



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envió Anterior

Analistas
Carlos García B.
José Manuel Eléspuru P.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl
jose.elespuru@humphreys.cl

Empresa de Transporte de Pasajeros METRO S.A.

Mayo 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 5200 – Fax 2433 5201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	AA+
Bonos Series A-B-C-D-E-F-G	AAA
Líneas de Bonos, Bonos Series H, I, J, K, L, M	AA+
Tendencia	Estable
EEFF Base	31 diciembre 2019

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) Serie I (BMETR-I)	Nº 515 de 09.11.2007 Primera emisión Primera emisión
Línea de Bonos Serie J (BMETR-J)	Nº 619 de 30.10.2009 Primera emisión
Línea de Bonos Serie K (BMETR-K) Serie L (BMETR-L)	Nº 681 de 23.09.2011 Primera emisión Segunda emisión
Línea de Bonos Serie M (BMETR-M)	Nº 836 de 07.09.2016 Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total ingresos	281.289.836	300.948.510	320.560.508	340.049.078	388.852.814	416.323.955
Costo de ventas	-253.670.471	-268.821.799	-275.107.136	-288.011.283	-328.189.648	-379.123.771
Gastos de administración	-22.440.598	-29.223.200	-35.226.200	-40.386.097	-44.426.907	-44.362.296
Gastos financieros	-50.137.114	-50.250.049	-50.225.937	-54.309.118	-63.967.097	-87.038.317
Resultado del ejercicio	-130.050.257	-154.857.230	-30.368.541	14.601.393	-175.724.837	-195.498.251
EBITDA	79.545.354	77.722.039	83.158.723	88.761.000	106.190.577	109.701.977

Balance general consolidado IFRS

M\$	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activos corrientes	347.865.402	205.178.371	210.683.156	327.214.682	392.411.522	307.586.492
Activos no corrientes	3.171.161.753	3.576.239.949	4.014.874.135	4.486.544.086	4.818.858.366	4.995.710.693
Total de activos	3.519.027.155	3.781.418.320	4.225.557.291	4.813.758.768	5.211.269.888	5.303.297.185
Pasivos corrientes	188.303.421	246.842.630	276.408.786	259.650.705	281.422.927	296.089.160
Pasivos no corrientes	1.433.857.361	1.607.807.800	1.703.186.170	1.953.498.866	2.131.940.304	2.158.996.362
Total pasivos	1.622.160.782	1.854.650.430	1.979.594.956	2.213.149.571	2.413.363.231	2.455.085.522
Patrimonio	1.896.866.373	1.926.767.890	2.245.962.335	2.600.609.197	2.797.906.657	2.848.211.663
Total pasivos y patrimonio	3.519.027.155	3.781.418.320	4.225.557.291	4.813.758.768	5.211.269.888	5.303.297.185
Deuda financiera total	1.505.232.876	1.665.530.956	1.800.829.575	2.015.547.483	2.174.775.422	2.226.185.348

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Empresa de Transporte de Pasajeros Metro S.A. (Metro S.A.) es la operadora de transporte de pasajeros urbano de Santiago por medio de trenes, 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 2019, la empresa generó ingresos por \$ 416.324 millones y alcanzó una afluencia de 704 millones de viajes. Actualmente, **Metro** participa aproximadamente en más del 60% de los viajes del transporte público en Santiago. La compañía cuenta con 140 kilómetros de red y 136 estaciones distribuidas en siete líneas.

En opinión de la clasificadora, producto de la crisis sanitaria vivida en el país la compañía debería presentar una fuerte caída en sus ingresos, consecuencia de la baja pronunciada en el transporte de pasajeros, el que a diciembre de 2019 representa el 82,7% de los ingresos de la compañía. Esta fuerte caída en los ingresos afectará de forma negativa la capacidad de generación de flujo de la operación de **Metro**.

Dado lo anterior, y pese a que al inicio de la crisis sanitaria la empresa presentaba una adecuada liquidez, ésta se resentirá con el tiempo en una cuantía y profundidad que dependerá del tiempo que demore en normalizarse, al menos parcialmente, la actividad económica y social de la Región Metropolitana, lo cual a la fecha es difícil de predecir; sin embargo, se espera que ante eventos de iliquidez que no pudiesen ser resueltos por la empresa, se materializaría el apoyo del Estado, factor que siempre ha sido incorporado en la clasificación de riesgo.

Adicionalmente, se estima que la baja en el nivel de ingresos probablemente llevará a que el emisor incumpla *covenants* asociados al EBITDA y medidos con los estados financieros terminados a diciembre de 2020; no obstante, en opinión de **Humphreys**, dada la gravedad y lo inusual de la crisis, se presume que los tenedores de

bonos no ejercerían su facultad de acelerar el pago de los bonos, más allá que la situación obligue a la compañía a renegociar con los bonistas los nuevos términos de los contratos de títulos de deuda. Con todo, en última instancia, dada la importancia del **Metro** y su carácter de empresa pública, siempre se contaría con el apoyo estatal, elemento que tampoco debiese ser ignorado por los acreedores.

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 2019, **Metro** transporta, durante jornadas laborales, 2,4 millones de personas diariamente, lo que significa que participa en más del 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. En opinión de la clasificadora, esta fortaleza toma elevada importancia en la actual coyuntura.

Considerando la deuda financiera al 31 de diciembre de 2019, la relación entre pasivos financieros y EBITDA anual asciende a 20 veces. Sin embargo, si se descuentan las obligaciones garantizadas por el Estado, la misma relación se reduce a 15,6 veces, aproximadamente. Si bien, comparativamente, se trata de un indicador elevado, tiene que considerarse 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 se espera no 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 “Red Metropolitana de Movilidad” 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

Resultados a diciembre de 2019

Durante 2019, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 416.324 millones (US\$ 556 millones), lo que representó un aumento de 7,1% con respecto a igual período de 2018, producto del alza de la tarifa técnica asociada a la línea 3. La cual en 2019 transporto a 55,8 millones de pasajeros, lo que representa el 7,9% de los pasajeros totales transportados por metro durante el año.

Cabe mencionar que producto de la crisis social en octubre de 2019 se produce una baja en los pasajeros transportados por **Metro** lo que repercute que en 2019, la compañía transporto un 2,4% menos de pasajeros.

En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 379.124 millones, lo que significa un alza de 15,5%, debido principalmente a mayores gastos de operación y mantenimiento, de depreciaciones y amortizaciones, gastos en personal y energía. Los aumentos en los gastos mencionados anteriormente se explican principalmente por la entrada en operación de la Línea 3. Como consecuencia del mayor incremento de los costos de venta por sobre los ingresos, la proporción de éstos sobre los ingresos aumentó desde el 84,7% en 2017, a 91,1% a fines de 2019.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron \$ 44.362 millones, registrando una disminución de 0,2% respecto de 2018. Esto hizo que los gastos de administración pasaran de representar un 11,4% de los ingresos en 2018 a un 10,7% en 2019.

El resultado de operación de este período tomó un valor negativo de \$ 7.162 millones (US\$ 9,5 millones), lo que representó una reducción de un 144% con respecto al resultado operacional de diciembre de 2018. La empresa ha logrado sistemáticamente un resultado operacional positivo, siendo uno de los pocos casos de metros en el mundo que puede exhibir esta condición, en el caso del año 2019 el resultado de la operación tomó valores negativos producto del estallido social en octubre de 2018 lo que llevó a cerrar el servicio de muchas estaciones y

líneas por parte de Metro. El EBITDA, en tanto, alcanzó los \$ 109.702 millones (US\$ 146,5 millones), lo que implica un alza de 3,3% en el período analizado, este aumento en el EBITDA se debe principalmente a efecto de depreciación y amortización. De esta manera, el resultado del ejercicio de 2018 correspondió a una pérdida de \$195.498 millones, cifra que representa un aumento en las pérdidas de un 11,3% con respecto a 2018. Los resultados mencionados anteriormente están muy influidos por el estallido social ocurrido en octubre del año pasado lo cual afectó fuertemente la operación normal de metro, debido al cierre de estaciones y líneas por periodos, al día de hoy aun la línea de metro no funciona en su totalidad.

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 nacionales inscritas entre los años 2001 y 2005 como a algunos de los créditos bancarios tomados por la empresa (actualmente no posee créditos bancarios con garantía estatal). 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.

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, Red Metropolitana de Movilidad, 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 2,4 millones de personas diariamente durante los días de jornada laboral. Participa en más del 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

La compañía

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. La Compañía tiene como objeto la realización de todas las actividades propias del transporte de pasajeros, forma parte fundamental de la Red Metropolitana de Movilidad (RED), el cual integra tarifariamente a los buses, el Metro y el MetroTren Nos.

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 espacios en estaciones y trenes para publicidad y actividades promocionales.

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.

La compañía es de propiedad estatal en un 100%, donde a diciembre de 2019 CORFO tienen un 66,9% de las acciones y el Fisco un 33,1%.

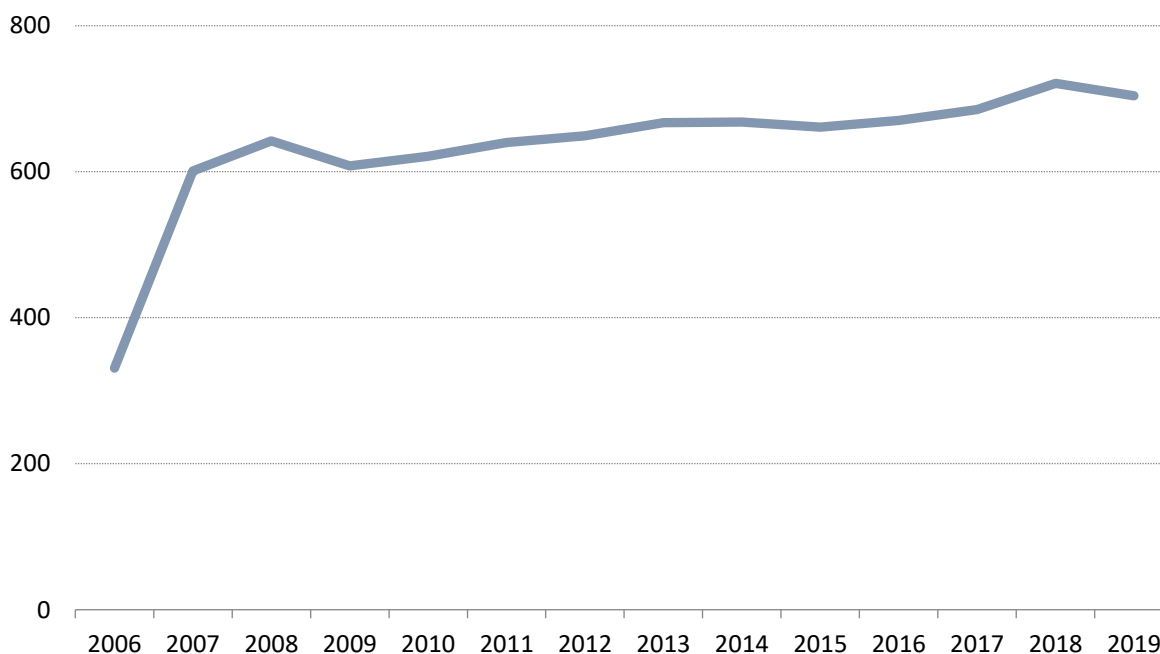
Características del Activo Fijo

A diciembre 2019

	Línea 1	Línea 2	Línea 3	Línea 4	Línea 4A	Línea 5	Línea 6	Red
Nº de estaciones	27	22	18	23	6	30	10	136
Longitud total (km)	19,7	20,5	22	24,4	8,3	30,2	15,4	140

La Ilustración 1 muestra la afluencia de pasajeros en el período 2006-2019. En 2019 a pesar de la apertura de la línea 3 hubo una disminución de un 2,4% en los pasajeros transportados, esto se debe principalmente al estallido social producido en octubre de 2019, afectando de forma severa la afluencia y el funcionamiento normal de la red de metro, provocando cierres temporales de estaciones y líneas. Al día de hoy aún no está en funcionamiento la totalidad de la red.

Ilustración 1
Afluencia anual de pasajeros
2006-2019



Tarifas y recaudación bajo Transantiago: A partir de julio de 2013 y hasta febrero 2021, **Metro** administra el 100% de las cargas de la tarjeta Bip!¹, lo cual, por una parte, genera ingresos por concepto de canal de ventas, que durante 2019 representaron aproximadamente un 10,8% del total y, por otra parte, le permite tener prioridad por sobre el resto de los operadores del transporte público para recibir sus honorarios.

¹ 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 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 3.

Tarifa Técnica promedio anual

En pesos de cada año

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tarifa Técnica	301,48	303,5	335,,0	360,5	384,9	400,7	435,4	487,9

Composición de los flujos

Como se puede ver en la Ilustración 2 los ingresos de Metro han ido en aumento constantemente durante los periodos analizados, presentando un alza promedio entre los años 2013-2019 de 8,3%, llegando a 2019 a \$ 416.324 millones, lo que representa un crecimiento de un 7,1% respecto a 2018.

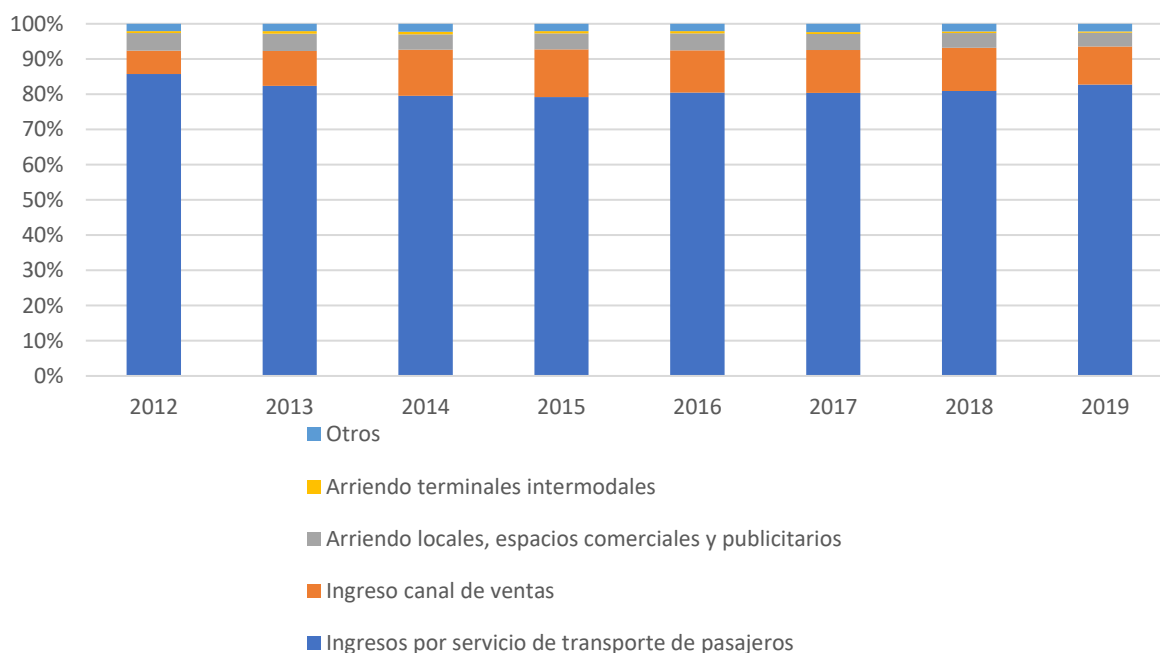
Como se ve en la Ilustración 3, históricamente la mayor contribución al ingreso ha sido de transporte de pasajeros el cual entre 2012-2019 representó, en promedio, un 81,4%, seguido por los ingresos del canal de ventas con un 11,3%. A 2019 ingresos por transporte de pasajeros representó un 82,7% de los ingresos totales.

El alza en los ingresos de un 7,1% en 2019, se debe principalmente al aumento de tarifa técnica por el inicio de operación de la línea 3.

Ilustración 2
Ingresos de actividades ordinarias
2012-2019



Ilustración 3
Distribución de ingresos
2012-2019



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, en funcionamiento desde principios de 2019; ambas aportan 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 anunció el inicio del proceso de construcción de la línea 7 que considera una inversión de USD 2.500 millones. En 2018 el gobierno anuncia la construcción de las nuevas líneas 8 y 9, además de las extensiones de la Línea 4.

Extensiones líneas 2 y 3

En noviembre del 2014, **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, durante el 2019 se avanzó principalmente en ingeniería y obras civiles en ejecución.

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 el 2019 los avances se concentraron principalmente en, ejecución de obras civiles de los piques, galerías y túneles.

A diciembre de 2018, se presenta un 9% de avance físico en la extensión de la línea 2 y un 17% en la extensión de la línea 3.

Línea 7

En junio de 2017 se da el anuncio de la construcción de la Línea 7, que unirá las comunas de Renca con Vitacura, pasando por comunas como Cerro Navia, Quinta Normal, Santiago, Providencia, Las Condes, además de las comunas de Renca y Vitacura nombradas anteriormente. El proyecto considera una inversión de 2.500 millones de dólares y se pretende su puesta en marcha para el año 2027.

Los principales avances durante 2019 fueron el inicio del proceso administrativo de expropiaciones, entrega de estudio de impactos ambientales, termino de ingeniería básica e inicio de la ingeniería de detalles de piques, galerías y túneles.

Líneas 8 y 9 y Extensión Línea 4

En la cuenta pública del año 2018 el Presidente de la Republica, anunció la construcción de nuevos proyectos de expansión a la red de Metro, Líneas 8 y 9, además de la extensión de la Línea 4. Estos tres proyectos tendrán una inversión estimada de más de 4.000 millones de dólares.

La Línea 8 tendrá 19 kilómetros de extensión y presentará 14 estaciones, que conectarán las comunas de Providencia, Ñuñoa, Macul, La Florida y Puente Alto, desde estación Los Leones hasta Mall Plaza Tobalaba, a través del eje Macul y Avenida La florida.

Línea 9 presentará 17 kilómetros de extensión y 12 estaciones, que conectarán las comunas de Santiago, San Joaquín, San Miguel, La Granja, San Ramon y La Pintana, a través del eje Santa Rosa, desde la Estación Santa Lucia (Línea 1) has Av. Gabriela.

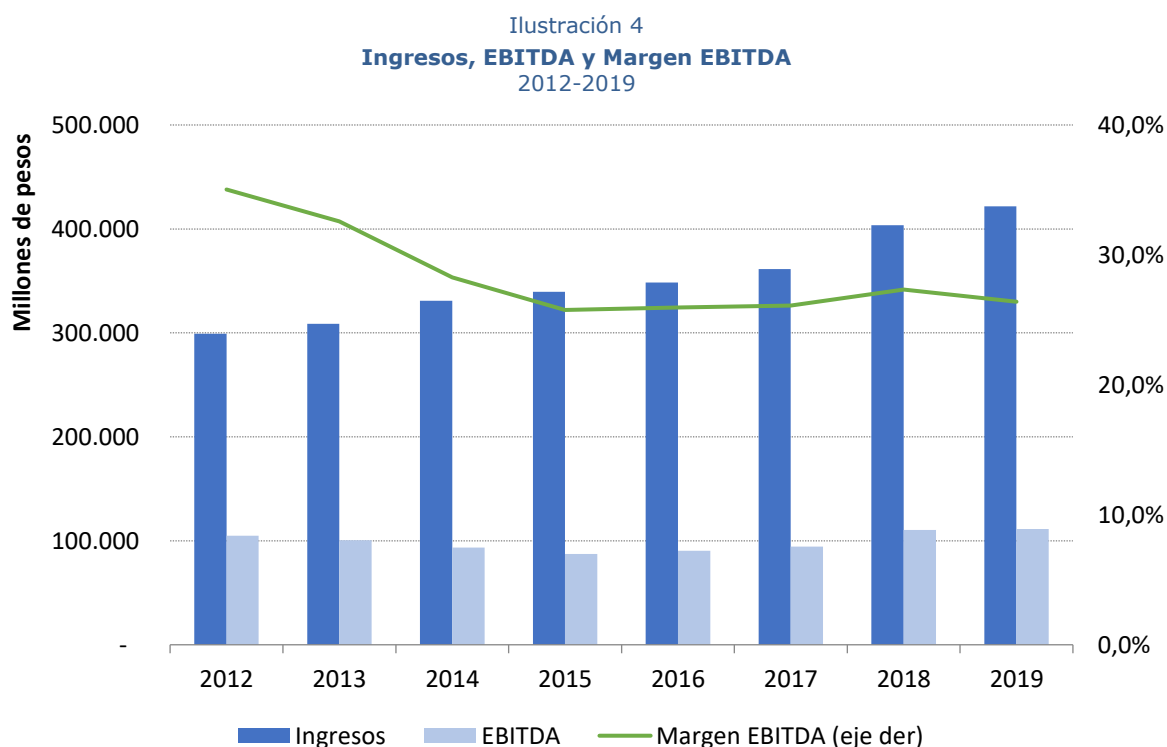
La extensión de Línea 4 considera la incorporación de Bajos de Mena a la red, sumando 3 nuevas estaciones y 4 kilómetros de extensión.

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.

El margen EBITDA, que se situaba en torno al 35% en 2012, se ha reducido, estabilizándose en niveles cercanos a 26%.



Endeudamiento

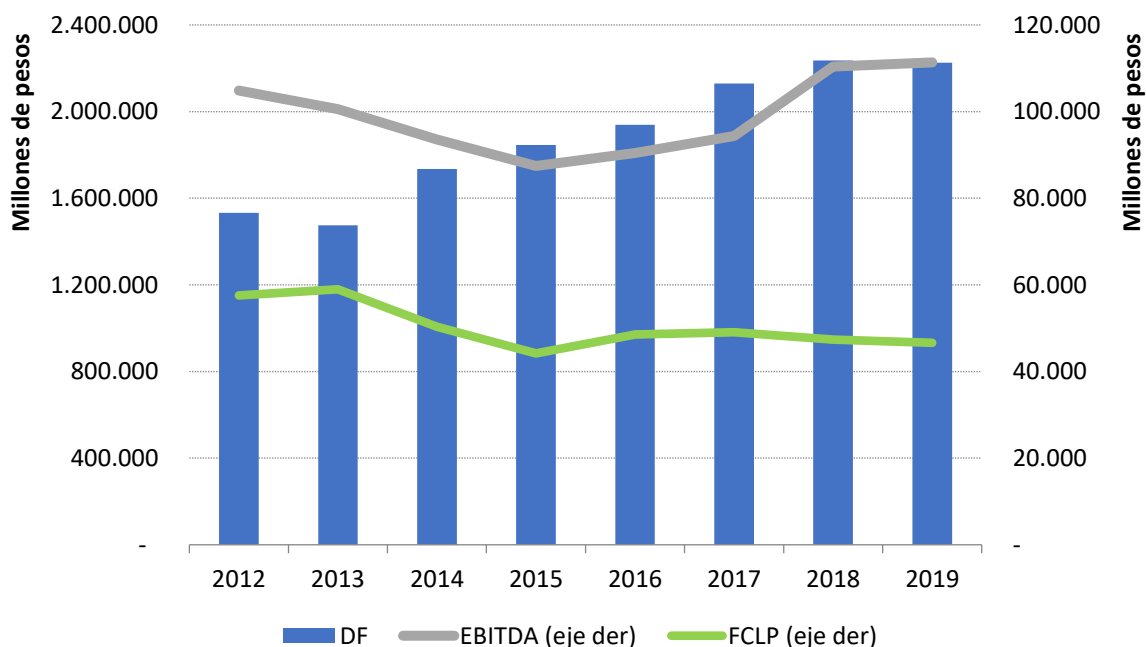
La deuda financiera de la compañía está conformada por obligaciones con el público garantizadas por el Estado (bonos series A, B, C, D, E, F y G) y no garantizadas (bonos series H, I, J, K, L y M), además de deuda con

diferentes bancos. A diciembre de 2019, el valor de los bonos locales vigentes con garantía estatal llegaba al equivalente de \$ 478.627 millones (equivalentes al 27,9% de los bonos locales e internacionales y al 21,8% del total de la deuda), y a \$ 489.505 millones aquellos sin garantía estatal, (equivalentes al 28,5% de los bonos locales e internacionales y al 22,3% de la deuda total), junto con esto, la compañía posee bonos internacionales en dólares que alcanzan \$748.740 millones (que representa el 43,6% de los bonos locales a internacionales y un 34,1% de la deuda total). La empresa, además, tenía \$ 477.425 millones de deuda bancaria, prácticamente la totalidad expresada en dólares, toda vez que sólo un 0,05% está expresada en euros.

A diciembre de 2019 la deuda financiera total ascendía a \$2.226.185² millones. Por otra parte, su EBITDA ascendía a \$111.356 millones y su Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³ que, tal como se aprecia en la Ilustración 5, ha exhibido un importante grado de estabilidad en el período analizado, asciende en la más reciente observación a \$ 46.624 millones⁴.

De esta manera, a fines de 2019, la relación Deuda Financiera/EBITDA se situó en torno a 20 veces, mientras que la Deuda Financiera/FCLP se situó en 47,7 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 37,3 veces.

Ilustración 5
Deuda financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
2012-2019



² Medido como Otros Pasivos Financieros Corrientes + Otros Pasivos financieros No Corrientes .

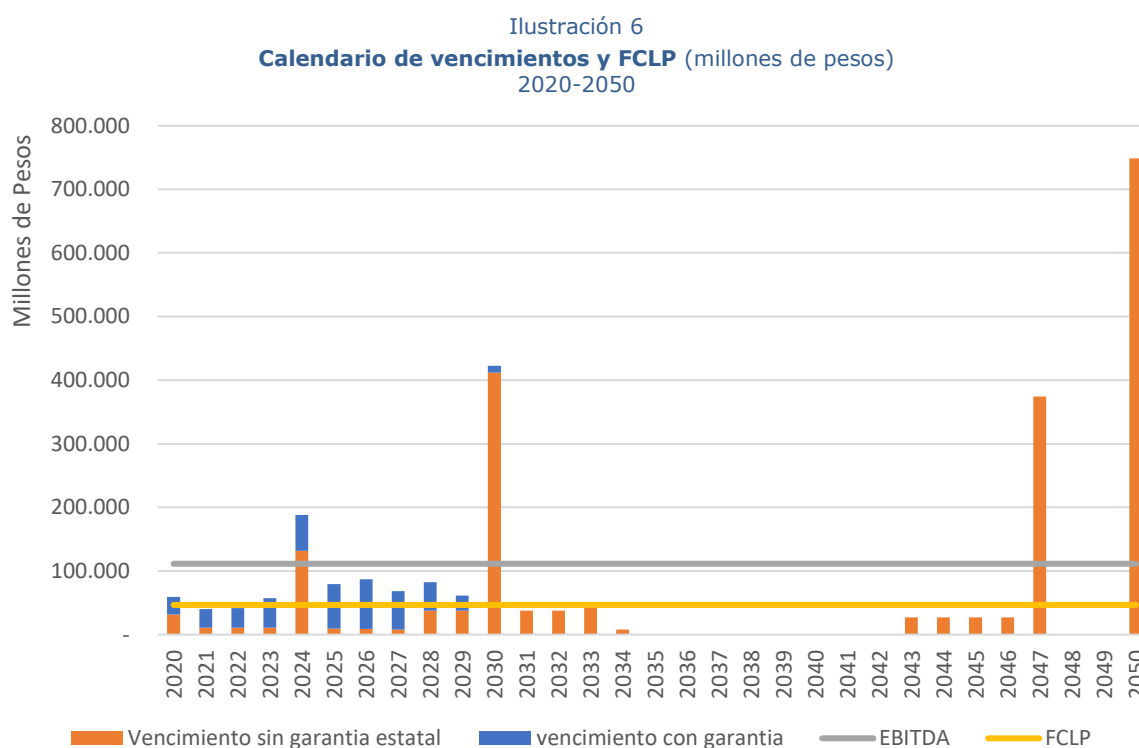
³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde 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>

⁴ 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 2018.

Según la Ilustración 6, 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, 2030, 2047 y 2050 los cuales, se estima, no presentarían problema de ser refinanciados, dado su estatus de empresa estatal de relevancia en el ámbito social.

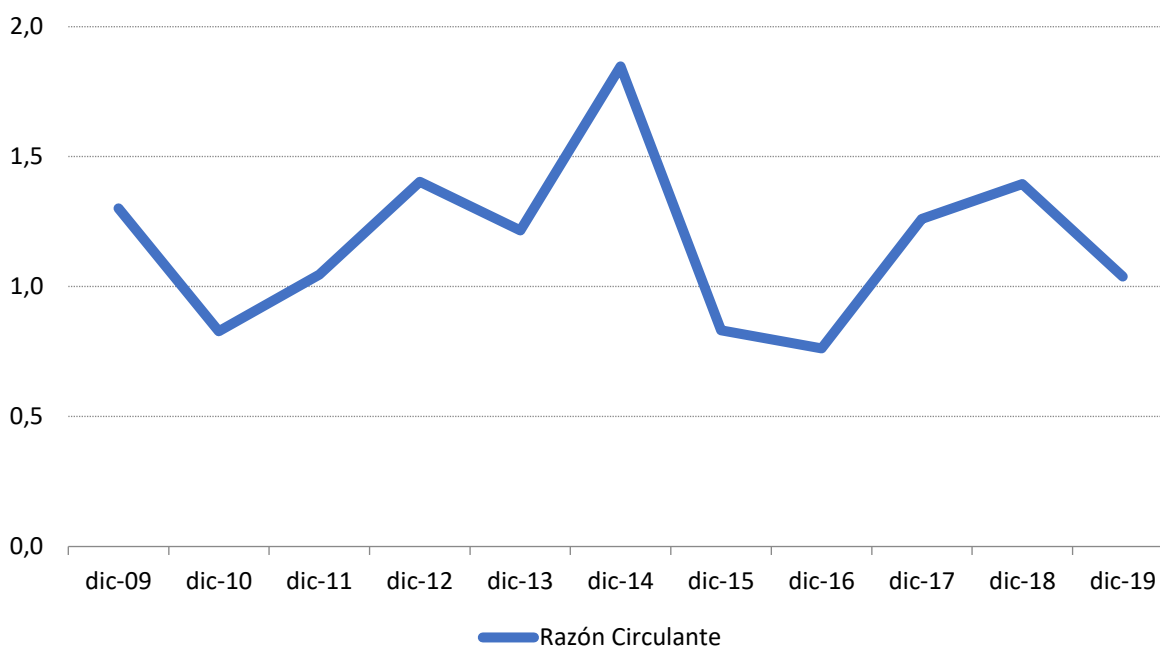
Cabe mencionar que en el perfil de vencimientos mostrado en la Ilustración 6, se ha incorporado la última colocación de bonos internacionales realizada por Metro, la cual se utilizara en su totalidad pagar futuros vencimientos.



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 2019 alcanza 1,04 veces.

Ilustración 7
Razón circulante
 (Número de veces. 2009-2019)

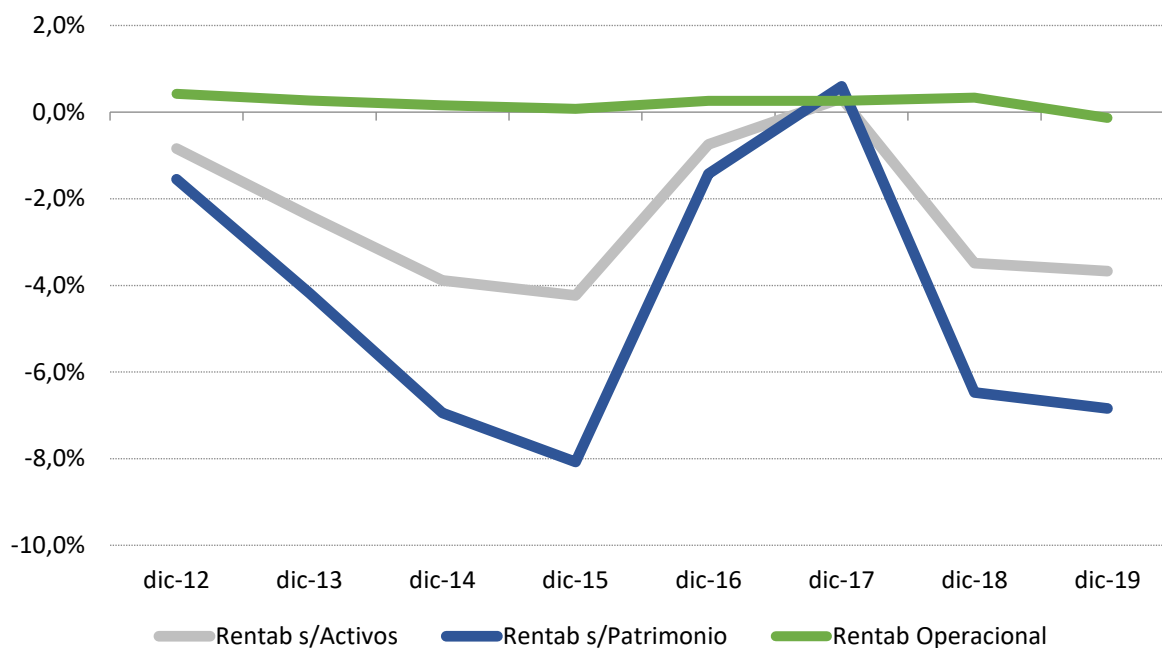


Rentabilidad

Se aprecia que durante los ejercicios anuales comprendidos entre 2012 y 2019, tanto la rentabilidad del activo como la del patrimonio ha sido negativa, salvo en 2017, que es levemente positiva.

A 2019 la rentabilidad sobre activos, sobre patrimonio y la rentabilidad operacional llegaron a -3,7%, -6,8% y -0,13%, presentando una disminución con respecto a 2018 donde estos valores llegaron a -3,5%, 6,5% y 0,3%.

Ilustración 8
Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio
 (Porcentajes. 2012-2019)



Covenants de los bonos

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

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Dic 2019
Razón de Endeudamiento	Menor a 1,7 veces	0,86 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a \$700.000 millones	\$2.848.212 millones
Cobertura de gastos financieros	Mayor a 1,0 veces	1,26 veces

Ratios Financieros

Ratios de Liquidez					
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez (veces)	1,55	1,59	1,61	1,63	1,59
Razón Circulante (Veces)	0,83	0,76	1,26	1,39	1,04
Razón Ácida (veces)	0,78	0,72	1,22	1,34	0,98
Rotación de Inventarios (veces)	15,95	16,48	18,29	17,54	15,49
Promedio Días de Inventarios (días)	22,88	22,15	19,96	20,81	23,57
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	32,17	41,24	39,11	26,23	26,21
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	11,35	8,85	9,33	13,91	13,93
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,74	2,60	1,44	1,91	2,36
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	133,17	140,37	254,08	190,91	154,65
Diferencia de Días (días)	121,83	131,52	244,75	176,99	140,73
Ciclo Económico (días)	98,94	109,37	224,79	156,19	117,16

Ratios de Endeudamiento					
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento (veces)	0,49	0,47	0,46	0,46	0,46
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,96	0,88	0,85	0,86	0,86
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,15	0,16	0,13	0,13	0,14
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	21,12	21,45	22,57	20,25	19,99
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,05	0,05	0,04	0,05	0,05
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	89,80%	90,97%	91,07%	90,11%	90,68%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,68%	2,09%	0,00%	0,15%	0,92%
Veces que se gana el Interés (veces)	-3,08	-0,59	0,27	-2,74	-2,22

Ratios de Rentabilidad					
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019
Margen Bruto (%)	10,56%	14,17%	15,31%	15,61%	8,98%
Margen Neto (%)	-51,42%	-9,31%	4,26%	-45,09%	-46,44%
Rotación de los Activos (%)	8,10%	7,65%	7,10%	7,54%	7,95%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-4,23%	-0,74%	0,32%	-3,49%	-3,67%
Inversión de Capital (%)	182,17%	176,48%	170,09%	168,18%	170,89%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-7,35	-4,92	5,06	3,54	36,68
Rentabilidad Operacional (%)	0,07%	0,26%	0,26%	0,33%	-0,13%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-8,08%	-1,42%	0,60%	-6,47%	-6,84%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	89,44%	85,83%	84,69%	84,39%	91,02%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	9,67%	10,98%	11,88%	11,41%	10,63%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,14%	0,49%	0,48%	0,60%	-0,24%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	25,76%	25,96%	26,11%	27,34%	26,40%

Otros Ratios					
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	6,10%	6,05%	5,45%	5,50%	5,41%
Capital sobre Patrimonio (%)	124,19%	122,11%	118,52%	123,50%	130,33%

"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".