
Residencial - Inmobiliario

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 2011 los clientes de este segmento llegaban a 461 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 (miles)



Clientes comerciales

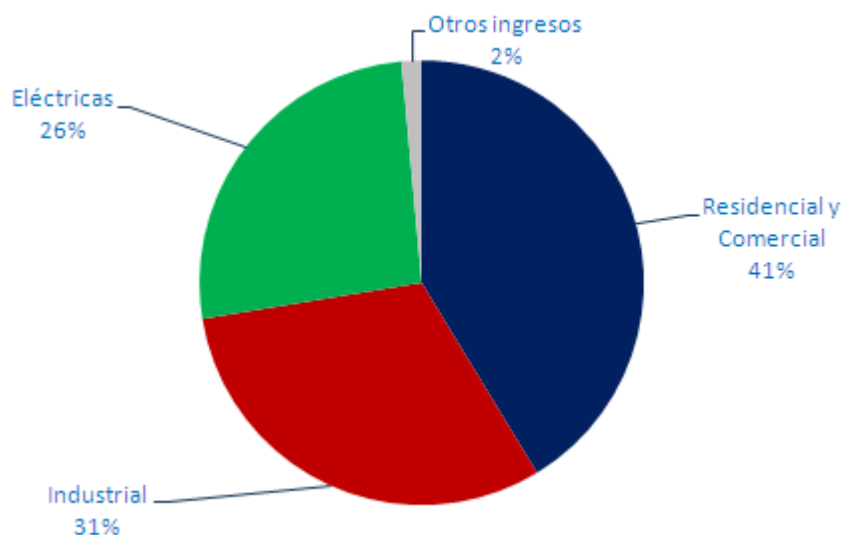
Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas, centros comerciales, entre otros.

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 2011 un 41% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales, un 31% de clientes industriales y un 26% de las ventas a empresas eléctricas.

Estructura de Ingresos Metrogas 2011



Otros negocios

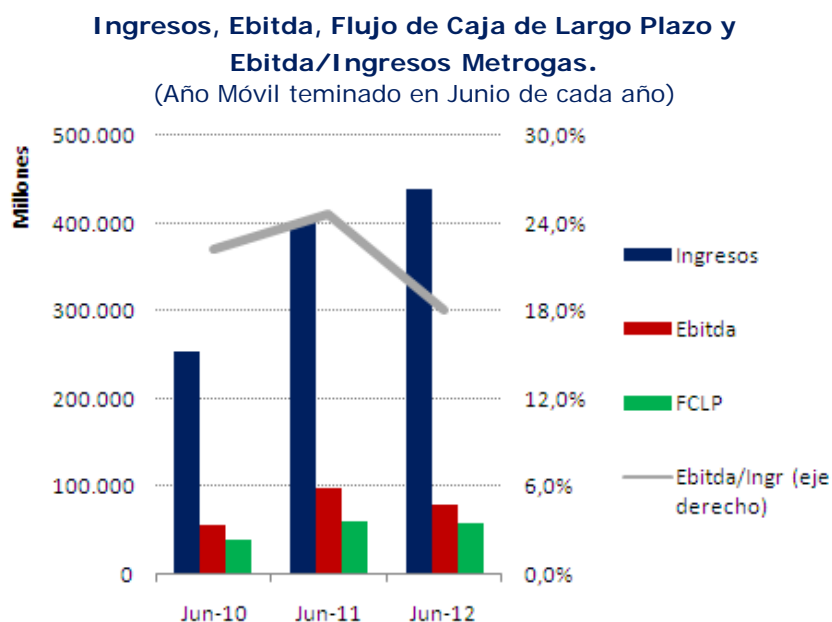
Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, pero de importante crecimiento: el de gas natural vehicular, que había estado paralizado a consecuencia también de las restricciones de gas argentino, pero que está experimentando una reactivación con la reaparición de 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. Durante el año 2011, **Metrogas** vendió a las eléctricas aproximadamente 348 millones de m³.

Análisis Financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

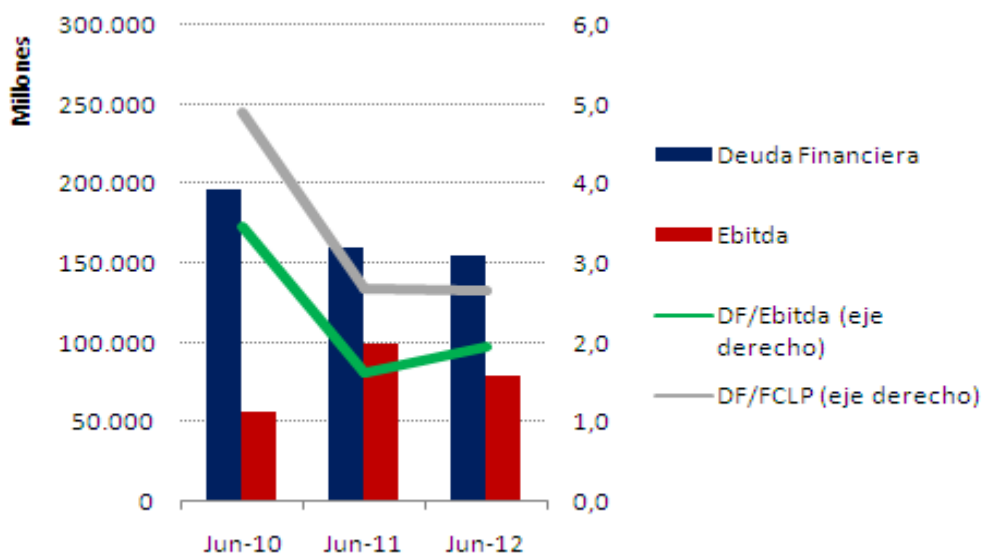
Los ingresos de **Metrogas** se han situado casi en los \$ 440 miles de millones en el año móvil terminado a junio, al tiempo que el EBITDA se ha situado sobre los \$ 79 miles de millones, y el Flujo de Caja de Largo Plazo se situó en los \$ 58 mil millones. Se aprecia en el siguiente gráfico que, producto de la menor venta a las eléctricas, el EBITDA como porcentaje de los ingresos se ha reducido a niveles del 18%.



Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

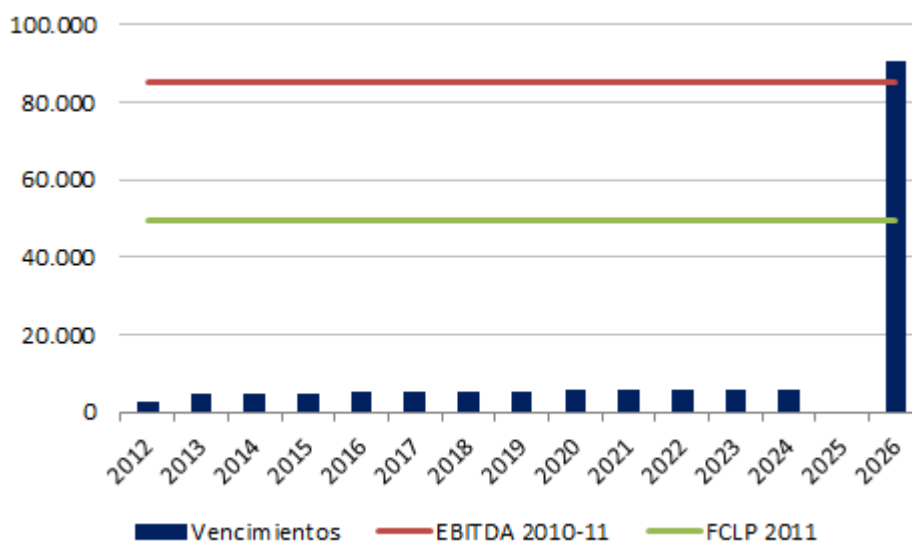
La deuda financiera de **Metrogas** se situó en torno a \$ 155.000 millones en junio de 2012, principalmente en forma de bonos con el público, registrando una caída de más de 3% respecto al mismo período del año anterior. Se observa que en junio de 2012 esta deuda representó dos veces el Ebitda, o 2,7 veces el Flujo de Caja de Largo Plazo, lo cual representa una buena capacidad de pago, en opinión de **Humphreys**.

**Deuda Financiera, Ebitda,
Deuda Financiera/Ebitda, Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo**
(Año Móvil terminado en Junio de cada año)

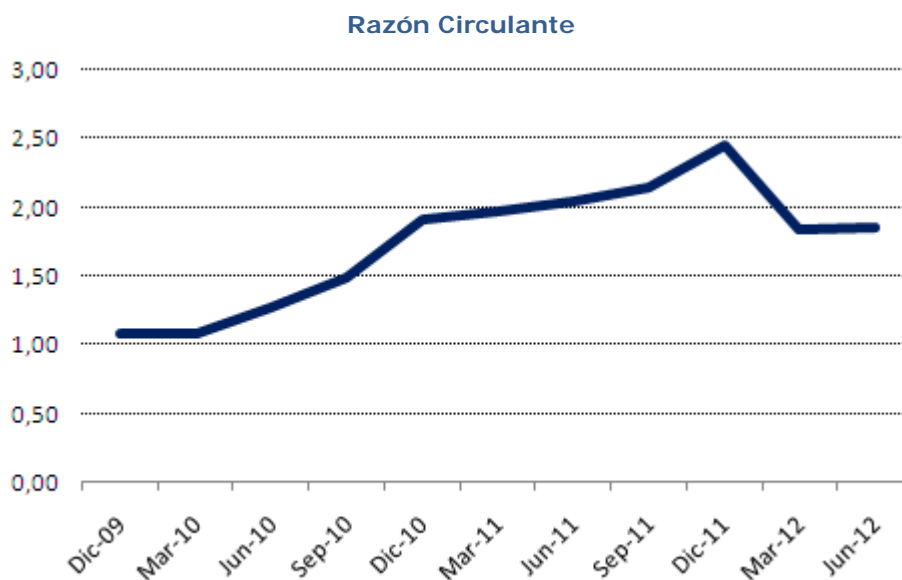


Hasta 2025 la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada, con vencimientos que representan aproximadamente un 6% del EBITDA promedio de los años 2010 y 2011, o un 10% del flujo de caja de largo plazo. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones, aunque es probable y posible su reestructuración en caso de ser necesaria.

Perfil de Vencimientos Deuda Financiera 2012-26
(Millones de Pesos)



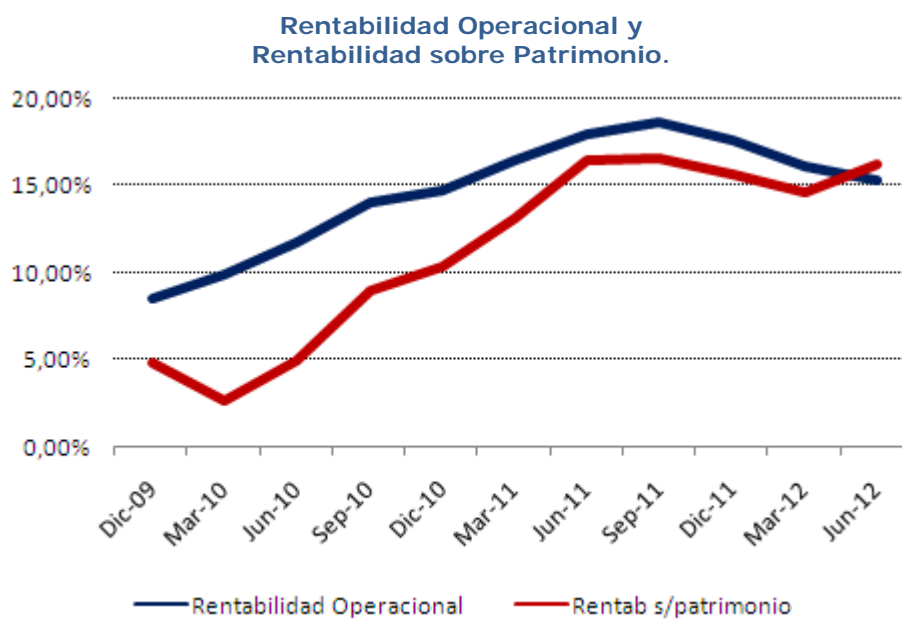
En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, la compañía ha consistentemente un indicador superior a una vez (lo que implica activos circulantes por sobre pasivos circulantes), situándose durante 2012 en valores en torno a las 1,85 veces.



Evolución de la rentabilidad³

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, debido a las ventas a las empresas eléctricas. Posteriormente, la rentabilidad se redujo, situándose en valores cercanos al 15%, como se presenta en el siguiente gráfico.

³ 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 2012 **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

Los efectos de comercio inscritos son:

- Línea de efectos de comercio (sin colocaciones vigentes)

- N° y fecha de inscripción: 074 de 25/11/2009
- 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 2012 este covenant se encuentra en cumplimiento con un valor de 12,93 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 2012, este covenant se cumple con un valor de 0,95 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.”