



Razón reseña:  
**Primera Clasificación del  
Emisor y sus valores**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## **Empresa de Transporte de Pasajeros METRO S.A.**

Mayo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

<b>Categoría de riesgo y contacto</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
Solvencia	AA+
Bonos Series A-B-C-D-E-F-G	AAA
Líneas de Bonos, Bonos Series H, I, J, K, L, M	AA+
EEFF Base	31 diciembre 2016

<b>Número y fecha de inscripción de instrumentos vigentes</b>	
Bono Serie A (BMETR-A)	Nº 257 de 03.07.2001
Bono Serie B (BMETR-B)	Nº 275 de 02.11.2001
Bono Serie C (BMETR-C)	Nº 297 de 10.07.2002
Bono Serie D (BMETR-D)	Nº 339 de 01.08.2003
Bono Serie E (BMETR-E)	Nº 370 de 11.05.2004
Bono Serie F (BMETR-F)	Nº 371 de 11.05.2004
Bono Serie G (BMETR-G)	Nº 431 de 16.08.2005
Línea de Bonos	Nº 515 de 09.11.2007
Serie H (BMETR-H)	Primera emisión
Serie I (BMETR-I)	Primera emisión
Línea de Bonos	Nº 619 de 30.10.2009
Serie J (BMETR-J)	Primera emisión
Línea de Bonos	Nº 681 de 23.09.2011
Serie K (BMETR-K)	Primera emisión
Serie L (BMETR-L)	Segunda emisión
Línea de Bonos	Nº 836 de 07.09.2016
Serie M (BMETR-M)	Primera emisión

<b>Estado de resultados consolidado IFRS</b>					
<b>M\$</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Total ingresos	238.396.080	250.180.455	281.289.836	300.948.510	320.560.508
Costo de ventas	-200.579.375	-216.996.387	-253.670.471	-268.821.799	-275.107.136
Gastos de administración	-25.880.405	-25.210.187	-22.440.598	-29.223.200	-35.226.200
Gastos financieros	-50.640.762	-50.031.846	-50.137.114	-50.250.049	-50.225.937
Resultado del ejercicio	-24.683.138	-72.927.873	-130.050.257	-154.857.230	-30.368.541
EBITDA	83.498.203	81.522.275	79.545.354	77.722.039	83.158.723

Balance general consolidado IFRS					
M\$	2012	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes	179.362.814	220.519.235	347.865.402	205.178.371	210.683.156
Activos no corrientes	2.798.187.451	2.914.054.210	3.171.161.753	3.576.239.949	4.014.874.126
Total de activos	2.977.550.265	3.134.573.445	3.519.027.155	3.781.418.320	4.225.557.282
Pasivos corrientes	127.799.668	181.302.660	188.303.421	246.842.630	276.408.786
Pasivos no corrientes	1.180.068.094	1.131.954.510	1.433.857.361	1.607.807.800	1.703.186.170
Total pasivos	1.307.867.762	1.313.257.170	1.622.160.782	1.854.650.430	1.979.594.956
Patrimonio	1.669.682.503	1.821.316.275	1.896.866.373	1.926.767.890	2.245.962.335
Total pasivos y patrimonio	2.977.550.265	3.134.573.445	3.519.027.155	3.781.418.320	4.225.557.291
Deuda financiera total	1.229.520.780	1.210.636.151	1.505.232.876	1.665.530.956	1.812.252.554

## Opinión



### Fundamento de la clasificación

**Empresa de Transporte de Pasajeros Metro S.A. (Metro S.A.)** es la operadora del ferrocarril urbano de Santiago, que forma parte fundamental del sistema de transporte público de la ciudad. Fue creada en 1989 con la publicación de la Ley 18.772, como continuadora de la Dirección General de Metro y es controlada en un 100% por el Estado, a través de CORFO y el Ministerio de Hacienda.

El ferrocarril subterráneo de Santiago comenzó a evaluarse en la década de 1960. Su construcción se inició en 1969, siendo inaugurados distintos tramos de su recorrido a partir de 1975. El 10 de febrero de 2007 se sumó al Sistema Integrado de Transporte (Transantiago), lo que implicó que el número de viajes anuales realizados en metro se duplicara.

Durante 2016, la empresa generó ingresos por US\$ 479 millones y alcanzó una afluencia de 670 millones de viajes. Actualmente, **Metro** participa en un 64% de los viajes del transporte público en Santiago. La compañía cuenta con 103 kilómetros de red, 108 estaciones distribuidas en cuatro líneas y 156 trenes que representan más de mil carros en operación.

La clasificación de los bonos series A, B, C, D, E, F y G en "**Categoría AAA**" se fundamenta en la garantía del Estado de Chile con que cuentan, lo que significa que el Tesorero General de la República o quien lo reemplace o subrogue, en representación del Estado, caucionaria o garantiza las obligaciones contraídas con los tenedores de los títulos de deuda, suscribiendo en forma personal tales instrumentos.

La garantía se extiende al capital e intereses que devenguen los bonos y al pago efectivo de los mismos, pudiendo los tenedores de los bonos, en conformidad con lo establecido en la ley, requerir a la Tesorería los desembolsos correspondientes, sin que para ello sea necesario generar acciones judiciales.

La clasificación de las series de bonos H, I, J, K, L y M (sin garantía estatal) en "**Categoría AA+**" se fundamenta en que la empresa, además de ser de propiedad íntegramente estatal, entrega un servicio de utilidad pública que es imprescindible para el desenvolvimiento normal de la ciudad de Santiago, principal centro urbano del país. En efecto, según datos a diciembre de 2016, **Metro** transporta, durante jornadas laborales, 2,3 millones de personas diariamente, lo que significa que más de un tercio de los viajes en transporte público de la capital se realizan utilizando exclusivamente el tren subterráneo y 29% utiliza la combinación tren subterráneo y bus de superficie.

La importancia del metro como medio de transporte masivo reduce sustancialmente su riesgo operativo, siendo un eje imprescindible de las políticas gubernamentales de transporte en la ciudad de Santiago, lo que se ve reflejado en el sostenido apoyo estatal a sus necesidades de inversión y de cumplimiento de sus compromisos financieros. Bajo este contexto, el emisor presenta una alta probabilidad de cumplir con las obligaciones asumidas en la emisión de los bonos, al margen de que su generación de flujos sea comparativamente reducida respecto del total de los pasivos financieros asumidos.

Considerando la deuda financiera al 31 de diciembre de 2016, la relación entre pasivos financieros y EBITDA anual asciende a 21,8 veces. Sin embargo, si se descuentan las obligaciones garantizadas por el Estado, la misma relación se reduce a 16,1 veces, aproximadamente. Si bien, comparativamente, se trata de un indicador elevado, tiene que tenerse en consideración que las inversiones son a muy largo plazo y que, además, se trata de una empresa estatal con una operación de fuerte y positivo impacto social.

Por otra parte, más allá de las características de la propiedad, la estrecha relación entre la empresa y las políticas de gobierno queda de manifiesto, por un lado, con las cauciones entregadas por el Estado a otras emisiones de bonos del emisor (por ejemplo, al establecerse resguardos sobre el porcentaje de propiedad que debe mantener el Estado en la propiedad de la empresa, situación que no se espera que sea alterada, tal como ha sucedido hasta la fecha, independiente de los cambios de gobierno) y a ciertas deudas bancarias; y por otro, por la participación y apoyo de **Metro S.A.** al sistema de transporte público "Transantiago" lo cual, incluso, ha implicado en el pasado el traspaso de recursos financieros, a través, por ejemplo, de aumentos de capital.

Por otra parte, dentro de los elementos que restringen la clasificación, se considera que el contrato de emisión de la línea de bonos establece exigencias para la administración con el objeto de resguardar los intereses de los bonistas, cuyo incumplimiento podría llevar a una aceleración del pago de los títulos de deuda.

La tendencia de clasificación de la línea de bonos se califica en "*Estable*", considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

A futuro, la clasificación de riesgo de las líneas de bonos podría verse favorecida en la medida que exista una reducción significativa y permanente en la relación entre los pasivos financieros del emisor y su capacidad de generación de flujos.

## Hechos relevantes recientes

### Resultados a diciembre de 2016

Durante 2016, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 320.561 millones (US\$ 479 millones), lo que representó un aumento de 6,5% con respecto a igual período de 2015, debido a los mayores precios promedio en la tarifa técnica y a un incremento en la afluencia de pasajeros.

En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 275.107 millones, lo que significa un alza de 2,3%, debido principalmente a mayores costos en personal y gastos de operación y mantenimiento. Como consecuencia del mayor incremento de los ingresos por sobre los costos, la proporción de éstos sobre los ingresos totales disminuyó desde el 89% en 2015, a 86% a fines de 2016.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron a \$ 35.226 millones, registrando un crecimiento de 20,5% respecto de 2015. Esto hizo que los gastos de administración pasaran de representar un 9,7% de los ingresos en 2015 a un 11% en 2016.

El resultado de operación de este período ascendió a \$ 10.227 millones (US\$ 15 millones), lo que representó un aumento de 252% con respecto al resultado operacional de diciembre de 2015. La empresa ha logrado sistemáticamente un resultado operacional positivo, siendo uno de los pocos casos de ferrocarriles urbanos en el mundo que puede exhibir esta condición. El EBITDA, en tanto, alcanzó los \$ 83.159 millones (US\$ 124 millones), lo que implica un alza de 7% en el período analizado. Esto se debe al aumento en el resultado operacional anteriormente descrito. De esta manera, el resultado del ejercicio de 2016 correspondió a una pérdida de \$ 30.369 millones, cifra que representa una mejora respecto a la pérdida de casi \$155.000 millones registrada en 2015.

## Hechos recientes

Durante 2016 ha continuado la construcción de las líneas 3 y 6 que corresponden al proyecto más desafiante implementado por Metro, debido al tamaño del proyecto y a la expansión de la red que significarán ambas redes.

A diciembre de 2016, el Proyecto de Líneas 6 y 3 tiene un avance global de 74%. Por una parte, la Línea 6 exhibe un avance acumulado de 90%, en tanto que la Línea 3, muestra un 63% de avance acumulado. En sistemas y material rodante el avance acumulado ponderado es de un 49%.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría AAA

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.

### Categoría AA+

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago de 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 la que pertenece o en la economía.

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

## Oportunidades y fortalezas

**Apoyo del Estado de Chile:** La compañía cuenta con el apoyo del Estado de Chile, lo cual se refleja, entre otros aspectos, en el aporte de financiamiento a sus inversiones y en las garantías entregadas tanto a las emisiones de bonos inscritas entre los años 2001 y 2005 como a algunos de los créditos bancarios tomados por la empresa. En opinión de **Humphreys**, esta situación no debiera tener cambios de relevancia a futuro, independiente de las autoridades del momento, en particular por la importancia de este medio de transporte. Durante el período 2012-2016, el importe procedente de emisión de acciones ha implicado una fuente de ingresos por \$ 1.171.482 millones.

**Importancia de Metro S.A. en el sector de transporte público de Santiago:** A partir de febrero de 2007, **Metro** pasó a formar parte del Sistema Integrado de Transporte Público de Pasajeros, Transantiago, el cual integra física y tarifariamente a los buses de transporte público, operados por empresas privadas y el tren subterráneo. **Metro** participa en este sistema, tanto en lo referente a la estructura de recorridos como a la integración tecnológica y de recaudación. Esto implica que puede preverse con bastante certeza que los flujos anuales de pasajeros se mantendrán con una adecuada estabilidad y no volverán a los que existían previamente a la instauración del actual Plan de Transporte.

**Metro** transporta más de 2,3 millones de personas diariamente durante los días de jornada laboral y representa más de un tercio de los viajes del Transantiago. Un 64% de los viajes diarios en la capital se realiza en metro, con un 35% de usuarios exclusivos y un 29% al menos en parte a través del metro, en combinación con otros medios como buses. Adicionalmente, desde 2013 es el encargado de la administración de las tarjetas de todo el sistema de transporte de Santiago. Dada esta condición y de acuerdo con lo establecido en los contratos, es el primero en recibir el pago por los ingresos generados por los pasajeros dentro del sistema de transportes de Santiago.

## Factores de riesgo

**Aceleración de pagos ante incumplimiento de resguardos:** El contrato de líneas de bonos establece exigencias para la administración con el objeto de resguardar los intereses de los bonistas (por ejemplo, mantener seguros mínimos y limitar el endeudamiento relativo). El incumplimiento de ellos podría llevar a una aceleración del pago de los títulos de deuda.

## Antecedentes generales

### Historia y descripción del negocio

Las obras de **Metro** se iniciaron en 1969 con el tramo San Pablo-La Moneda, inaugurado en 1975, extendiéndose hasta Escuela Militar en 1980 y hasta Los Domínicos a inicios de 2010. En 1978, se inaugura la Línea 2, la que posteriormente ha experimentado sucesivas extensiones hasta llegar a La Cisterna y Vespucio Norte en sus extremos sur y norte. En 1997, se inaugura la Línea 5 desde Baquedano a La Florida, siendo más tarde ampliada hacia el centro y al poniente, hasta Plaza de Maipú. En 2005, entra en operación la Línea 4, que opera desde Puente Alto a Tosalaba, y la Línea 4A desde La Florida a La Cisterna. Durante 2011, se anunció la construcción de la Línea 6 (Cerrillos-Providencia) y Línea 3 (Vespucio Norte-Plaza Egaña), que entrarían en operación durante el segundo semestre de 2017 y 2018 respectivamente.

La **Empresa de Transporte de Pasajeros Metro S.A.** fue creada bajo su forma actual en 1989, con la publicación de la Ley 18.772, como continuadora de la Dirección General de Metro, pasando de esta manera a ser una sociedad anónima.

A diciembre de 2016, la propiedad de **Metro** está estructurada de la siguiente forma:

Accionista	Serie A (MM acciones)	Serie B (MM acciones)	Total	% Participación
CORFO	34.772	12.103,5	46.825,5	62,75%
Fisco de Chile	20.735,6	7.060,2	27.795,8	37,25%
<b>Total</b>	<b>55.457,59</b>	<b>19.163,68</b>	<b>74.621,27</b>	<b>100%</b>

El 10 de febrero de 2007 **Metro** se incorporó al Sistema Integrado de Transporte (Transantiago). Con ello pasó a formar parte de un sistema de integración modal y tarifario en el plan de transporte de Santiago, lo que implica que los pasajeros pueden desplazarse a sus destinos usando, dentro de un rango de tiempo, más de un modo de transporte y pagando -mediante un sistema de cobro único- un precio determinado, pero menor a la suma de los pasajes individuales de los medios utilizados. Esta integración implicó para **Metro** un incremento significativo de la demanda diaria, desde 1,2 millones de pasajeros al día hasta 2,3 millones.

Además del transporte de pasajeros, la empresa administra su infraestructura para integrar, en las llamadas estaciones intermodales, distintos tipos de transporte: rural, urbano e interurbano. Junto con esto, **Metro** arrienda locales y espacios comerciales en las estaciones de la red, lo que permite que los pasajeros accedan a diversos servicios durante su paso por las estaciones, tales como cajeros automáticos, alimentación y cargas de minutos en celulares. Además, se ofrecen los espacios en estaciones y trenes para publicidad y actividades promocionales.

### Características del Activo Fijo

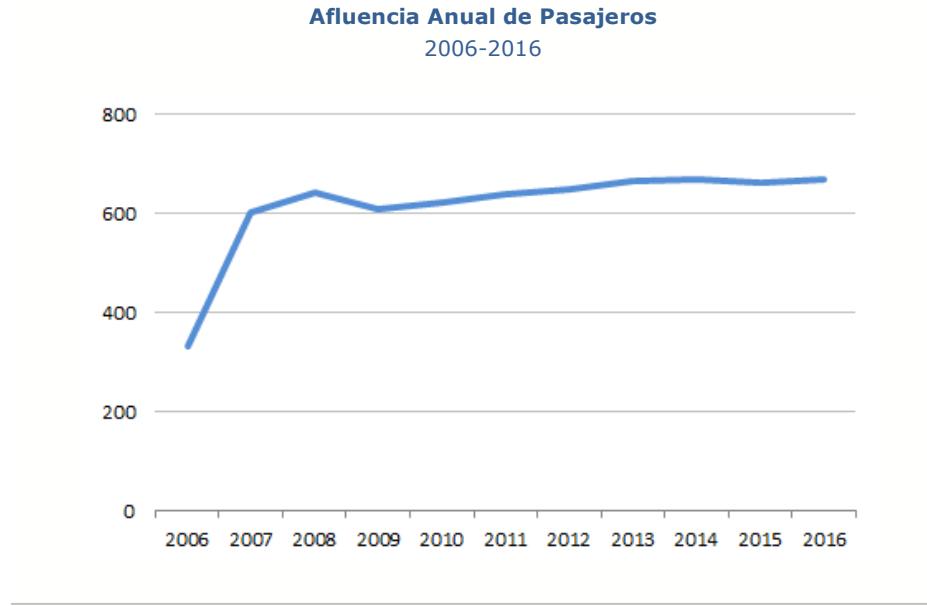
A diciembre 2016

	Línea 1	Línea 2	Línea 4	Línea 4A	Línea 5	Red
Nº de estaciones (incluye comunes)	27	22	23	6	30	108
Longitud total (km)	19,7	20,5	24,4	8,3	30,2	103,1

La Ilustración 1 muestra la afluencia de pasajeros en el período 2006-2016. Se puede apreciar que en 2007, luego de la implementación del Transantiago, el número de pasajeros se incrementó en más de 81%. Con posterioridad, a partir de 2013, el número de pasajeros se ha estabilizado en torno a las 670 millones al año, con la Línea 1 dando cuenta de aproximadamente un 40% de ese flujo.

De acuerdo con lo señalado por la compañía, una vez en régimen, la puesta en operación de las nuevas líneas 6 y 3 adicionará más de 100 millones de viajes a la red, una vez que estas líneas estén en régimen.

Ilustración 1  
**Afluencia Anual de Pasajeros**  
2006-2016



**Tarifas y recaudación bajo Transantiago:** A partir de julio de 2013 y hasta 2019, **Metro** administra el 100% de las cargas de la tarjeta Bip!<sup>1</sup>, lo cual, por una parte, genera ingresos por concepto de canal de ventas, que durante 2016 representaron aproximadamente un 12% del total de ingresos de la compañía y, por otra parte, le permite tener prioridad por sobre el resto de operadores del transporte público para recibir sus honorarios.

La tarifa que recibe **Metro** corresponde a un monto fijo por pasajero transportado validado, correspondiente a la “tarifa técnica”, la cual es actualizada mensualmente a través de un polinomio de indexación, que incorpora las variaciones de las variables que componen la estructura de costos de largo plazo de la emisora (IPC, dólar, euro, precio de la potencia y de la energía eléctrica). Cabe señalar, que ya se han establecido los reajustes a la tarifa técnica que se aplicarán cuando entren en operación las líneas 6 y 3.

#### **Tarifa Técnica promedio anual** En pesos de cada año

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Tarifa Técnica	301,48	303,23	335,09	360,31	384,7

### **Antecedentes de administración y propiedad**

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Rodrigo Azócar Hidalgo	Presidente del directorio
Paulina Soriano Fuenzalida	Vicepresidente del directorio
Carlos Mladinic Alonso	Director
Vicente Pardo Ruiz	Director
Karen Poniachik Pollak	Director
Claudio Soto Gamboa	Director
Vladimir Glasinovic Peña	Director

<sup>1</sup> La tarjeta Bip! corresponde al medio de pago del sistema de transportes del Transantiago, y permite, a través de una tarifa integrada, su utilización en el metro, buses o una combinación entre ambos

La administración de la compañía está conformada por las gerencias que se detallan a continuación.

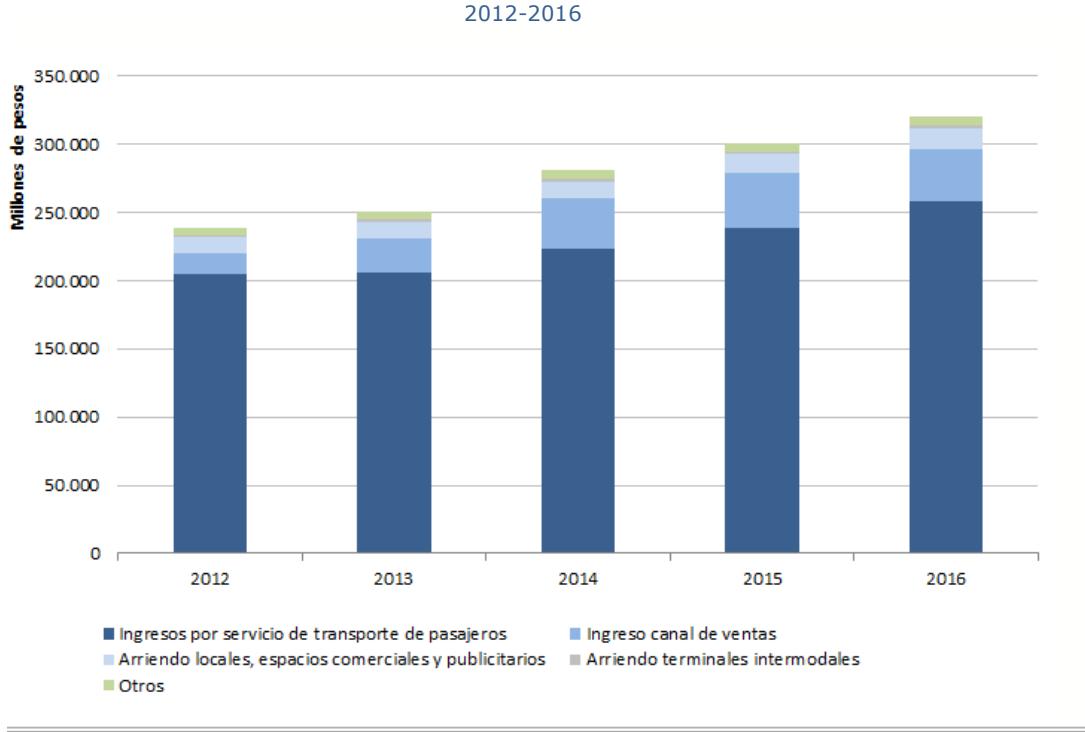
Cargo	Nombre	Fecha Nombramiento
Gerente General	Rubén Alvarado Vigar	29/09/2014
Gerente División Proyectos Expansión	Jaime Adasme Araya	01/06/2012
Gerente División Transporte de Pasajeros	Germán Morales Gaarn	01/12/2016
Gerente División Medios de Pago (i)	Sebastián Court Benvenuto	01/12/2016
Gerente Corporativo Administración y Finanzas	Hernán Vega Molina	01/03/1997
Gerente Corporativo Personas	Patricio Baronti Correa	01/12/2014
Gerente Corporativo Planificación y Desarrollo	Sebastián Court Benvenuto	01/12/2016
Gerente Corporativo Estudios y Negocios de Transporte	Roland Zamora Vega	05/07/2011
Gerente Corporativo Clientes y Sostenibilidad	María Irene Soto Layseca	05/10/2015
Gerente Corporativa Asuntos Legales	Gonzalo Morales Moreno	01/01/2008
Gerente Operaciones y Servicios	Felipe Bravo Busta	01/06/2016
Gerente de Mantenimiento	Carlos Ríos Bustamante	01/12/2016
Gerente de Ingeniería y Proyectos Operacionales	Jorge Taboada Rodriguez	01/12/2016
Gerente Implementación Líneas 6 y 3	Rodrigo Terrazas Michell	01/12/2016
Gerente de Negocios	Iván Zambelli Klenner	26/10/2015
Gerente de Auditoría Interna	Ximena Contreras Duff	13/01/2017

## Líneas de negocios

Durante 2016, los ingresos por transporte de pasajeros alcanzaron un total de \$ 257.848 millones, lo que representa el 80,4% del total de ingresos operacionales (79,2% en 2015) e implica un aumento de 8,2% respecto a 2015.

Esta alza tuvo su origen en los mayores precios en la tarifa técnica, así como un aumento de 8,9 millones de viajes, por un mayor número de días laborales y menor número de días festivos en los meses de mayo y agosto de 2016, en comparación con igual período de 2015. En menor medida aumentaron los ingresos por arriendos (\$ 1.961 millones) y otros ingresos operacionales (\$296 millones), no obstante hubo una disminución en ingresos por canal de ventas (\$2.269 millones).

Ilustración 2  
**Ingresos de Actividades Ordinarias**  
2012-2016



## Planes de inversión

La ampliación de la red de **Metro** para los próximos años está dada por las líneas 6 y 3, que aportarán 37 km a la red, y por las extensiones de las líneas 2 y 3, que en conjunto sumarán casi 9 km.

### Nuevas Líneas 6 y 3

La construcción de las nuevas líneas 6 y 3 corresponde al proyecto de expansión más relevante en la historia de Metro. Conjuntamente, estas líneas significarán:

- 28 nuevas estaciones y 37 kilómetros de red
- La Red de Metro alcanzará los 140 Km. y 136 estaciones.
- La inversión total, estimada en US\$ 3.000 millones, es financiada en un 66% por aportes fiscales, en tanto que el tercio restante es financiada por la emisora.

A diciembre 2016, las líneas 6 y 3 tienen un avance global de 74%. La Línea 6 exhibe un avance de 90%, en tanto que la Línea 3 registra un 63% de avance.

La Línea 6, cuya puesta de servicio está programada para el segundo semestre de 2017, muestra montajes de vías, catenarias y puertas de andén terminados, a diciembre de 2016. Además, se está finalizando la obra gruesa y el montaje de revestimientos en las estaciones y se dio inicio a la instalación de escaleras mecánicas y ascensores.

La Línea 3, que comenzará a operar el segundo semestre de 2018, terminó a diciembre las obras de túneles y se está dando inicio a los contratos de construcción de estaciones.

### **Extensiones líneas 2 y 3**

El 27 de mayo del 2016, **Metro** anunció el trazado de extensión de las líneas 2 y 3 el cual será 100% subterráneo para ambas extensiones, llegando a tres comunas: Quilicura, El Bosque y San Bernardo. El proyecto sumará 8,9 nuevos kilómetros a la red.

En el caso de la extensión de la actual Línea 2 (El Bosque y San Bernardo), se construirán 5,1 nuevos kilómetros y cuatro estaciones, prolongándose desde estación La Cisterna hasta el Hospital El Pino, por Avenida Padre Hurtado, en el límite de las comunas de San Bernardo y El Bosque.

En tanto, la extensión de la futura Línea 3 (Quilicura) sumará 3,8 nuevos kilómetros, agregando tres estaciones al trazado actual. Esta red llegará hasta el entorno del centro cívico de la comuna de Quilicura por la Avenida Manuel Antonio Matta y permitirá la integración con otros medios de transporte, como la combinación en la futura estación Quilicura de EFE.

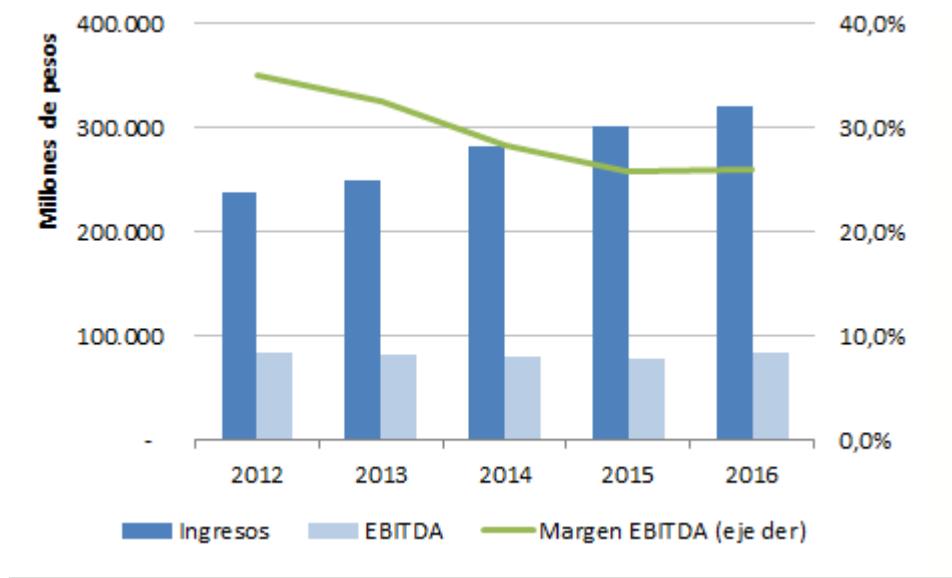
## **Antecedentes financieros**

### **Evolución de ingresos y EBITDA**

En los últimos años, la compañía ha mostrado un constante crecimiento de sus ingresos, acorde con el aumento de la red ferroviaria y la mayor afluencia de pasajeros. Entre los años 2012 y 2016, los ingresos presentaron una tasa de crecimiento promedio de 7,7% anual.

El margen EBITDA, que se situaba en torno al 35% en 2012, se ha reducido, estabilizándose en niveles cercanos a 26% durante 2015 y 2016 (ver Ilustración 3).

Ilustración 3  
**Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA**  
2012-2016



## Endeudamiento

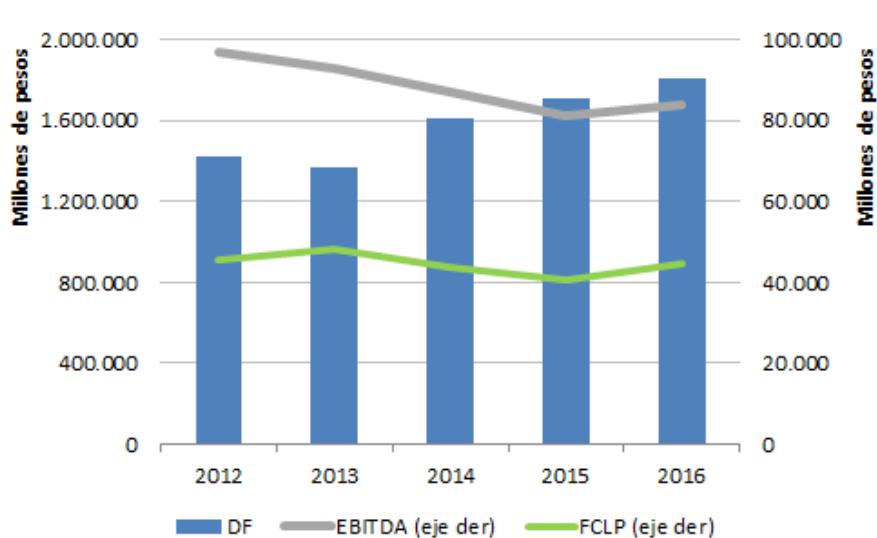
La deuda financiera de la compañía está conformada por obligaciones con el público garantizadas por el Estado (bonos series A, B, C, D, E, F y G y parte de la deuda bancaria) y no garantizadas (bonos series H, I, J, K, L y M), además de deuda con diferentes bancos. A diciembre de 2016, el valor de los bonos vigentes con garantía estatal llegaba al equivalente de \$ 502.763 millones (38,3% de los bonos), y a \$ 810.316 millones los bonos sin garantía estatal (61,7% de los bonos). La empresa tenía \$ 448.377 millones de deuda bancaria, con prácticamente la totalidad expresada en dólares, toda vez que sólo un 0,1% está expresada en euros.

Se aprecia que la deuda financiera total ascendía, a diciembre de 2016, a \$1.812.252 millones. Por otra parte, su capacidad de generación de flujos ascendía a un EBITDA de \$83.158 millones y un Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>2</sup> que, tal como se aprecia en la Ilustración 4, ha exhibido un importante grado de estabilidad en el período analizado, ascendiendo en la más reciente observación a \$ 44.756 millones.

De esta manera, a fines de 2016, la relación Deuda Financiera/EBITDA se situó en torno a 21,6 veces, mientras que la Deuda Financiera/FCLP se situó en 40,5 veces. Si se considera sólo aquella deuda que no cuenta con garantía estatal, la relación DF (sin garantía)/FCLP se sitúa en torno a las 30 veces.

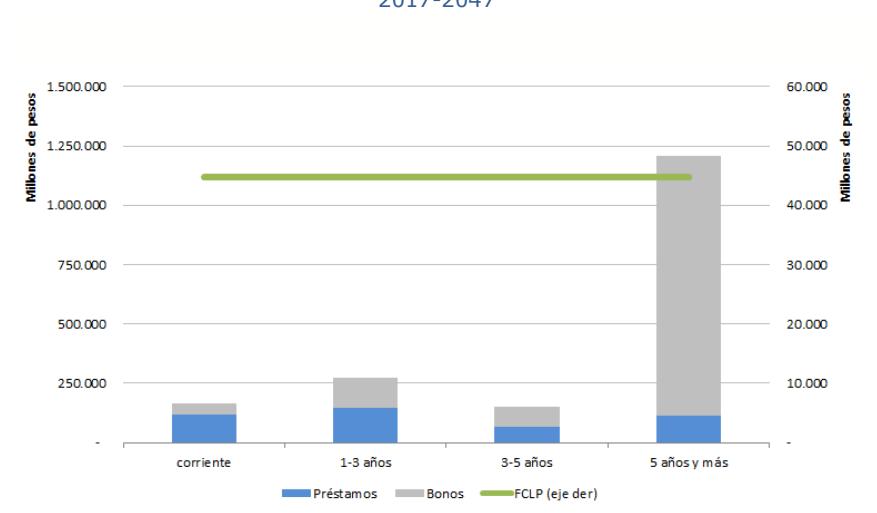
<sup>2</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.  
Para una descripción más en detalle de este indicador, véase: <http://www.humphreys.cl/resources/uploads/2015-04/ft-fclp-abril-2015.pdf>

Ilustración 4  
**Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo**  
 (millones de pesos de diciembre de 2016)  
 2012-2016



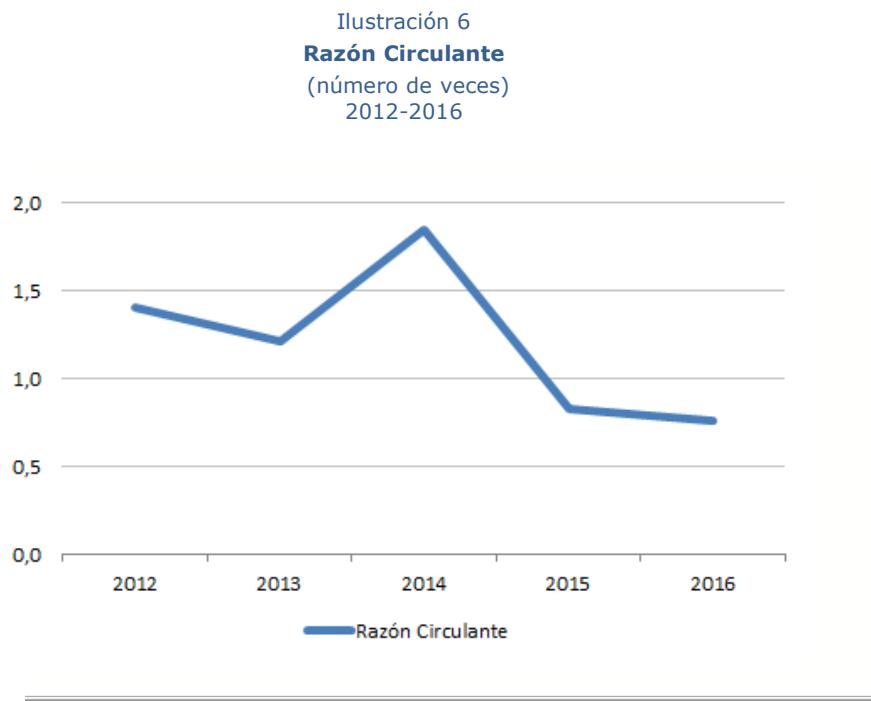
Según la Ilustración 5, que muestra el calendario de vencimientos de **Metro** y la capacidad de generación de flujos de la compañía, señalada por el FCLP. De acuerdo a los antecedentes proporcionados a esta clasificadora, la emisora sería capaz de servir en forma ajustada con aquellos compromisos sin garantía estatal, a excepción de los vencimientos de 2024 y 2047, los cuales, se estima, no presentarían problema de ser refinaciados, dado su estatus de empresa estatal de relevancia en el ámbito social.

Ilustración 5  
**Calendario de Vencimientos y FCLP** (millones de pesos)  
 2017-2047



## Liquidez

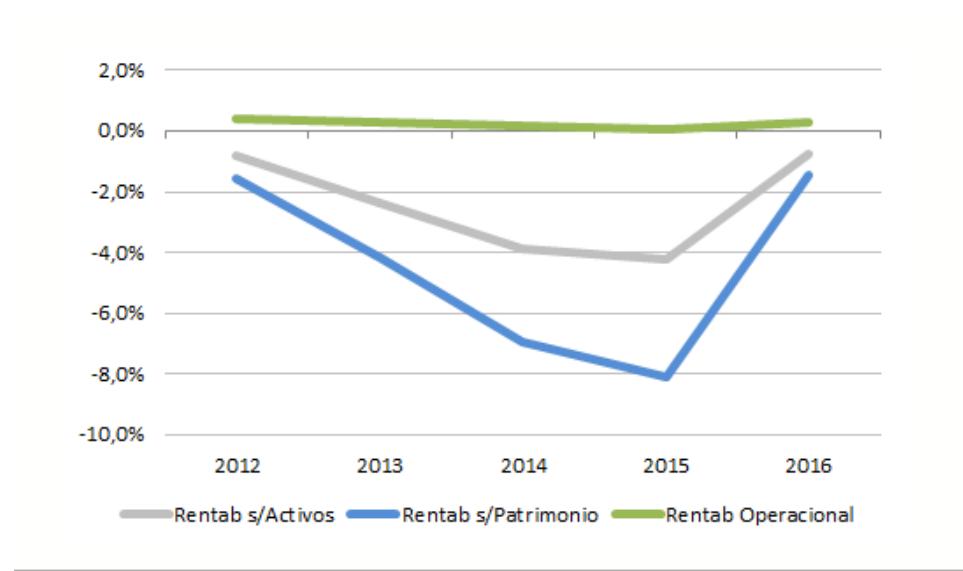
Luego de situarse en niveles cercanos a 1,8 durante 2014, la liquidez de la compañía, medida como razón circulante, se ha reducido consistentemente hasta llegar a niveles de 0,76 veces durante diciembre de 2016, principalmente porque el incremento de los activos corrientes, provenientes de los recursos obtenidos en la última emisión de bonos y aportes fiscales, fueron inferiores al incremento de los pasivos corrientes producto de nuevos vencimientos de cuotas de corto plazo de préstamos que devengan intereses.



## Rentabilidad

Se aprecia que durante los últimos cinco años, la rentabilidad del activo como del patrimonio ha sido negativa, aun cuando durante el último período los registros presentan una mejora respecto a los valores observados durante los años anteriores. En términos de rentabilidad operacional, se aprecia que, debido al resultado operacional positivo, este indicador presenta registros estables y positivos, aunque correspondan a registros bajos al compararlo con el nivel de activos de la empresa.

**Ilustración 7**  
**Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio**  
(Porcentajes. 2012-2016)



## Covenants de los bonos



Para los bonos vigentes, **Metro** se ha comprometido a mantener los siguientes resguardos financieros:

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Dic 2016
Razón de Endeudamiento	Menor a 1,7 veces	0,88 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a \$700.000 millones	\$2.245.962 millones
Cobertura de intereses	Mayor a 1,1 veces	2,01veces

*"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".*