



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

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

Mayo 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	AA+
Bonos Series A-B-C-D-E-F-G	AAA
Líneas de Bonos y Bonos Series H, I, J, K, L, M	AA+
Tendencia	Estable
EEFF Base	31 marzo 2018 <sup>1</sup>

Número y fecha de inscripción de instrumentos vigentes	
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 Serie H (BMETR-H)	Nº 515 de 09.11.2007 Primera emisión
Línea de Bonos Serie I (BMETR-I)	Nº 515 de 09.11.2007 Primera emisión
Línea de Bonos Serie J (BMETR-J)	Nº 619 de 30.10.2009 Primera emisión
Línea de Bonos Serie K (BMETR-K)	Nº 681 de 23.09.2011 Primera emisión
Línea de Bonos Serie L (BMETR-L)	Nº 681 de 23.09.2011 Segunda emisión
Línea de Bonos Serie M (BMETR-M)	Nº 836 de 07.09.2016 Primera emisión

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2017. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Estado de resultados consolidado IFRS							
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	mar-17	mar-18
Total ingresos	250.180.455	281.289.836	300.948.510	320.560.508	340.049.078	74.741.092	87.101.335
Costo de ventas	-216.996.387	-253.670.471	-268.821.799	-275.107.136	-288.011.283	-61.981.364	-74.044.083
Gastos de administración	-25.210.187	-22.440.598	-29.223.200	-35.226.200	-40.386.097	-10.621.511	-8.515.810
Gastos financieros	-50.031.846	-50.137.114	-50.250.049	-50.225.937	-54.309.118	-13.296.201	-15.601.099
Resultado del ejercicio	-72.927.873	-130.050.257	-154.857.230	-30.368.541	14.601.393	-9.002.080	-9.137.379
EBITDA	81.522.275	79.545.354	77.722.039	83.158.723	88.761.000	20.480.000	26.483.000

Balance general consolidado IFRS						
M\$	2013	2014	2015	2016	2017	mar-18
Activos corrientes	220.519.235	347.865.402	205.178.371	210.683.156	327.214.682	302.688.824
Activos no corrientes	2.914.054.210	3.171.161.753	3.576.239.949	4.014.874.135	4.486.544.086	4.549.583.526
Total de activos	3.134.573.445	3.519.027.155	3.781.418.320	4.225.557.291	4.813.758.768	4.852.272.350
Pasivos corrientes	181.302.660	188.303.421	246.842.630	276.408.786	259.650.705	245.703.764
Pasivos no corrientes	1.131.954.510	1.433.857.361	1.607.807.800	1.703.186.170	1.953.498.866	2.015.225.933
Total pasivos	1.313.257.170	1.622.160.782	1.854.650.430	1.979.594.956	2.213.149.571	2.260.929.697
Patrimonio	1.821.316.275	1.896.866.373	1.926.767.890	2.245.962.335	2.600.609.197	2.591.342.653
Total pasivos y patrimonio	3.134.573.445	3.519.027.155	3.781.418.320	4.225.557.291	4.813.758.768	4.852.272.350
Deuda financiera total	1.210.636.151	1.505.232.876	1.665.530.956	1.800.829.575	2.015.547.483	2.006.773.166

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Empresa de Transporte de Pasajeros Metro S.A. (Metro)** 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.

Durante 2017, la empresa generó ingresos por US\$ 553 millones y alcanzó una afluencia de 685,1 millones de viajes. Actualmente, **Metro** participa en más de 60% de los viajes del transporte público en Santiago. La compañía cuenta con 119 kilómetros de red, 118 estaciones distribuidas en seis líneas y 202 trenes que representan alrededor de 1.153 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, cauciona 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 2017, **Metro** transporta, durante jornadas laborales, 2.347 mil personas diariamente, lo que significa que participa en aproximadamente el 60% de los viajes diarios del transporte público metropolitano.

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 2017, la relación entre pasivos financieros y EBITDA anual asciende a 22,6 veces. Sin embargo, si se descuentan las obligaciones garantizadas por el Estado, la misma relación se reduce a 17,0 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** 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 2017

Durante 2017, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 340.049 millones (US\$ 553 millones), lo que representó un aumento de 6,1% con respecto a igual período de 2016, debido a la mayor afluencia de pasajeros, que se incrementó en aproximadamente 15 millones de viajes principalmente por la puesta en marcha del Tren Central y la operación de la línea 6 en noviembre de 2017.

En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 288.011 millones, lo que significa un alza de 4,7%, debido principalmente a mayores costos en personal, gastos de operación y mantenimiento y de depreciaciones y amortizaciones. Como consecuencia del mayor incremento de los ingresos por sobre los costos, la proporción de éstos sobre los ingresos totales disminuyó desde el 85,8% en 2016, a 84,7% a fines de 2017.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron \$ 40.386 millones, registrando un crecimiento de 14,6% respecto de 2016. Esto hizo que los gastos de administración pasaran de representar un 11,0% de los ingresos en 2016 a un 11,9% en 2017.

El resultado de operación de este período ascendió a \$ 11.652 millones (US\$ 18,9 millones), lo que representó un aumento de 13,9% con respecto al resultado operacional de diciembre de 2016. 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 \$ 88.761 millones (US\$ 144 millones), lo que implica un alza de 6,7% en el período analizado. Esto se debe al aumento en el resultado operacional anteriormente descrito. De esta manera, el resultado del ejercicio de 2017 correspondió a de \$ 14.601 millones, cifra que representa una mejora respecto a la pérdida de \$30.36 millones registrada en 2016, esto se debe principalmente a un efecto positivo del tipo de cambio por la depreciación del dólar, lo que genera mayor ganancia considerando que se tienen pasivos en dólares.

### Resultados a marzo de 2018

En el primer trimestre de 2018 registró ingresos por ventas por \$87.101 millones, lo que representa un crecimiento de 16,5% con respecto a marzo de 2017, lo que se debe principalmente a mayores precios de la tarifa media producto del aumento tarifario y a una mayor afluencia de pasajeros por la entrada en operación de

la línea 6. Lo anterior, significó un incremento de la ganancia bruta registrada en el periodo de 2,3% respecto del mismo trimestre del año pasado.

El EBITDA, por su parte, alcanzó aproximadamente \$26.483 millones, registrando un alza de 29,3% respecto al mismo trimestre de 2017. De esta manera, el margen EBITDA del trimestre alcanza 30,4%, lo que se compara favorablemente con el margen de 27,4% registrado en el mismo trimestre del año anterior.

## Hechos recientes

En noviembre de 2017, **Metro** comenzó la operación de la línea 6, convirtiéndose en la primera línea completamente automatizada y la más moderna de Sudamérica. Además, se continuó con la construcción de la línea 3, la que alcanzó en 2017 un avance de 82%.

En junio de 2017, el gobierno anunció la construcción de la línea 7, la cual unirá Renca con Vitacura.

## 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 2012-2017, el importe procedente de emisión de acciones ha implicado una fuente de ingresos por \$ 1.378.501 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. Participa en un 60% de los viajes del transporte público ya sea en viajes exclusivos de **Metro** o en combinación con 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 Tobalaba, y la Línea 4A desde La Florida a La Cisterna. Durante 2011, se anunció la construcción de la línea 6 (Cerrillos-Providencia), que entró en operación en noviembre de 2017, y de la línea 3 (Vespucio Norte-Plaza Egaña), que entraría en operación a fines del 2018 o inicios del 2019.

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 2017, la propiedad de **Metro** está estructurada de la siguiente forma:

Accionista	Serie A (MM acciones)	Serie B (MM acciones)	Total	% Participación
CORFO	43.282,4	12.103,5	55.385,9	64,47%
Fisco de Chile	23.459,9	7.060,2	30.520,1	35,53%
<b>Total</b>	<b>66.742,30</b>	<b>19.163,70</b>	<b>85.906,00</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

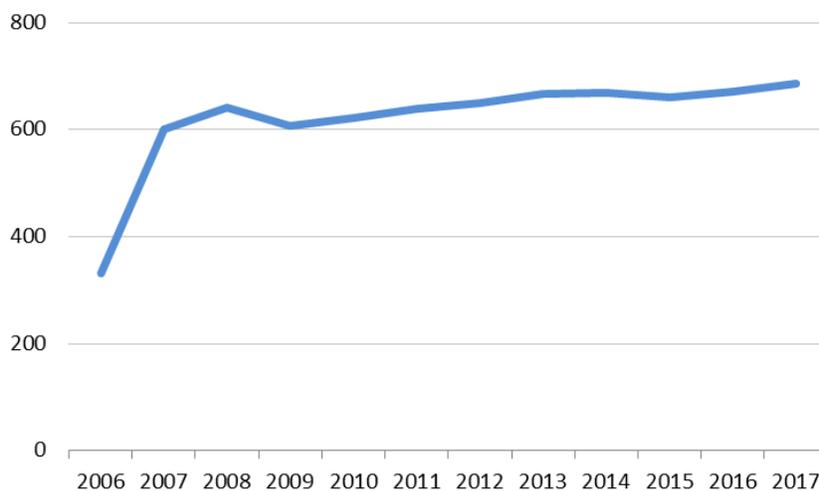
A diciembre 2016

	Línea 1	Línea 2	Línea 4	Línea 4A	Línea 5	Línea 6	Red
Nº de estaciones (incluye comunes)	27	22	23	6	30	10	118
Longitud total (km)	19,7	20,5	24,4	8,3	30,2	15,4	118,5

La Ilustración 1 muestra la afluencia de pasajeros en el período 2006-2017. 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.

En 2017, entró en operación la línea 6 del metro lo que llevo a alcanzar una afluencia anual de 685 millones, aumentando en aproximadamente 2,2% con respecto al año anterior y se espera que siga aumentando con la apertura de la línea 3 y la línea 7 en los próximos años.

Ilustración 1  
**Afluencia Anual de Pasajeros**  
 2006-2017



**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>2</sup>, lo cual, por una parte, genera ingresos por concepto de canal de ventas, que durante 2017 representaron aproximadamente un 12,2% 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 ha reajustado la tarifa técnica por la entrada en operación de la línea 6 y ya se han establecido los reajustes de tarifa que se aplicarán cuando comience a funcionar la línea 3.

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tarifa Técnica	301,48	303,23	335,09	360,31	384,7	397,5

<sup>2</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

## Antecedentes de administración y propiedad

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

Nombre	Cargo
Louis de Grange Concha	Presidente del Directorio
Nicole Keller Flaten	Vicepresidenta del Directorio
Arturo Gana de Landa	Director
Karen Poniachik Pollak	Directora
Luz Granier Bulnes	Directora
Juan Carlos Herrera Maldonado	Director
German Concha Zavala	Director

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

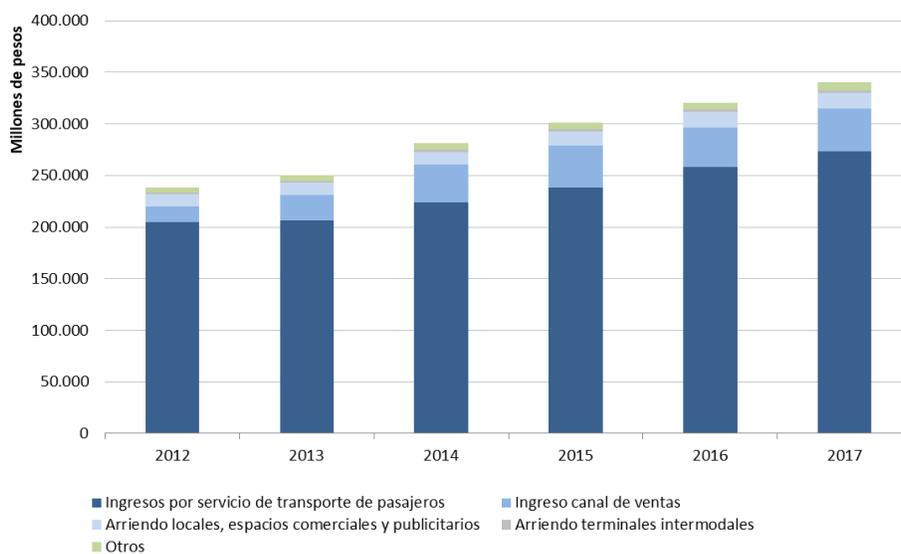
Cargo	Nombre	Fecha Nombramiento
Gerente General	Ruben Alvarado Vigar	29/09/2014
Gerente División Medios de Pago	Juan Felipe Mahuzier Herrera	02/04/2018
Gerente de Línea 7	Osvaldo Ernesto Cortes Amar	01/03/2018
Gerente de Extensiones	Ximena Adriana Schultz Soriano	01/03/2018
Gerente de Ingeniería y Proyectos Operacionales (I)	Gonzalo Puelma Calvo	27/02/2018
Gerente de Auditoría Interna	Ximena Marcela Contreras Duff	13/01/2017
Gerente de División Transporte De Pasajeros	German Morales Gaarn	01/12/2016
Gerente de Mantenimiento	Carlos Ríos Bustamante	01/12/2016
Gerente de Planificación y Desarrollo	Sebastian Andres Court Benvenuto	01/12/2016
Gerente de Implementación de Líneas Automáticas	Rodrigo Javier Terrazas Michell	01/06/2016
Gerente de Operaciones y Servicios	Felipe Andrés Bravo Busta	01/06/2016
Gerente de Negocios	Ivan Hugo Zambelli Klenner	26/10/2015
Gerente de Personas	Patricio Baronti Correa	01/12/2014
Gerente de Ingeniería, Arquitectura y Obras Civiles	Hector Omar Gonzalez Garrido	25/07/2014
Gerente de Línea 3	Edgardo Rafael Salazar Figueroa	02/01/2014
Gerente división Proyectos de Expansión	Jaime Alberto Adasme Araya	01/06/2012
Gerente de Estudios y Negocios de Transporte	Roland Robin Zamora Vega	05/07/2011
Gerente de Asuntos Legales	Gonzalo Cristián Morales Moreno	01/01/2008
Gerente de Administración y Finanzas	Hernán Vega Molina	01/03/1997
Gerente de Clientes y Sostenibilidad (I)	Patricio Baronti Correa	01/01/2018

## Líneas de negocios

Durante 2017, los ingresos por transporte de pasajeros alcanzaron un total de \$ 273.324 millones, lo que representa el 80,4% del total de ingresos operacionales (80,4% en 2016) e implica un aumento de 6,0% respecto a 2016.

El alza aludida tuvo su origen en los mayores precios promedio en la tarifa técnica, así como un aumento de 15,0 millones de viajes, principalmente por la entrada en operación del Tren Central y la línea 6 de **Metro**. En menor medida aumentaron los ingresos de canal de ventas (\$2.724 millones) y otros ingresos operacionales (\$1.535 millones), en contraposición, se observó una disminución en los ingresos por arriendo (\$246 millones).

Ilustración 2  
Ingresos de Actividades Ordinarias  
2012-2017



## Planes de inversión

La ampliación de la red de **Metro** está dada por la línea 6, que entró en operación en noviembre de 2017, y la línea 3, que a diciembre de 2017 tiene un avance de 82%; ambas aportarán 37 km a la red. También se incluye las extensiones de líneas 2 y 3 que suman casi 9 km. Además, en junio de 2017 el gobierno anuncia la partida del proceso de construcción de la línea 7 que considera una inversión de USD 2.500 millones.

### Proyecto Nuevas Líneas 6 y 3

La construcción de las nuevas líneas 6 (entró en operación en noviembre de 2017) 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.

La Línea 3, que comenzará sus operaciones a fines de 2018 o inicio de 2019, terminó el montaje de las puertas del andén en estaciones y ya cuenta con todos los trenes en las respectivas cocheras, habiéndose ya realizado satisfactoriamente el paso del primer tren.

### **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, 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.

Durante 2017, el proyecto de extensiones estuvo concentrado en su etapa de diseño, principalmente en el desarrollo de sus ingenierías básicas y de detalle.

## **Antecedentes financieros<sup>3</sup>**

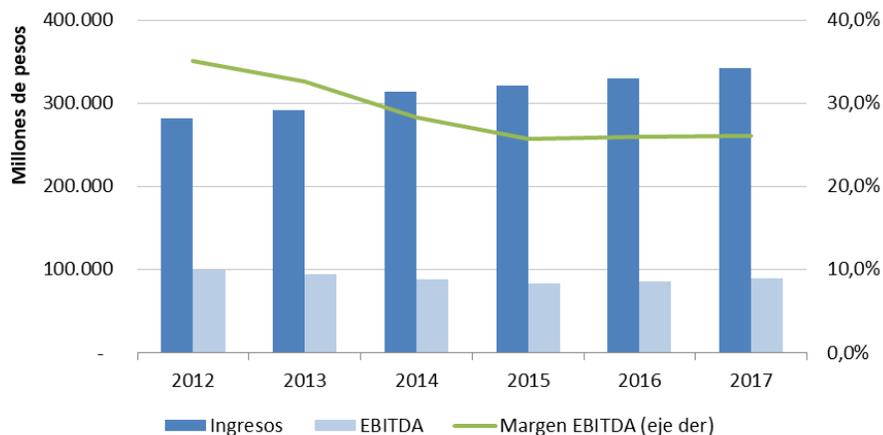
### **Evolución de ingresos y EBITDA**

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 2017, los ingresos presentaron una tasa de crecimiento promedio de 3,9% anual.

El margen EBITDA, que se situaba en torno al 35% en 2012, se ha reducido, estabilizándose en niveles cercanos a 26% durante 2015, 2016 y 2017 (ver Ilustración 3).

<sup>3</sup> Las cifras presentadas han sido corregidas a pesos de diciembre de 2017. Para los años móviles se usan las cifras de flujos de los cuatro últimos trimestres a la fecha presentada.

Ilustración 3  
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA  
2012-2017



## 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 2017, el valor de los bonos locales vigentes con garantía estatal llegaba al equivalente de \$ 493.307 millones (equivalentes al 31,1% de los bonos locales e internacionales y al 24,9% del total de la deuda), y a \$ 482.032 millones aquellos sin garantía estatal (equivalentes al 30,4% de los bonos locales e internacionales y al 24,3% de la deuda total), junto con esto, la compañía posee dos bonos internacionales en dólares que alcanzan \$610.980 millones (que representa el 38,5% de los bonos locales a internacionales y un 30,8% de la deuda total). La empresa, además, tenía \$ 398.709 millones de deuda bancaria, prácticamente la totalidad expresada en dólares, toda vez que sólo un 0,02% está expresada en euros.

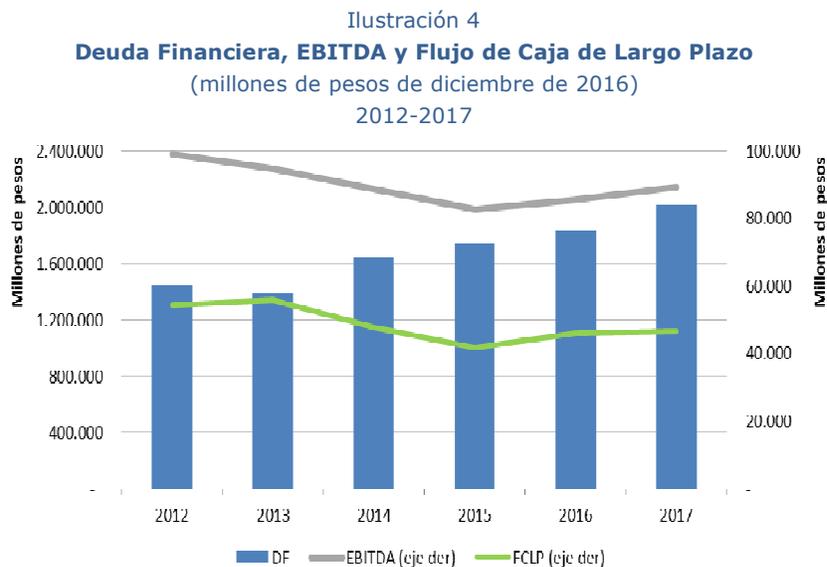
A diciembre de 2017 la deuda financiera total ascendía a \$2.015.547 millones. Por otra parte, su EBITDA ascendía a \$89.309 millones y su Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>4</sup> que, tal como se aprecia en la Ilustración 4, ha exhibido un importante grado de estabilidad en el período analizado, asciende en la más reciente observación a \$ 46.498 millones<sup>5</sup>.

<sup>4</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>

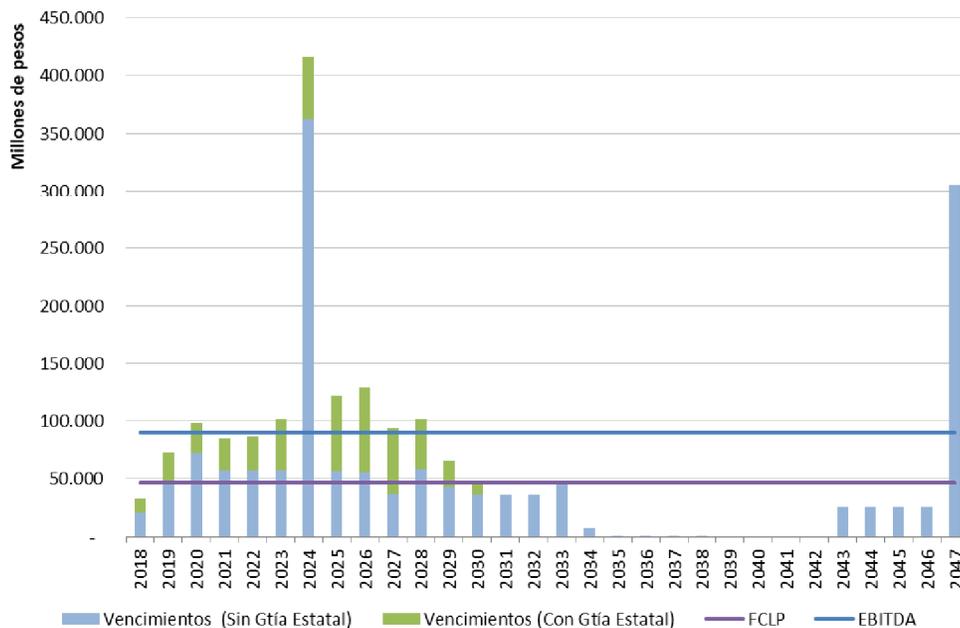
<sup>5</sup> Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2017.

De esta manera, a fines de 2017, la relación Deuda Financiera/EBITDA se situó en torno a 22,6 veces, mientras que la Deuda Financiera/FCLP se situó en 43,3 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 32,6 veces.



Según la Ilustración 5, que muestra el calendario de vencimientos de **Metro** y la capacidad de generación de flujos de la compañía, 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 refinanciados, dado su estatus de empresa estatal de relevancia en el ámbito social.

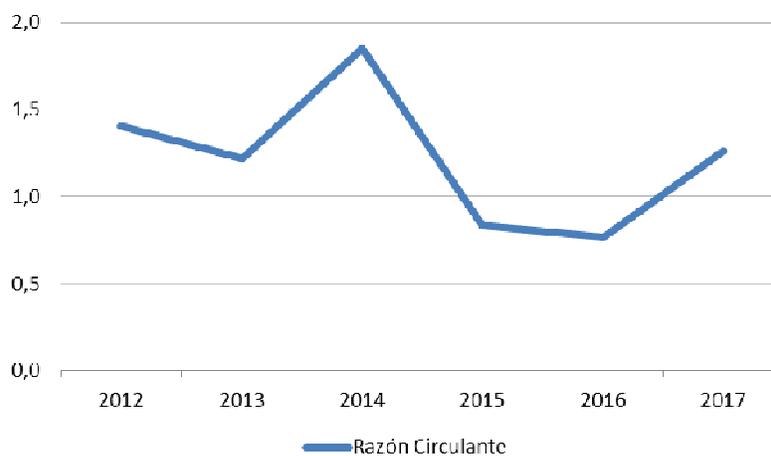
Ilustración 5  
**Calendario de Vencimientos y FCLP** (millones de pesos)  
 2018-2047



## Liquidez

Luego de situarse en niveles cercanos a 1,8 durante 2014, la liquidez de la compañía, medida como razón circulante, comenzó a reducirse 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 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; sin embargo, a diciembre de 2017 alcanza 1,26 veces producto de un aumento en los activos corrientes y una disminución en los pasivos corrientes.

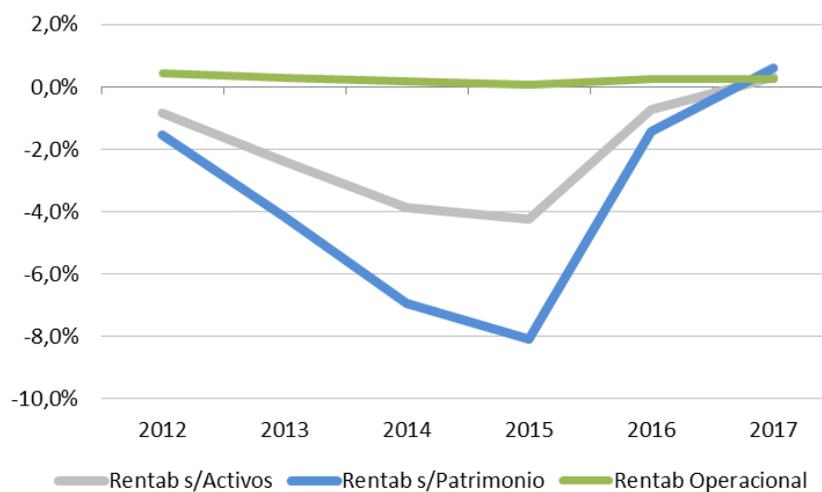
Ilustración 6  
**Razón Circulante**  
 (Número de veces)  
 2012-2017



## Rentabilidad

Se aprecia que durante los 2012 y 2016, la rentabilidad del activo como del patrimonio ha sido negativa, pero ha ido mejorando desde 2015, no obstante, en 2017, la compañía alcanza resultados positivos para estos indicadores. 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. 2012-2017)



## Covenants de los bonos

Para los bonos locales sin garantía del estado, **Metro** se ha comprometido a mantener los siguientes resguardos financieros:

<b>Covenants financieros</b>		
	<b>Líneas de bonos</b>	<b>Dic 2017</b>
Razón de Endeudamiento	Menor a 1,7 veces	0,85 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a \$700.000 millones	\$2.600.609 millones
Cobertura de gastos financieros <sup>6</sup>	Mayor a 1,0 veces	2,03veces

*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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".*

<sup>6</sup> La Serie M no tiene el covenant Cobertura de Gastos Financieros.