



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Álvaro Reyes A.

Carlos García B.

Tel.: (56) 22433 5200

alvaro.reyes@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Empresa de Transporte de Pasajeros METRO S.A.

Mayo 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
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 I, J, K, L, M	AA+
Tendencia	Estable
EEFF Base	31 marzo 2021 ¹

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 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) 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\$	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2021
Total ingresos	320.560.508	340.049.078	388.852.814	416.323.955	185.146.106	54.387.837
Costo de ventas	-275.107.136	-288.011.283	-328.189.648	-379.123.771	-362.580.428	-89.474.312
Gastos de administración	-35.226.200	-40.386.097	-44.426.907	-44.362.296	-36.117.194	-10.338.090
Gastos financieros	-50.225.937	-54.309.118	-63.967.097	-87.038.317	-99.668.759	-26.463.534
Resultado del ejercicio	-30.368.541	14.601.393	-175.724.837	-195.498.251	-265.488.302	-96.152.144
EBITDA	83.158.723	88.761.000	106.190.577	109.701.977	-96.005.746	-15.318.183

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2021 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.

Balance general consolidado IFRS

M\$	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2021
Activos corrientes	210.683.156	327.214.682	392.411.522	307.586.492	550.600.922	459.447.122
Activos no corrientes	4.014.874.135	4.486.544.086	4.818.858.366	4.995.710.693	5.163.600.934	5.193.819.138
Total de activos	4.225.557.291	4.813.758.768	5.211.269.888	5.303.297.185	5.714.201.856	5.653.266.260
Pasivos corrientes	276.408.786	259.650.705	281.422.927	296.089.160	217.312.504	214.416.797
Pasivos no corrientes	1.703.186.170	1.953.498.866	2.131.940.304	2.158.996.362	2.639.830.006	2.680.038.967
Total pasivos	1.979.594.956	2.213.149.571	2.413.363.231	2.455.085.522	2.857.142.510	2.894.455.764
Patrimonio	2.245.962.335	2.600.609.197	2.797.906.657	2.848.211.663	2.857.059.346	2.758.810.496
Total pasivos y patrimonio	4.225.557.291	4.813.758.768	5.211.269.888	5.303.297.185	5.714.201.856	5.653.266.260
Deuda financiera total	1.800.829.575	2.015.547.483	2.174.775.422	2.226.185.348	2.536.301.968	2.555.326.067

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 2020, la empresa generó ingresos por \$ 185.146 millones y alcanzó una afluencia de 263 millones de viajes, cifras influenciadas por la restricción a la movilidad de la población impuesta por la autoridad y, por tanto, excepcionalmente más baja que un año normal. Actualmente, **Metro** participa 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, **Metro** ya ha superado el tramo más severo de la crisis sanitaria, con el apoyo del Estado para financiar el déficit operacional, manteniendo elevados niveles de liquidez y continuando con los proyectos de la nueva línea 7 y la extensión de las líneas 2 y 3. La afluencia de pasajeros se vio muy afectada por las medidas tomadas por el gobierno, pero esto debiese comenzar a presentar mejoras a medida que aumente el porcentaje de población inoculada.

Dado lo anterior, para efectos de análisis de esta clasificación se utilizaron algunos valores del año 2019, ya que no se consideraron representativos de la compañía los exhibidos en 2020.

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 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 2020, **Metro** transporta, durante jornadas laborales, 0,89 millones de personas diariamente (2,4 millones de personas a diciembre de 2019), 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 2020, la relación entre pasivos financieros y EBITDA anual de 2019 asciende a 22,2 veces. Sin embargo, si se descuentan las obligaciones garantizadas por el Estado, la misma relación se reduce a 19,3 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, considerando que los efectos de la crisis sanitaria debiesen verse mitigados por la inoculación de la población.

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 2020

Durante 2020, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 185.146 millones, lo que representó una disminución de 55,5% con respecto a igual período de 2019, producto de las medidas sanitarias tomadas por la crisis covid-19. En el mismo período, el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 362.580 millones, lo que significa una baja de 4,4% respecto a 2019. La disminución de los ingresos no se ve reflejada en los costos de operación de la compañía, ya que a pesar de las medidas sanitarias tomadas por el gobierno y la reducción de la afluencia de pasajeros, el sistema de transporte público continuó en funcionamiento, aunque con una frecuencia más baja. Los costos de explotación sobre los ingresos aumentó desde el 91,1% en 2019, a 195,8% a 2020.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron \$ 36.117 millones, registrando una disminución de 18,6% respecto de 2019. A pesar de esto, los gastos de administración pasarán de representar un 10,7% de los ingresos en 2019 a un 19,5% en 2020.

El resultado de operación de este período tomó un valor negativo de \$ 218.306 millones, menor a lo exhibido en 2019, valor negativo que se situó en 18.899 millones. La empresa había logrado sistemáticamente un resultado operacional positivo hasta 2018, siendo uno de los pocos casos de metros en el mundo que exhibe esta condición, en el caso del año 2019 el resultado de la operación tomó valores negativos producto del estallido social en octubre de ese mismo año, lo que llevó a cerrar el servicio de muchas estaciones y líneas por parte de Metro, y para el caso de 2020, se debe a la crisis sanitaria, lo que redujo el número de viajes en un 62,6% respecto a 2019. El EBITDA, también fue negativo, alcanzando los \$ 96.006 millones, lo que implica una baja de 187,5% en el período analizado. De esta manera, el resultado del ejercicio de 2020 correspondió a una pérdida de \$ 265.488 millones, cifra que representa un aumento en las pérdidas de un 35,8% con respecto a 2019.

Los resultados mencionados anteriormente están altamente afectados por la crisis sanitaria covid-19 y, en menor medida, por el estallido social ocurrido en octubre de 2019, que hasta septiembre de 2020 mantuvo a **Metro** con estaciones fuera de operación por reconstrucciones.

A raíz de la crisis, se otorgó un *waiver* a **Metro** para uno de sus *covenants*, el cual exigía que la cobertura de sus gastos financieros fuera mayor a 1,0 veces. Este *waiver* le elimina dicha restricción durante los años 2020, 2021

y 2022, y la modifica para el año 2023, teniendo que ser mayor a 0,5 veces, para luego en 2024 volver al valor original de 1,0 veces.

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, a 2019, transportó 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 2020 CORFO tiene un 64,1% de las acciones y el Fisco un 35,9%.

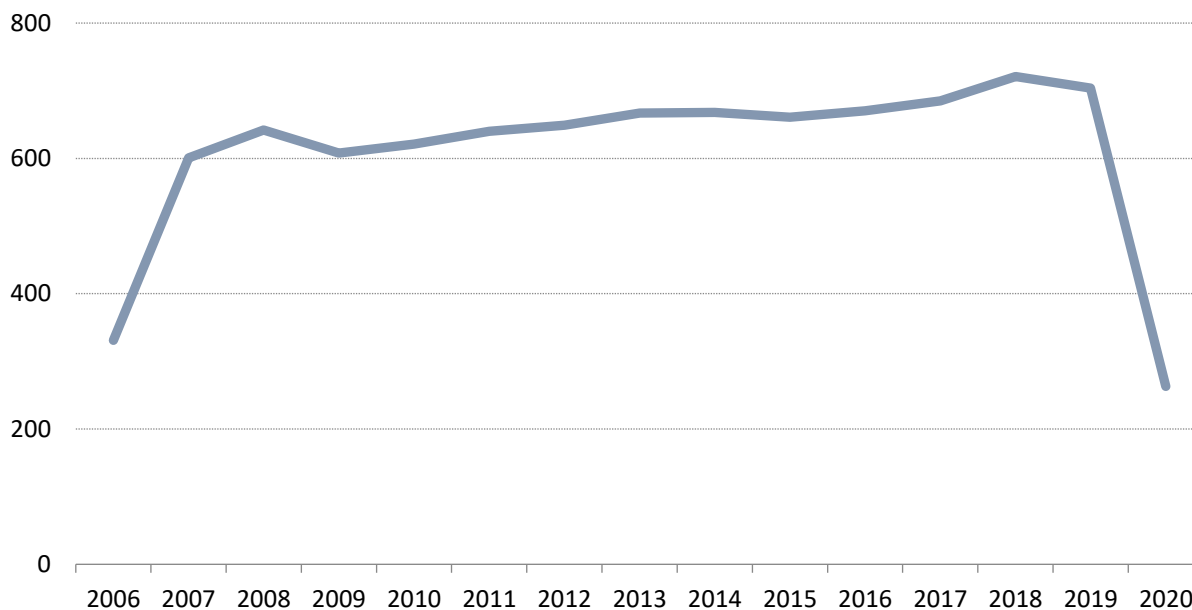
Características del Activo Fijo

A diciembre 2020

	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 2006-2020. En 2020 hubo una disminución de un 62,6% en lo pasajeros transportados, esto se debe principalmente a la crisis sanitaria covid-19, y en menor manera a los daños producidos durante la crisis social de octubre de 2019. En septiembre de 2020 se pusieron en operación la totalidad de las estaciones, pero las reparaciones continúan hasta la fecha, las cuales se espera que estén terminadas en 2023.

Ilustración 1
Afluencia Anual de Pasajeros
(2006-2020)



Tarifas y recaudación bajo Transantiago: A partir de julio de 2013 y hasta junio de 2021, **Metro** administra el 100% de las cargas de la tarjeta Bip!², lo cual, por una parte, genera ingresos por concepto de canal de ventas, que durante 2020 representaron aproximadamente un 13,2% del total y, por otra parte, le permite tener prioridad por sobre el resto de los 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).

² 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

Tarifa Técnica promedio anual

En pesos de cada año

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tarifa Técnica	301,48	303,5	335,,0	360,5	384,9	400,7	435,4	487,9	522.0

Composición de los flujos

Como se puede ver en la Ilustración 2, hasta 2019 los ingresos de Metro habían ido en aumento constantemente durante los periodos analizados, presentando un alza promedio entre los años 2015-2019 de 8,2%, llegando a 2019 a \$ 416.324 millones, lo que representa un crecimiento de un 7,1% respecto a 2018. En 2020 los ingresos caen drásticamente a \$ 185.146 millones, una baja de un 55,5% respecto a 2019, producto de la crisis sanitaria.

Como se ve en la Ilustración 3, históricamente la mayor contribución al ingreso ha sido de transporte de pasajeros el cual entre 2015-2020 representó, en promedio, un 79,6%, seguido por los ingresos del canal de ventas con un 12,4%. A 2020 ingresos por transporte de pasajeros representó un 73,7% de los ingresos totales.

Ilustración 2
Ingresos de Actividades Ordinarias
(MM\$. 2015-2020)

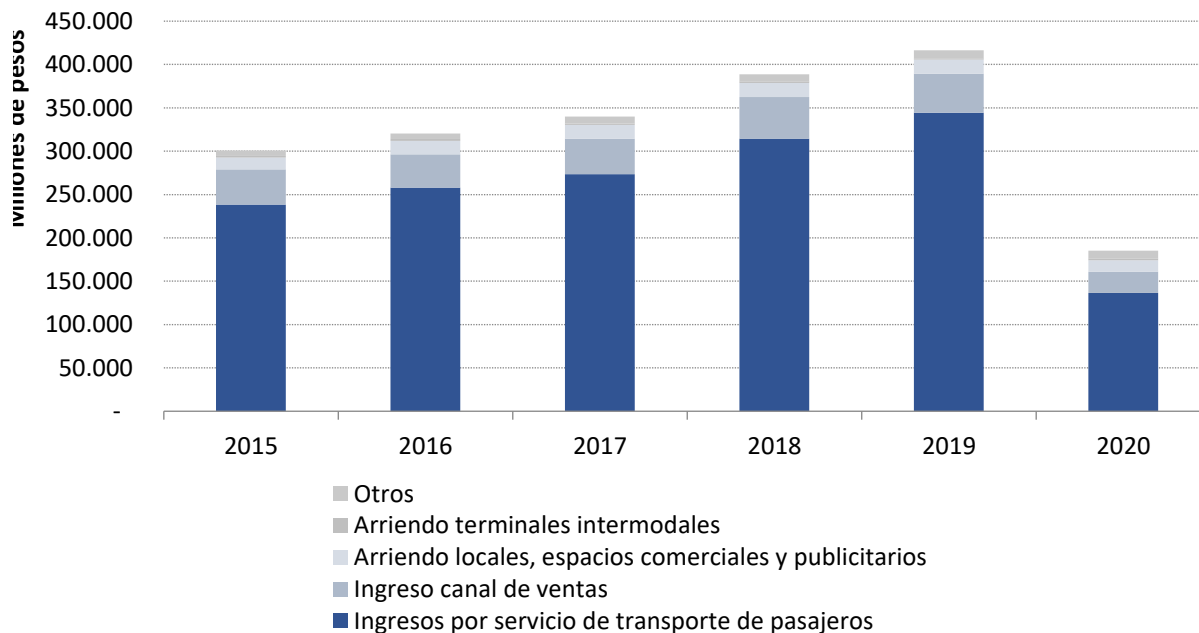
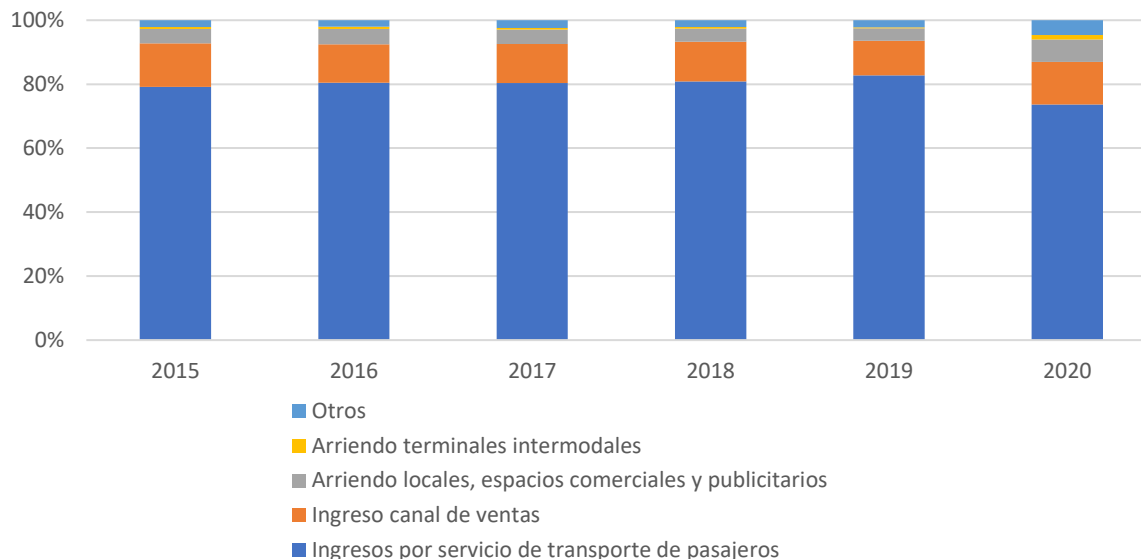


Ilustración 3
Distribución de ingresos
(Porcentaje. 2015-2020)



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 2020 se desarrollaron obras civiles de piques, galerías y túneles, y se inició el proceso de licitación de construcción de estaciones.

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 2020 se continuó con la ejecución de obras civiles de los piques, galerías y túneles, y se adjudicó el contrato de escaleras mecánicas y ascensores.

A diciembre de 2020, se presenta un 56% de avance físico en la extensión de la línea 2 y un 41% 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 2020 fueron el término de la ingeniería de detalle de piques, galarías y túneles, el inicio de licitaciones para obras civiles en cinco tramos de la línea, inicio de licitaciones de sistemas y la continuación del proceso administrativo de expropiaciones.

A diciembre de 2020, el avance físico de la línea 7 es de 2,5%.

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 Lucía (Línea 1) hasta 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 financieros³

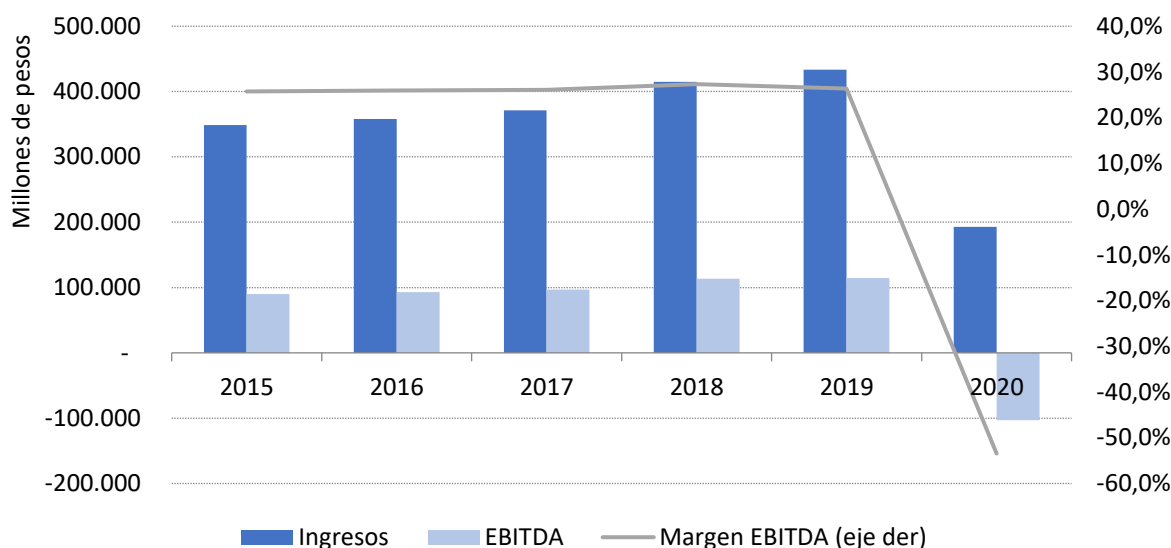
Evolución de ingresos y EBITDA

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. Se exceptúa 2020 en donde, como era de esperar, los ingresos caen producto de la pandemia y las medidas sanitarias tomadas por el gobierno.

El margen EBITDA, que se encontraba estable en torno al 26% hasta 2019, se sitúa en 53,4% negativo a 2020, por los bajos ingresos que percibió la compañía.

³ Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

Ilustración 4
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
(MM\$ y porcentaje. 2015-2020)



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 I, J, K, L y M), además de deuda con diferentes bancos. A diciembre de 2020, el valor de los bonos locales vigentes con garantía estatal llegaba al equivalente de \$ 462.751 millones (18,6% de los bonos locales e internacionales y 18,5% del total de la deuda), y a \$ 481.554 millones aquellos sin garantía estatal, (19,4% de los bonos locales e internacionales y 19,3% de la deuda total), junto con esto, la compañía posee bonos internacionales en dólares que alcanzan \$ 1.537.262 millones (que representa el 61,9% de los bonos locales a internacionales y un 61,5% de la deuda total).

A diciembre de 2020 la deuda financiera total ascendía a \$2.536.302⁴ millones. Por otra parte, su EBITDA negativo descendía a \$ 103.095 millones y su Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵ que, tal como se aprecia en la Ilustración 5, había exhibido un importante grado de estabilidad en el período 2015-2019, desciende en la más reciente observación a \$ 11.044 millones⁶ negativo.

De esta manera, a fines de 2020, considerando EBITDA y FCLP de 2019, la relación Deuda Financiera/EBITDA se situó en torno a 22,2 veces, mientras que la Deuda Financiera/FCLP se situó en 51,7 veces. Si se considera sólo

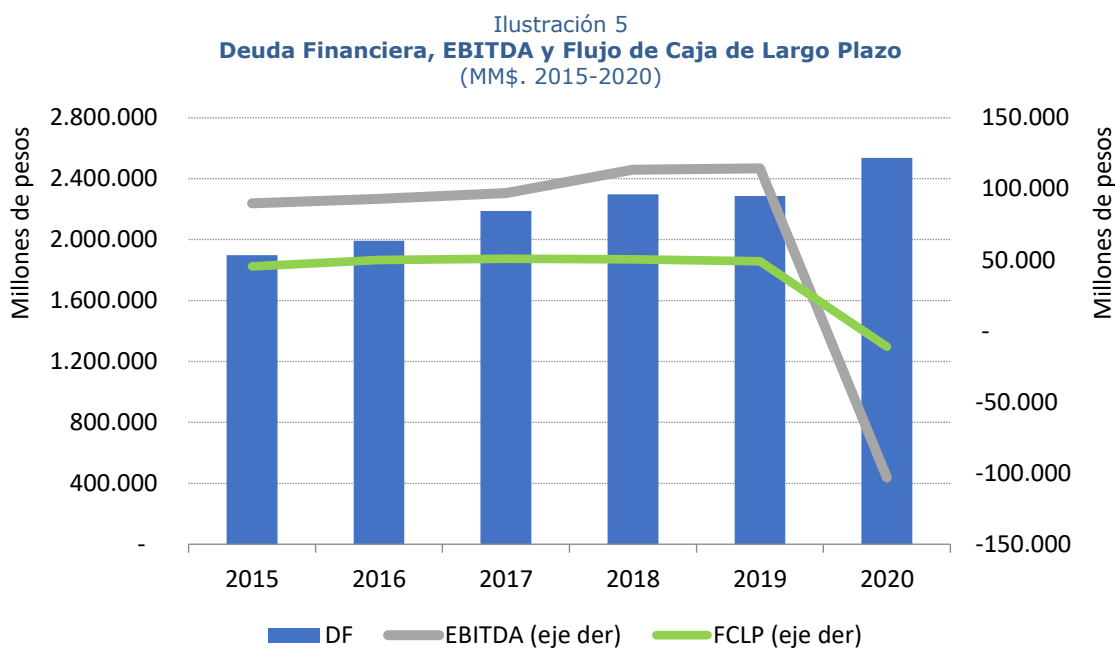
⁴ Medido como Otros Pasivos Financieros Corrientes + Otros Pasivos financieros No Corrientes .

⁵ 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>

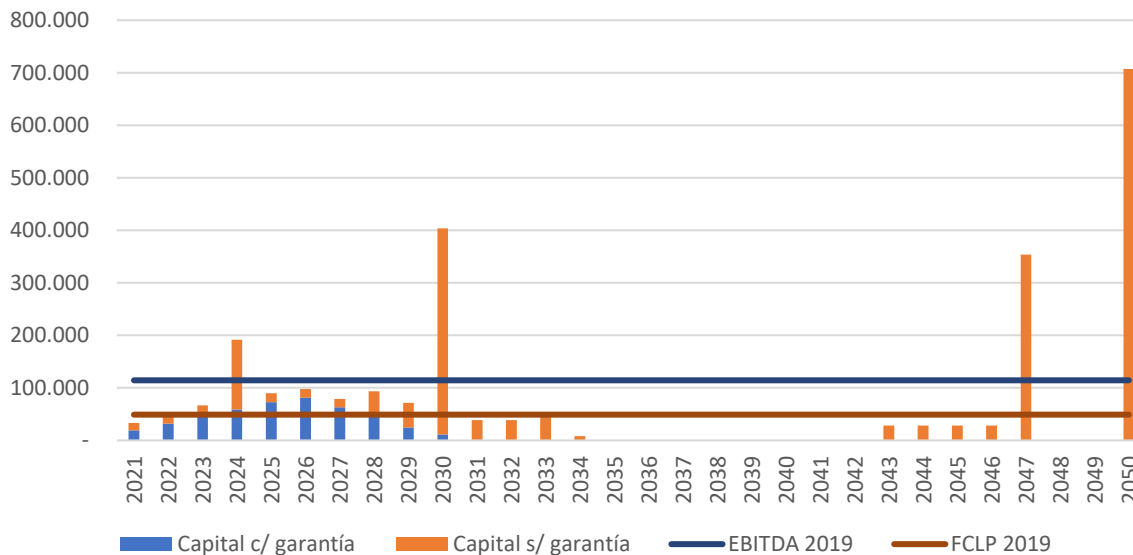
⁶ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2020.

aquella deuda que no cuenta con garantía estatal, la relación DF (sin garantía)/FCLP se sitúa en torno a las 44,9 veces.



Según la Ilustración 6, que muestra el calendario de vencimientos de **Metro** y la capacidad de generación de flujos de la compañía en 2019 (EBITDA \$ 114.399 millones y FCLP \$ 49.071 millones), 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.

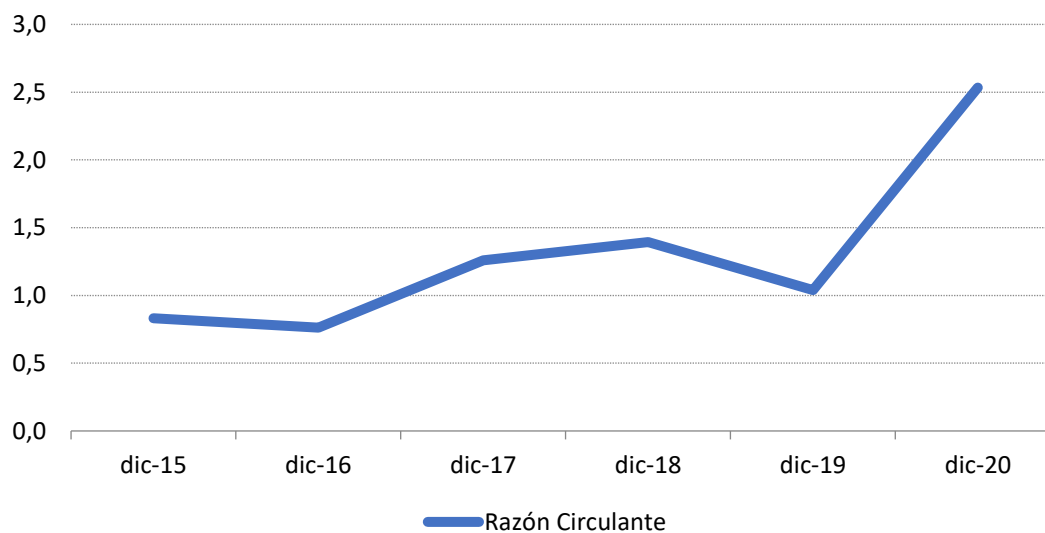
Ilustración 6
Calendario de Vencimientos y FCLP
 (MM\$. 2021-2050)



Liquidez

La liquidez de la compañía en 2020 se sitúa en las 2,5 veces, debido a un aumento del Efectivo y equivalentes al efectivo, mantenido para cumplir con los compromisos de pago a corto plazo.

Ilustración 7
Razón Circulante
 (Número de veces. 2015-2020)

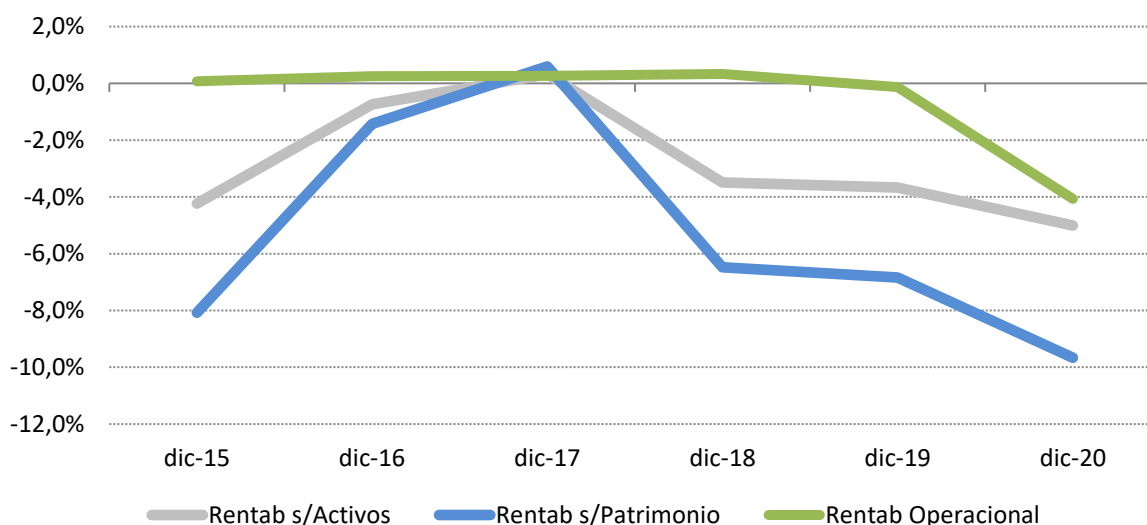


Rentabilidad

Se aprecia que durante los ejercicios anuales comprendidos entre 2015 y 2020, tanto la rentabilidad del activo como la del patrimonio ha sido negativa, salvo en 2017, que es levemente positiva.

A 2020 la rentabilidad sobre activos, sobre patrimonio y la rentabilidad operacional llegaron a -5,0%, -9,7% y -4,1%, presentando una disminución con respecto a 2019 donde estos valores llegaron a -3,7%, -6,8% y -0,1%.

Ilustración 8
Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio
(Porcentajes. 2015-2020)



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 2020
Razón de Endeudamiento	Menor a 1,7 veces	1,00 veces
Patrimonio mínimo	Mayor a \$700.000 millones	\$2.857.059 millones
Cobertura de gastos financieros	Mayor a 1,0 veces	No esta obligado a cumplir durante 2020, 2021 y 2022, en 2023 el covenant exigido es mayor a 0,5 veces.

Ratios Financieros

Ratios de Liquidez					
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez (veces)	1,59	1,61	1,63	1,59	0,75
Razón Circulante (Veces)	0,76	1,26	1,39	1,04	2,53
Razón Ácida (veces)	0,72	1,22	1,34	0,98	2,44
Rotación de Inventarios (veces)	16,48	18,29	17,54	15,49	13,88
Promedio Días de Inventarios (días)	22,15	19,96	20,81	23,57	26,30
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	41,24	39,11	26,23	26,21	9,41
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	8,85	9,33	13,91	13,93	38,80
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,60	1,44	1,91	2,36	2,55
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	140,37	254,08	190,91	154,65	143,06
Diferencia de Días (días)	131,52	244,75	176,99	140,73	104,26
Ciclo Económico (días)	109,37	224,79	156,19	117,16	77,96

Ratios de Endeudamiento					
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (veces)	0,47	0,46	0,46	0,46	0,50
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,88	0,85	0,86	0,86	1,00
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,16	0,13	0,13	0,14	0,08
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	21,45	22,57	20,25	19,99	-24,60
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,05	0,04	0,05	0,05	-0,04
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	90,97%	91,07%	90,11%	90,68%	88,77%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,09%	0,00%	0,15%	0,92%	5,78%
Veces que se gana el Interés (veces)	-0,59	0,27	-2,74	-2,22	-2,70

Ratios de Rentabilidad					
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto (%)	14,17%	15,31%	15,61%	8,98%	-95,53%
Margen Neto (%)	-9,31%	4,26%	-45,09%	-46,44%	-144,84%
Rotación de los Activos (%)	7,65%	7,10%	7,54%	7,95%	3,38%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-0,74%	0,32%	-3,49%	-3,67%	-5,01%
Inversión de Capital (%)	176,48%	170,09%	168,18%	170,89%	176,34%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-4,92	5,06	3,54	36,68	0,58
Rentabilidad Operacional (%)	0,26%	0,26%	0,33%	-0,13%	-4,07%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-1,42%	0,60%	-6,47%	-6,84%	-9,66%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	85,83%	84,69%	84,39%	91,02%	195,53%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,98%	11,88%	11,41%	10,63%	19,47%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,49%	0,48%	0,60%	-0,24%	-7,67%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	25,96%	26,11%	27,34%	26,40%	-53,44%

Otros Ratios					
Ratios	2016	2017	2018	2019	2020
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	6,05%	5,45%	5,50%	5,41%	4,71%
Capital sobre Patrimonio (%)	122,11%	118,52%	123,50%	130,33%	139,59%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".