



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s
Carlos García B.
José Manuel Elespuru P.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl
jose.elespuru@humphreys.cl

Empresa de los Ferrocarriles del Estado

Octubre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos y líneas de bonos Tendencia	AAA Estable
EEFF base	30 de junio de 2019

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Bonos serie G (BFFCC-G)	Nº 190 de 20.03.1996
Bonos serie H (BFFCC-H)	Nº 200 de 19.11.1997
Bonos serie I (BFFCC-I)	Nº 205 de 10.07.1998
Bonos serie J (BFFCC-J)	Nº 212 de 05.08.1999
Bonos serie K (BFFCC-K)	Nº 235 de 18.10.2000
Bonos serie L (BFFCC-L)	Nº 273 de 10.10.2001
Bonos serie M (BFFCC-M)	Nº 286 de 06.03.2002
Bonos serie N (BFFCC-N)	Nº 333 de 28.05.2003
Bonos serie O (BFFCC-O)	Nº 333 de 28.05.2003
Bonos serie P (BFFCC-P)	Nº 366 de 10.02.2004
Bonos serie Q (BFFCC-Q)	Nº 366 de 10.02.2004
Bonos serie R (BFFCC-R)	Nº 406 de 21.02.2005
Bonos serie S (BFFCC-S)	Nº 433 de 24.08.2005
Bonos serie T (BFFCC-T)	Nº 459 de 23.03.2006
Línea de bonos	Nº 735 de 19.11.2012
Bonos serie V (BFFCC-V)	Nº 735 de 20.11.2012
Línea de bonos	Nº 746 de 05.03.2013
Bonos serie X (BFFCC-X)	Nº 746 de 06.03.2013
Línea de bonos	Nº 771 de 02.12.2013
Bonos serie Z (BFFCC-Z)	Nº 771 de 09.12.2013
Línea de bonos	Nº 812 de 11.06.2015
Bonos serie AB (BFFCC-AB)	Nº 812 de 12.06.2015
Línea de bonos	Nº 852 de 04.01.2017
Bonos serie AC (BFFCC-AC)	Nº 852 de 09.01.2017
Línea de bonos	Nº 935 de 02.04.2019
Bonos serie AD (BFFCC-AD)	Nº 935 de 05.04.2019

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$	2015	2016	2017	2018	jun-18	jun-19
Ingresos de Explotación	60.225.893	63.381.567	70.844.991	88.388.258	42.850.716	43.949.069
Ingresos por venta	37.813.604	40.648.996	46.934.869	28.243.572	28.243.572	32.302.916
Ingresos por compensaciones	22.412.289	22.732.571	23.910.122	14.607.144	14.607.144	11.646.153
Costo de Ventas	-66.485.590	-70.415.296	-80.488.601	-41.807.201	-41.807.201	-42.559.826
Margen bruto	-6.259.697	-7.033.729	-9.643.610	620.965	1.043.515	1.389.243
Total Gastos de Administración	-18.297.386	-21.161.067	-23.977.726	-22.854.690	-11.300.482	-10.928.928
Resultado Operacional	-24.557.083	-28.194.796	-33.621.336	-22.233.725	-10.256.967	-9.539.635
Gastos Financieros	-46.009.704	-48.587.570	-51.361.337	-49.891.423	-24.996.876	-25.743.974
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	-70.896.188	-61.228.195	-52.645.252	-53.744.026	-23.819.869	-23.584.206
EBITDA sin compensaciones	-23.885.906	-28.603.971	-36.578.882	-30.177.691	-14.607.761	-11.645.301
EBITDA con compensaciones	-1.473.616	-5.871.401	-12.668.760	-1.389.836	-617	852

Balance general consolidado IFRS					
M\$	2015	2016	2017	2018	jun-19
Activos corrientes	230.989.410	162.825.987	230.608.433	181.461.457	207.163.743
Activos no corrientes	1.275.925.102	1.348.004.207	1.395.710.679	1.446.081.082	1.460.624.371
Total Activos	1.506.914.512	1.510.830.194	1.626.319.112	1.627.542.539	1.667.788.144
Pasivos corrientes	112.309.467	92.977.724	101.921.401	175.789.062	112.991.903
Pasivos no corrientes	1.534.304.124	1.605.097.349	1.757.170.962	1.732.789.731	1.859.973.014
Total Pasivos	1.646.613.591	1.698.075.073	1.859.092.363	1.908.578.793	1.972.964.917
Patrimonio	-139.699.079	-187.244.879	-232.773.268	-281.036.271	-305.176.803
Total Pasivos y Patrimonio	1.506.914.512	1.510.830.194	1.626.319.112	1.627.542.539	1.667.788.144
Deuda Financiera	1.133.775.433	1.146.056.717	1.245.900.164	1.267.695.943	1.398.280.939

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La **Empresa de los Ferrocarriles del Estado (EFE)** es una empresa autónoma del Estado, dotada de patrimonio propio. Fue creada mediante un decreto de ley en 1884 como un servicio público de propiedad del Estado de Chile, con la finalidad de desarrollar, impulsar y explotar los servicios de transporte ferroviario de pasajeros y carga a lo largo del país. Se rige por el DFL N° 1 del 3 de agosto de 1993, del Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones.

El emisor ha traspasado el negocio de transporte de pasajeros a empresas filiales, dejando en la matriz todos los aspectos vinculados al desarrollo y gestión de la infraestructura ferroviaria. Por su parte, la administración del negocio de carga fue traspasada mediante concesiones a compañías privadas.

En 2018, la empresa generó ingresos por US\$ 127,2 millones¹. De ellos, US\$ 85,8 millones se originan por ingresos por venta y US\$ 41,4 millones por compensaciones estatales que permiten cubrir gastos operacionales. Sin considerar estas compensaciones, la compañía habría alcanzado un EBITDA negativo por US\$ 43,4 millones, cifra que es compensada en gran parte con las transferencias estatales; de este modo, la empresa termina con un EBITDA negativo de sólo US\$ 2,0 millones. A junio de 2019, los pasivos financieros alcanzaban a US\$ 2.058,9 millones², lo que representa un incremento de 10,3%, respecto de diciembre de 2018 (medido en pesos chilenos).

El volumen de pasajeros transportados durante 2018, a través de las filiales, se ubicó en 47,6 millones, en tanto que la carga transportada en las vías administradas por **EFE** en igual periodo fue de 3.412 millones de toneladas kilómetros brutos completas (TKBC).

Si bien se observa el continuo carácter deficitario del negocio desarrollado, la clasificación de los bonos emitidos por **EFE** en Categoría "AAA" se sustenta en características propias de estos instrumentos. En efecto, todas las emisiones realizadas por la empresa cuentan con la garantía del Estado de Chile, lo cual significa que el Tesorero General de la República, en representación del Estado, cauciona o garantiza las obligaciones contraídas con los tenedores de los títulos de deuda, suscribiendo en forma personal tales instrumentos. Así, la garantía estatal se extiende al capital e intereses que devenguen los bonos y hasta el pago efectivo de los mismos, pudiendo los tenedores de los bonos requerir a la Tesorería General de la República los pagos correspondientes, sin la necesidad de realizar acciones judiciales.

La tendencia se califica "*Estable*", considerando que la clasificación de riesgo de los bonos se sustenta en la garantía del Estado y que ésta se extiende hasta el pago efectivo de los mismos.

¹ Tipo de cambio al 31/12/2018: \$694,77/US\$.

² Tipo de cambio al 30/06/2019: \$679,15/US\$.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortaleza central

- Emisiones con garantía del Estado.

Riesgos considerados

- Continuidad del negocio y capacidad de pago supeditada a los subsidios y garantías del Estado.
- Elevado nivel de inversiones que requieren un elevado volumen de operaciones.
- Catástrofes naturales y la acción de terceras personas que pueden afectar el normal funcionamiento de los servicios.
- La compañía registra contratos donde está obligada a mantener las vías férreas, por lo que pueden existir desajustes entre estos contratos y los aportes estatales.

Hechos recientes

Resultados 2018

En 2018, los ingresos de explotación, antes de las compensaciones fiscales, llegaron a \$88.388 millones, mostrando un avance de 24,8% en relación con 2017, debido a mayores ingresos en el segmento pasajeros por el inicio de las operaciones del Metrotren Nos y Rancagua, además por el reajuste de tarifas y aumentos de pasajeros de Metro Valparaíso.

Los costos de venta del año tuvieron un alza de 9,0%, llegando a \$87.767 millones; principalmente por mayores costos de mantenimiento de material rodante y de energía eléctrica producto del crecimiento de actividad en el segmento servicios de pasajeros.

Las transferencias fiscales contempladas para cubrir los gastos de mantenimiento alcanzaron los \$28.788 millones, lo que implicó un alza del 20,4%. Con todo lo anterior, el margen bruto de la compañía fue de \$620 millones, aumentando con respecto al valor negativo que se dio en 2017. Los gastos de administración totalizaron \$22.855 millones, lo que implica una reducción de 4,7%.

Finalmente, el EBITDA de la compañía sin las compensaciones fiscales fue de -\$30.178 millones, reduciéndose en un 17,5% con respecto al año anterior. Mientras que las transferencias fiscales por mantenimiento lograron contrarrestar parcialmente estas pérdidas, con lo que el EBITDA finalizó en -\$1.390 millones.

La deuda financiera de la compañía llegó a los \$1.267.695 millones, lo que significó un crecimiento de 1,7% respecto de 2017.

Resultados a junio de 2019

En los primeros seis meses de 2019, **EFE** obtuvo ingresos de explotación antes de compensación por \$32.303 millones, lo que implica un aumento de 14,4% respecto de igual período del año anterior. En cuanto

a los costos de ventas, estos crecieron un 1,8% comparados con el ejercicio de 2017, ubicándose en los 42.560 millones.

Las compensaciones fiscales por gastos de mantenimiento fueron de \$11.646 millones. Incluyendo este ítem en los ingresos de la compañía, su margen bruto alcanza valores positivos de \$1.389 millones. Los gastos de administración y ventas aumentaron un 3,3% a \$10.929 millones.

El EBITDA de la compañía, sin considerar las transferencias estatales, fue de -\$11.645 millones, mientras que en los primeros seis meses de 2018 ascendió a -\$14.608 millones.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$1.398.281 millones lo que representa un alza de 10,3% respecto de 2018, con un patrimonio negativo por \$305.177 millones.

Definición de categoría 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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Factores de riesgo

Viabilidad del negocio: Considerando la historia del desempeño financiero de la compañía – permanentemente con resultados operacionales negativos y con frecuentes resultados finales negativos- se deduce que la continuidad del negocio y la capacidad de pago de sus obligaciones están supeditadas totalmente a la obtención de subsidios por parte del Estado.

Requerimiento de un elevado volumen de operaciones: La gran infraestructura que requiere el transporte ferroviario para su operación, junto con los altos costos de mantenimiento de vías y equipos, requieren de un gran volumen de operaciones para rentabilizar dichos activos. Dado lo anterior, para **EFE** es fundamental, ya sea en forma directa o vía filiales o concesiones, mantener un importante flujo de pasajeros y carga que permitan maximizar el tiempo de uso de toda la infraestructura y equipos.

Variación de los precios de los insumos: Los cambios de los precios de los insumos (electricidad, combustibles, remuneraciones, servicios, entre otros) afectan directamente los costos de la compañía. Para hacer frente al alza de estos insumos, **EFE** lleva a cabo una política escalonada de reajustes de tarifas en el transporte de pasajeros.

Catástrofes naturales: Cualquier catástrofe de la naturaleza, como terremotos o inundaciones, puede afectar las vías y/o equipos, generando una paralización del normal funcionamiento del servicio de trenes, y

derivando en altos costos de reparación de tiempo para lograr un pleno funcionamiento del o los servicios afectados, como quedó de manifiesto en el terremoto de febrero de 2010.

Obligación de mantenimiento de la red ferroviaria: Los contratos suscritos con los porteadores de carga, Transap y Fepasa, obligan a la compañía a realizar un adecuado mantenimiento de las vías férreas utilizadas por estos. Los requerimientos de los porteadores no necesariamente coinciden con los planes trienales de inversión de la compañía, por lo que pueden generarse necesidades extra de inversión. Ha habido juicios arbitrales que han sido favorables a los porteadores de carga – Fepasa en agosto de 2008 y Transap en enero de 2009-, entregando un precedente para eventuales conflictos entre la empresa y sus clientes.

Antecedentes generales

La compañía

EFE fue creada mediante un decreto de ley en 1884 como un servicio público de propiedad del Estado de Chile, con la finalidad de establecer, desarrollar, impulsar, mantener y explotar los servicios de transporte ferroviario de pasajeros y carga a lo largo del país. El anterior mandato puede realizarlo de forma directa o mediante la constitución de sociedades anónimas o a través de contratos y/o el otorgamiento de concesiones.

EFE está regida por el D.F.L. N°1 de 1993 del Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones y constituye la empresa estatal más antigua de Chile, con personalidad jurídica de derecho público. Además, es una firma autónoma del Estado, dotada de patrimonio propio e independiente.

Filiales y coligadas

Sociedad	Porcentaje de Participación
Filiales	
Inmobiliaria Nueva Vía S.A.	99,9%
Metro Regional de Valparaíso S.A (Merval)	99,9%
Ferrocarriles del Sur S.A.	99,9%
Trenes Metropolitanos S.A.	99,9%
Ferrocarril de Arica a La Paz S.A.	99,9%
Servicio de Trenes Regionales Terra S.A.	99,9%
Infraestructura y Tráfico Ferroviario S.A.	99,9%
Coligadas	
Desarrollo Inmobiliario San Bernardo	35%
Inmobiliaria Paseo Estación S.A.	17%
Transporte Suburbano de Pasajeros	33,33%

Composición de los flujos

EFE presta servicios de provisión de infraestructura para la operación de transporte de pasajeros y carga. Lo primero a través de filiales y lo segundo mediante concesiones a privados.

El transporte de pasajeros se lleva a cabo mediante filiales, conformando para ello las empresas Trenes Metropolitanos, Fesub y Trenes Regionales, las cuales se suman a la filial de pasajeros Merval, que presta servicios en la Región de Valparaíso.

La estrategia y foco de negocios de la sociedad es la gestión de infraestructura ferroviaria y el tráfico asociado, desarrollando para estos fines contratos de acceso que garanticen el derecho de uso de vía y fomentando tanto en el transporte de carga como de pasajeros. Adicionalmente, la empresa cuenta con contratos de acceso con operadores turísticos.

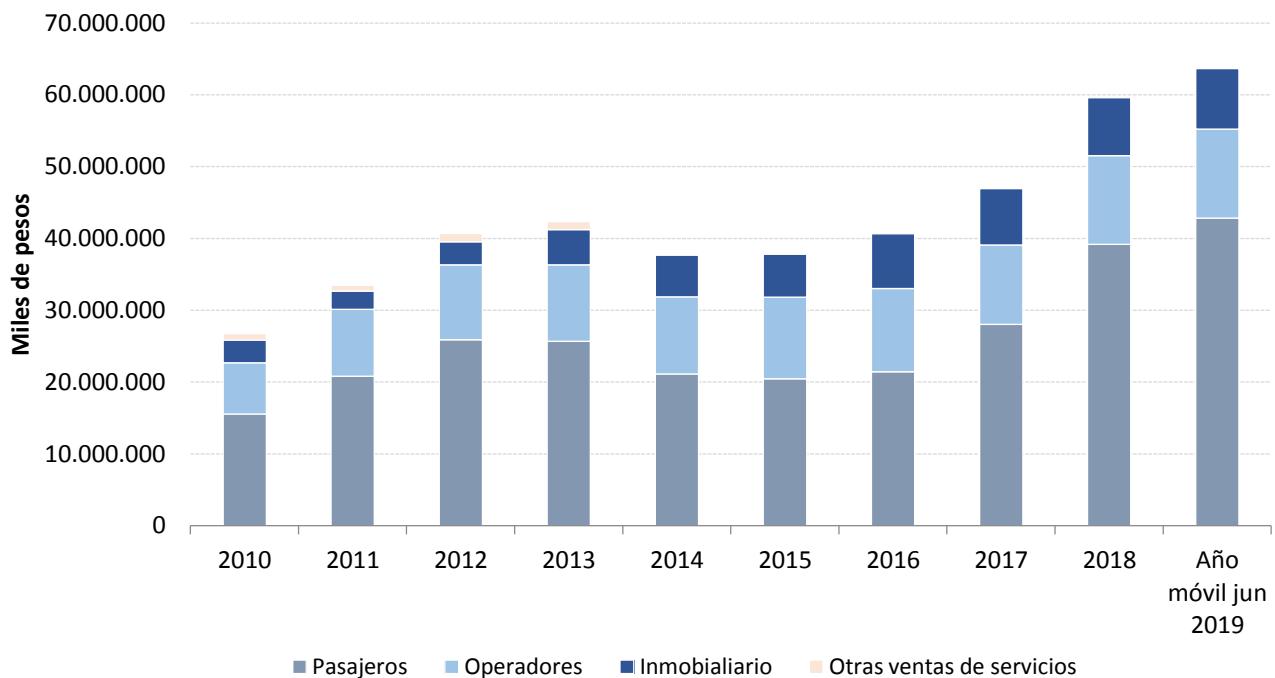
EFE se desarrolla en tres segmentos de negocios los cuales son servicio de pasajeros, negocio de carga y negocio inmobiliario, los cuales a junio de 2019 anualizado representan un 67,3%, 19,4% y un 13,3%, respectivamente, de los ingresos por ventas que a esa fecha ascienden a \$ 63.660³ millones.

En términos consolidados, la empresa transportó 47,6 millones de pasajeros a diciembre de 2018 y, entre 2007 y 2018, ha presentado tasas de crecimiento promedio anual igual a 8,9%. El transporte de pasajeros se ve altamente influenciada por catástrofes naturales, acción de terceros y obras ejecutadas en las vías. Es el caso del año 2010, que producto del terremoto provocó la disminución en un 5% de los pasajeros transportados, junto con las marejadas ocurridas en 2015 y el rayo caído en 2016 que provocó interrupciones en las líneas férreas. Además, a contar de 2013 y hasta 2016, a raíz del proyecto "Rancagua Express" las personas transportadas cayeron en casi un 14,2%, sin embargo, durante 2017 esta situación se revirtió con la puesta en marcha del Metrotren Nos y Rancagua mostrando un crecimiento de 35,9% respecto de 2016, en 2018 se transportaron 42,7% más de pasajeros.

Entre 2011 y 2018, los ingresos generados por el transporte de pasajeros han promediado \$29.881 millones. A junio de 2019, el 44,4% de estos ingresos proviene de Trenes Metropolitanos, el 43,8% de la filial Merval y el 12,1% de FESUR.

³ No se consideran las ventas de servicios y otros, la cual se compone de Ajustes NIC 20 Compensada Gastos de Mantenimiento (gastos de mantenimiento de infraestructura que trasnfiere el Estado a través de Ley Anual de Presupuestos).

Ilustración 1
Evolución Ingresos por ventas segmentos
 (Millones de pesos, 2010- junio 2019 anualizado)



Líneas de negocios

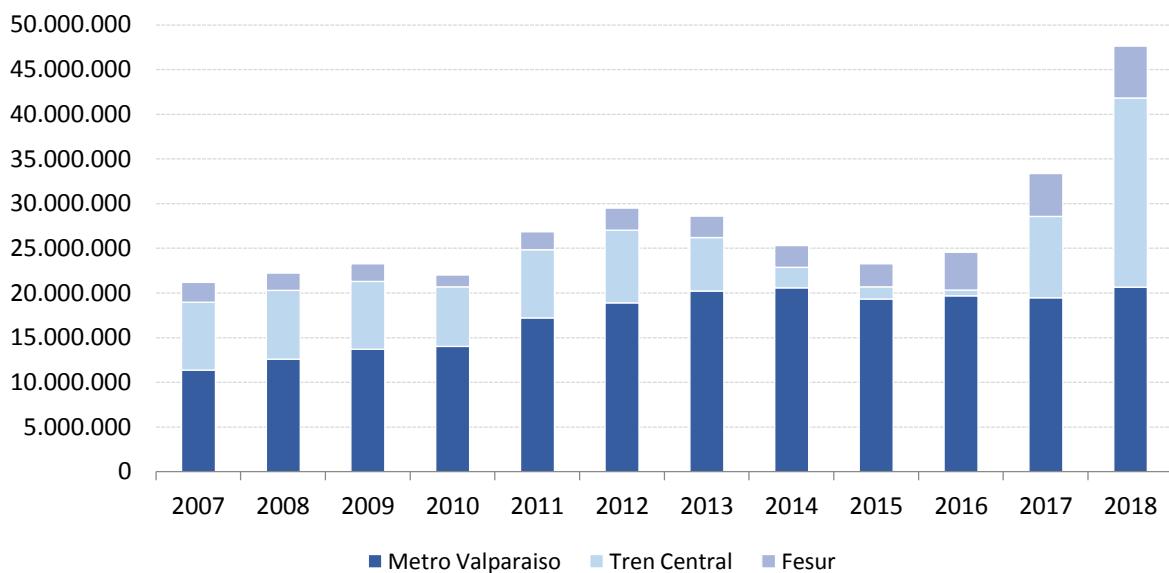
I) Transporte de pasajeros

EFE provee servicios de transporte de pasajeros a través de tres filiales, siendo sus principales servicios en operación Metro Valparaíso (Merval), Tren Central (Metroten Nos, Metrotren Rancagua, Buscarril Talca - Constitución y Servicios entre las estaciones Alameda - Chillán) y Fesur (Biotren, Corto Laja y Victoria- Temuco).

En términos consolidados, la empresa transportó 47,6 millones de pasajeros durante 2018 y, entre 2007 y 2018, ha presentado tasas de crecimiento promedio anual igual a 8,9%. El transporte de pasajeros se ve altamente influenciada por catástrofes naturales, acción de terceros y obras ejecutadas en las vías. Es el caso del año 2010, que producto del terremoto provocó la disminución en un 5% de los pasajeros transportados, junto con las marejadas ocurridas en 2015 y el rayo caído en 2016 que provocó interrupciones en las líneas férreas. Además, a contar de 2013 y hasta 2016, a raíz del proyecto "Rancagua Express" las personas transportadas cayeron en casi un 14,2%, sin embargo, durante 2017 esta situación se revirtió con la puesta en marcha del Metrotren Nos y Rancagua mostrando un crecimiento de 35,9% respecto de 2016.

Como se puede ver en la Ilustración 2, del total transportados en 2018 el 44,4% corresponde a Tren Central, seguido con un 42,7% por Metro Valparaíso. El aumento de pasajeros transportados se debe principalmente a la consolidación del Metrotren Nos (Tren Central) el cual tuvo un crecimiento de un 138%.

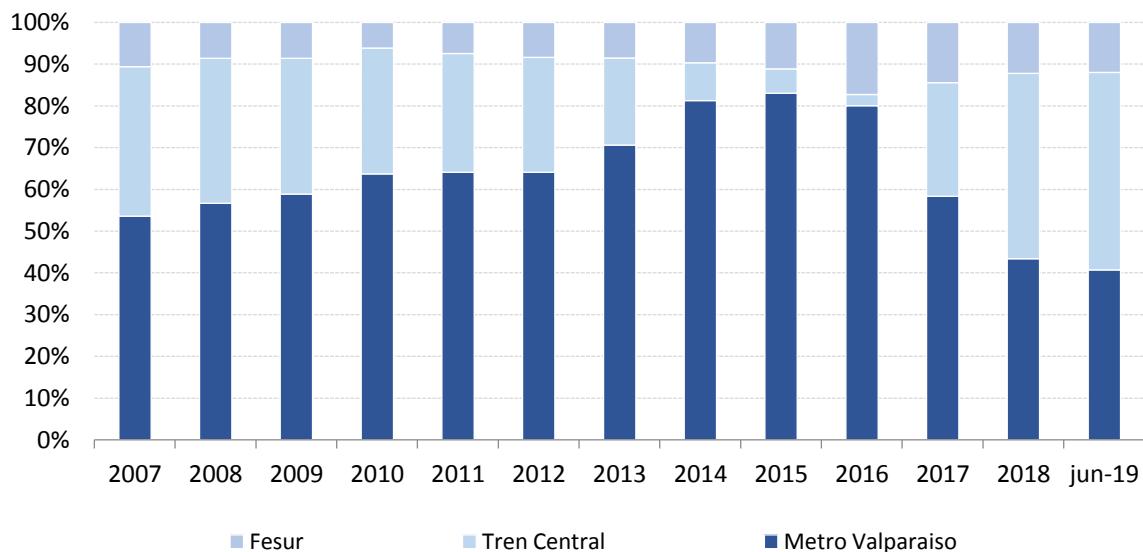
Ilustración 2
Evolución pasajeros transportados
(número de pasajeros, 2007- 2018)



En la Ilustración 3 se puede observar cómo ha ido cambiando la distribución de los distintos servicios de **EFE**.

A junio de 2019 anualizado, el servicio que más pasajeros transportó fue el de Tren Central con un 47,3% de los pasajeros totales, seguidos por Metro Valparaíso con un 40,7% (en 2015 transportó el 83% de los pasajeros).

Ilustración 3
Distribución pasajeros transportados
(número de pasajeros, 2007- junio 2019 anualizado)



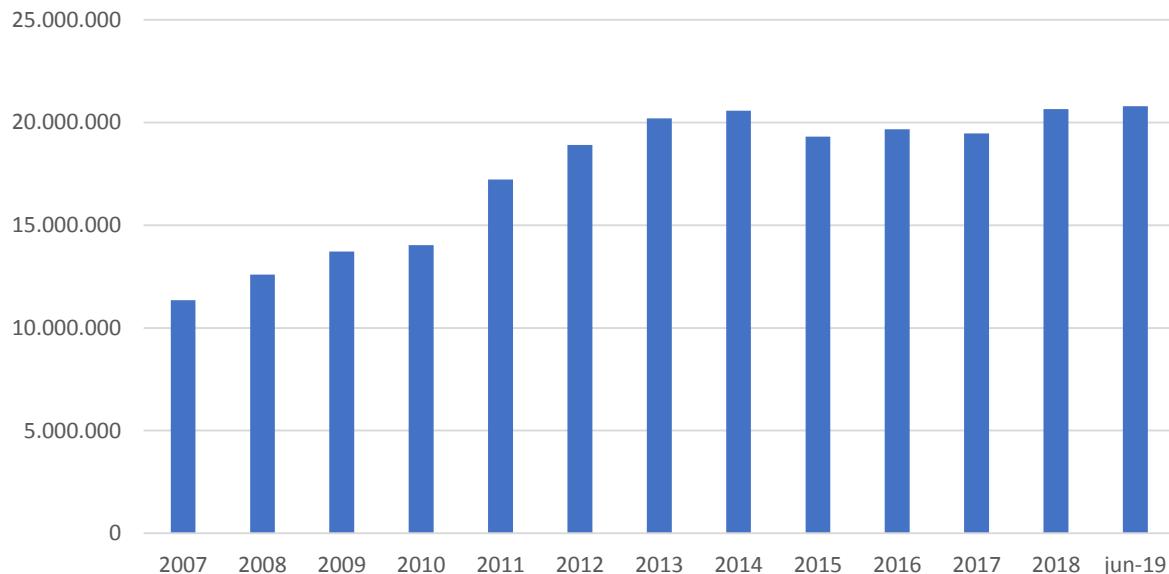
a) Merval

Metro Regional de Valparaíso S.A. es la empresa de transporte ferroviario de pasajeros de la Región de Valparaíso. Su servicio atiende las comunas de Valparaíso, Viña del Mar, Quilpué, Villa Alemana y Limache, a través de 45 kilómetros de vía férrea y veinte estaciones de metro.

La empresa transportó cerca de 20,7 millones de pasajeros en 2018 y 20,8 millones a junio 2019 (anualizado). Entre 2007 y junio 2019 (anualizado), los usuarios transportados por el servicio han promediado una tasa de crecimiento anual igual a 5,4%, teniendo en cuenta que en 2015 y 2017 la cantidad de usuarios se redujo en 6,1% y 1,0% debido a los daños provocados por las marejadas en las costas de Valparaíso en 2015 y, además, otras incidencias climáticas que afectaron las subestaciones eléctricas.

A junio de 2019 los ingresos de Merval llegaron a \$ 8.735 millones, siendo un 7% mayor a lo presentado en la misma fecha de 2018. En 2018 los ingresos alcanzaron \$ 16.520 millones, lo que es un 18% superior a 2017.

Ilustración 3
Evolución pasajeros Merval
(número de pasajeros, 2007- junio 2019 anualizado)

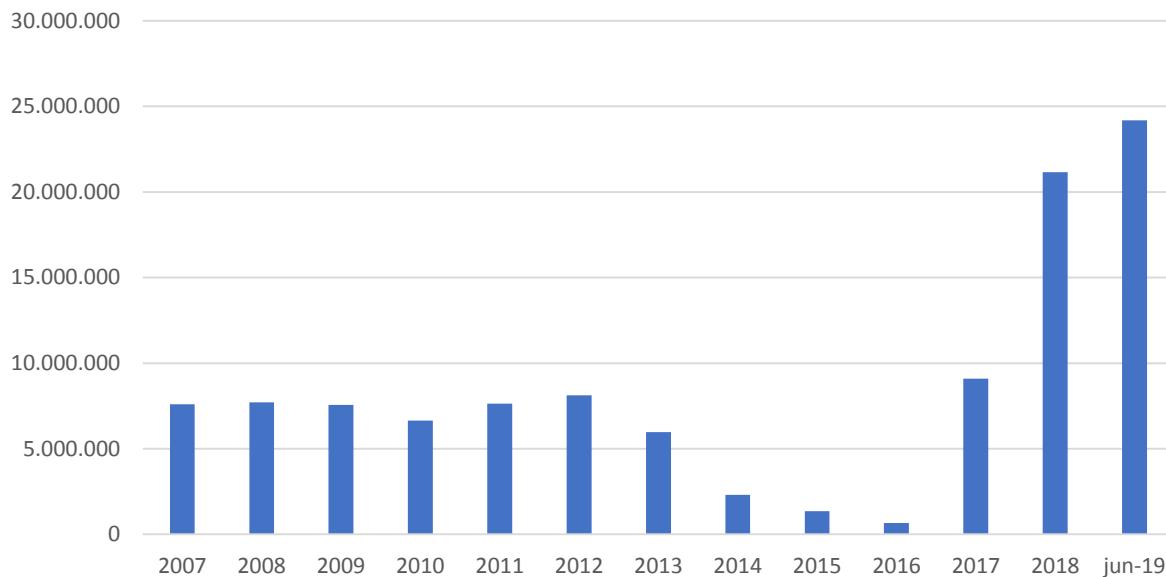


b) Tren Central

Trenes Metropolitanos S.A. es la empresa operadora de los servicios Metrotren, Terrasur y Buscarril (Talca-Constitución), los cuales conectan la Región Metropolitana con las regiones O'Higgins, Maule y Biobío. Durante 2018, movilizó a 21.146 mil pasajeros, un 132,5% más que en 2017 lo que se debe principalmente a las nuevas operaciones del Metrotren Nos y al término de la construcción de Rancagua Express, que comenzó a inicios de 2013 generando hasta 2016 una disminución paulatina en el número de pasajeros transportados, tal como se muestra en la Ilustración 4.

A junio de 2019 Tren Central transportó un total de 12,4 millones de pasajeros con ingresos por \$ 10.572 millones, lo que representa un incremento de un 32% y 38% respectivamente.

Ilustración 4
Evolución pasajeros Tren Central
(número de pasajeros, 2007- junio 2019 anualizado)



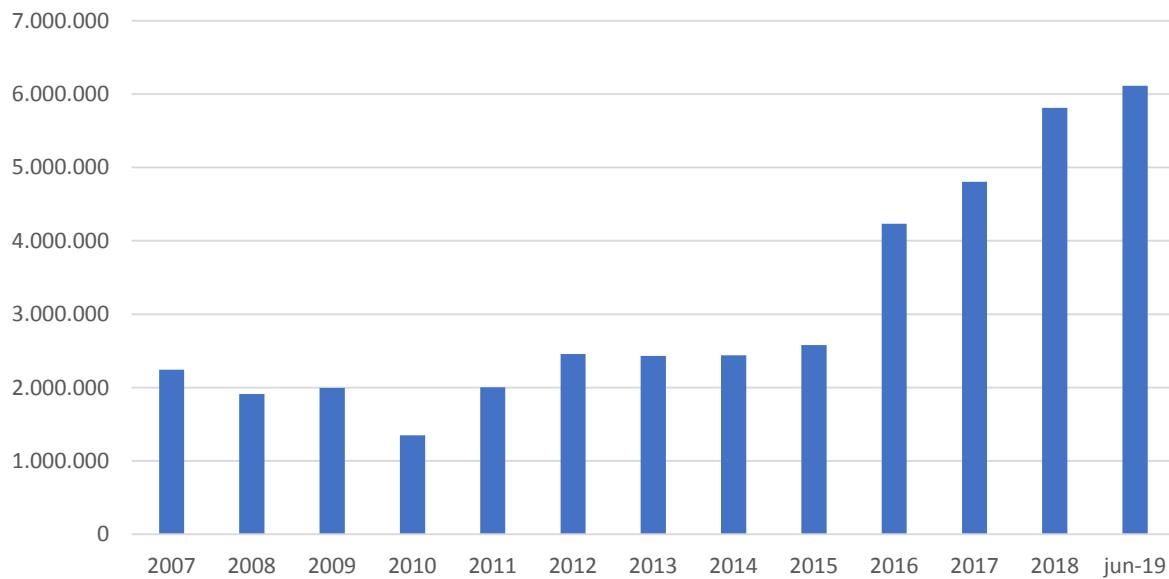
c) FENSUR

La filial **Trenes Suburbanos de Concepcion S.A. (FESUR)** presta servicios en la Región del Biobío, conectando a Lomas Coloradas, Talcahuano, Hualqui y otras localidades con la ciudad de Concepción. Entre Talcahuano–Hualqui y entre Concepción–Lomas Coloradas entrega un servicio de tren metropolitano (Biotren), mientras que entre Talcahuano y Laja funciona como servicio de transporte local. También se entrega servicio de transporte de pasajeros entre las ciudades de Victoria y Temuco.

Durante 2018, transportó a 5,8 millones de pasajeros, un 21,0% superior a las personas transportadas en 2017. Lo anterior, debido al aumento de pasajeros de un 26% exhibida por Biotren, para el año 2018 Fensur genero ingresos por \$ 5.382 millones, lo que representan un 9% superior a 2017.

A junio de 2019 la filial genero ingresos por \$2.791 y transporte a 3,1 millones de pasajeros lo que se traducen en un aumento de un 6% y un 11% respectivamente.

Ilustración 5
Evolución pasajeros transportados por FESUR
(Número de pasajeros, 2007- junio 2019 anualizado)



Entre 2011 y 2018, los ingresos generados por el transporte de pasajeros han promediado \$29.881 millones. A junio de 2019, el 44,4% de estos ingresos proviene de Trenes Metropolitanos, el 43,8% de la filial Merval y el 12,1% de FESUR.

II) Transporte de carga

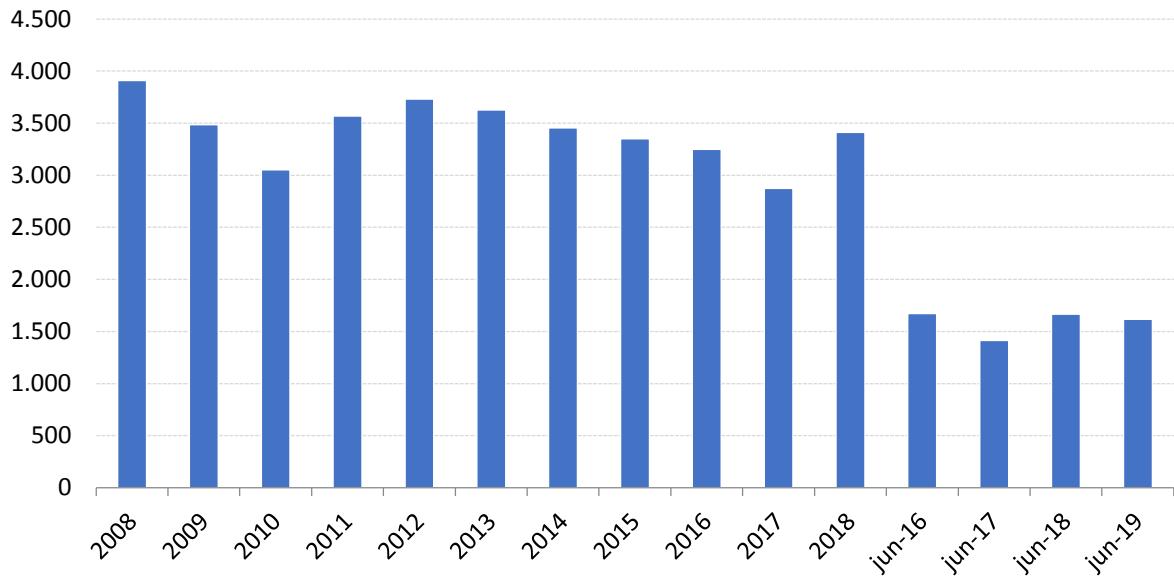
La empresa mantiene contratos de acceso con dos porteadores de carga: **FEPASA** (operando desde 1994) y **TRANSAP** (operando desde 2000), las que pagan a **EFE** por el uso de las vías. Estas empresas –no relacionadas con **EFE**– son las que mantienen la relación directa con los clientes generadores de carga. La cobertura del servicio abarca desde Ventanas, en la Región de Valparaíso, hasta Puerto Montt, en la Región de Los Lagos.

En 2018, a través de la red ferroviaria se transportaron más de 3.412 millones de toneladas por kilómetro bruto⁴, incluyendo productos del área forestal, minera, industrial y agrícola, además del servicio de contenedores y de bodegaje.

En los primeros seis meses de 2019, se transportaron 1.617 millones de toneladas donde el 50,7% de la carga transportada correspondía al sector forestal, mientras que el 29,5% a minería y el 9,7% al sector industrial.

⁴ Corresponde a las toneladas transportadas multiplicadas por kilómetros recorridos.

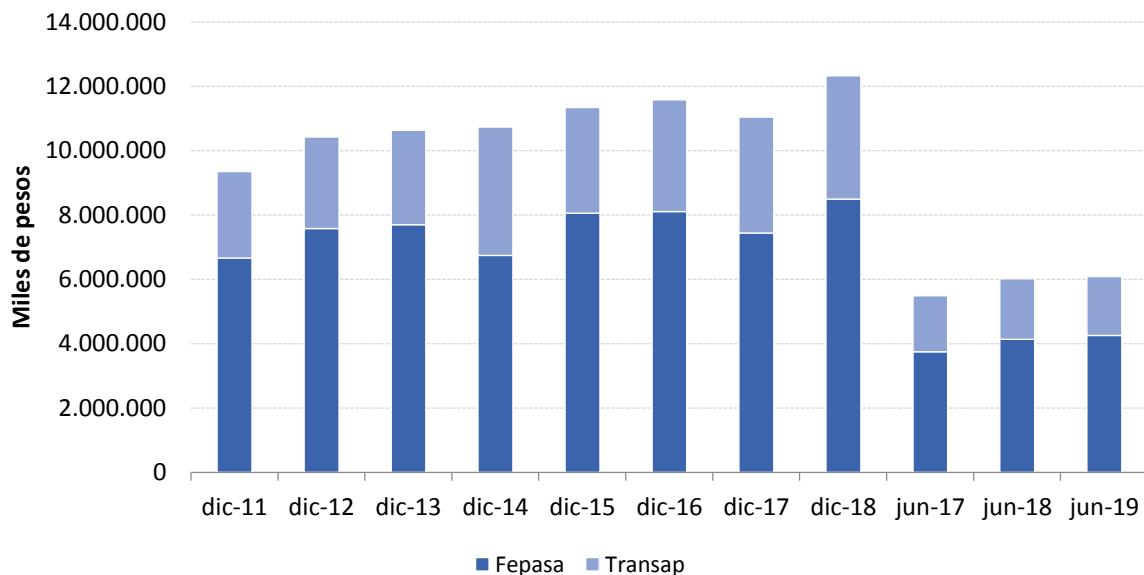
Ilustración 6
Evolución de la carga transportada
 (Millones de Toneladas Kilómetro Brutas Completas (TKBC))



Los ingresos generados por **EFFE** en este negocio provienen de tres fuentes: a) canon de acceso por el derecho de uso de las líneas ferreas; b) peaje fijo que depende de las extensiones máximas utilizadas por cada porteador y c) peaje variable que depende de las toneladas y distancias recorridas por cada porteador.

A junio de 2019 cerca del 70% de los ingresos provienen de Fepasa, mientras que el resto del Transap.

Ilustración 7
Evolución de los ingresos según porteador
(Miles de pesos)

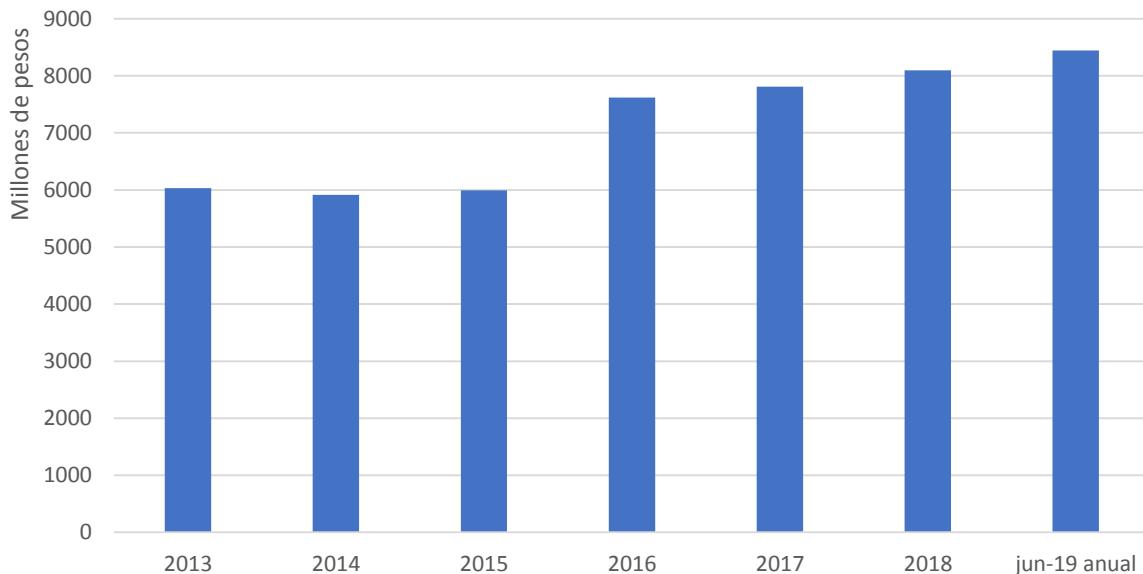


III) Inmobiliario

El segmento inmobiliario, se encarga de la explotación de sus terrenos y edificaciones, en forma de arriendo y cobros por atraviesos y paralelismo en la vía férrea.

A junio de 2019 los ingresos del segmento inmobiliario llegaron a \$ 4.119 millones, de los cuales el 57,3% proviene de arriendos, un 30,1% atravieso, paralelismo y servidumbre y un 12,7% es procedente de otros ingresos.

Ilustración 8
Evolución de los ingresos segmento inmobiliario
 (Millones de pesos, 2013- junio 2019)



Clientes, carga y contratos

En el contexto de su nuevo modelo de negocios, los principales clientes de la empresa son los operadores de los transporte de carga y de pasajeros: FEPASA y TRANSAP en el primer caso, y Merval, Metrotren, Terrasur y FESUR, en el segundo. Éstos pagan una tarifa fija por el acceso a las vías y una variable en función de la carga transportada.

Adicionalmente, la empresa recibe ingresos de otras empresas por concepto de atraviesos y paralelismos y otros servicios.

Los principales contratos de la compañía con terceros tienen relación con la provisión de servicios por parte de **EFE**: básicamente contratos de acceso a la red ferroviaria (FEPASA y TRANSAP). Además, posee contratos con diversos proveedores para la adquisición de bienes y servicios: de consumo de energía de tracción (proveedor Endesa S.A); provisión de infraestructura ferroviaria (dos contratistas, en zona Norte y zona Centro); provisión de sistemas SEC; y provisión de mantenimiento de trenes. También, la empresa mantiene acuerdos no formalizados de acceso y uso de las vías con sus filiales dedicadas al transporte de pasajeros.

Tanto los contratos con los porteadores de carga, como los acuerdos no formalizados con filiales dedicadas al transporte de pasajeros, comprometen a **EFE** con el mantenimiento de las líneas férreas e infraestructura y con la administración del tráfico. En el caso de las filiales, la empresa también se compromete a prestar los servicios de apoyo de contraloría, gestión de personal, soporte informático y asesorías en los proyectos que deba realizar la filial, entre otros.

EFE cuenta con una red ferroviaria de 2.200 kilómetros, aproximadamente, que va entre las regiones de Valparaíso y Los Lagos.

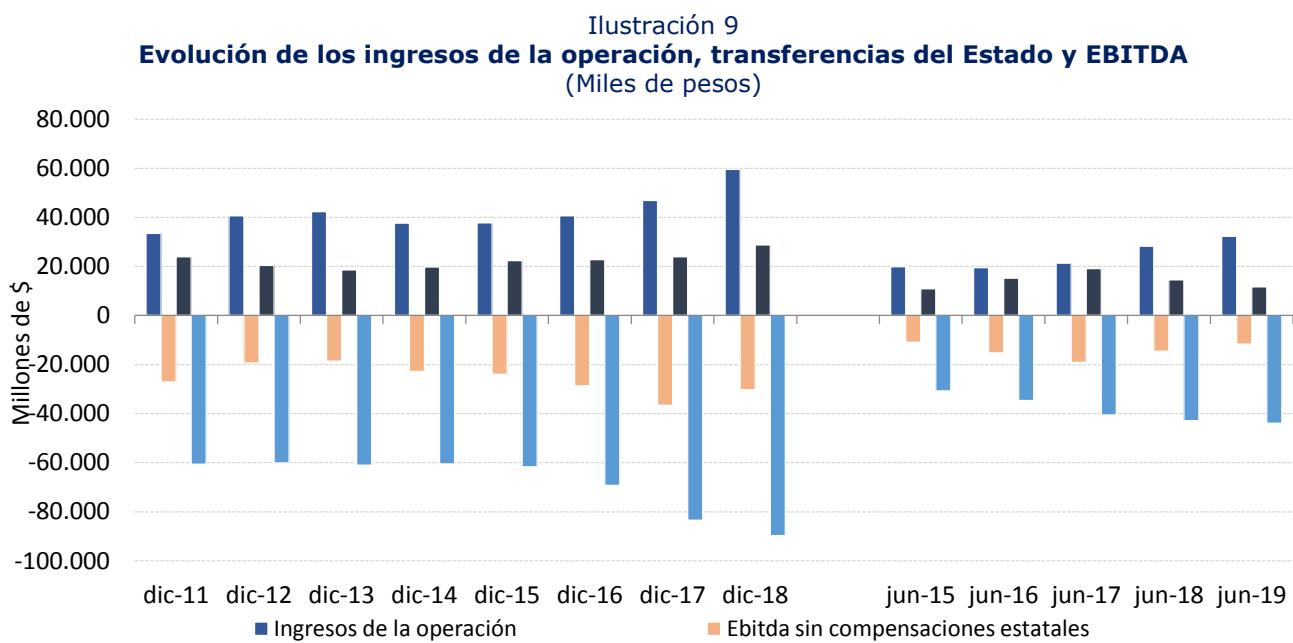
Análisis financiero⁵

Evolución de los ingresos, márgenes y EBITDA

La tasa de crecimiento de los ingresos de la compañía, excluyendo los por compensación⁶, han sido variable; así, presentaron un alza de 21,5% entre 2011 y 2012, luego decayeron para comenzar a subir, nuevamente en 2016.

En efecto, a partir de 2016, comienza a verse una mejora en los ingresos con alza de un 7,5% respecto de lo alcanzando en 2015. Del mismo modo, diciembre de 2018, se observa un crecimiento de 27% respecto del mismo periodo del año anterior. Estos crecimientos fueron impulsados principalmente por el Metrotren Nos y Metrotren Rancagua.

A junio de 2019 los ingresos, excluyendo los por compensaciones, tuvieron un aumento de un 14,4%.



La compañía históricamente ha operado con resultados operacionales negativos, y, como consecuencia de esto, con valores de EBITDA inferiores a cero. Con todo, el aumento sostenido de los ingresos significó que los ingresos por compensación disminuyeron entre 2011 y 2013, pasando de \$23.913 millones a \$18.632

⁵ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a junio de 2019.

⁶ Estos ingresos corresponden a transferencias del Estado que compensan los EBITDA negativos.

millones. Sin embargo, esta situación se revierte en 2014 donde se aprecia que las necesidades de recursos estatales, para compensar los gastos operacionales por mantenimiento de infraestructura, se incrementan en un 6,4% y en 2015 suben un 13,1%.

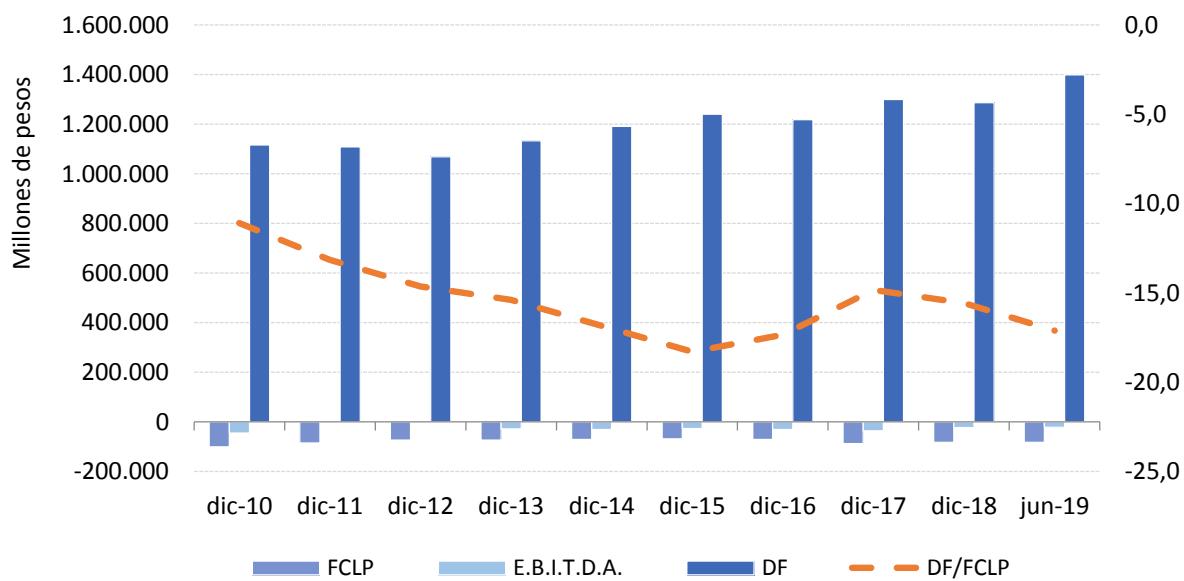
A diciembre de 2017 y 2018, el crecimiento de los ingresos por compensación fue de un 5,2% y 20,4%, respectivamente. Mientras que, en los primeros seis meses de 2019, los aportes del Estado decrecieron un 20,3%, respecto del mismo periodo de 2018.

Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez⁷

A partir de 2012, y a raíz del plan de inversiones contemplado por la empresa, los niveles de endeudamiento han tenido una tendencia creciente; si en 2012 el endeudamiento financiero era de \$868.239 millones (US\$ 1.809 millones⁸), a diciembre de 2018 fue de \$1.285.439 millones (US\$ 1.850 millones⁹). En tanto, a junio de 2019 fue de \$1.398.281 millones (US\$ 2.059 millones¹⁰).

Lo anterior, ha sido para costear la compra de nuevos trenes para Metro Valparaíso y Tren Central, como también para el financiamiento de la extensión del Biotren hasta la ciudad de Coronel y el proyecto Rancagua Express.

Ilustración 10
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(Miles de pesos)



⁷ A continuación, el análisis financiero de la compañía se presenta para el periodo comprendido entre 2011 y el año móvil finalizado a junio de 2019.

⁸ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2012: \$479,96/US\$.

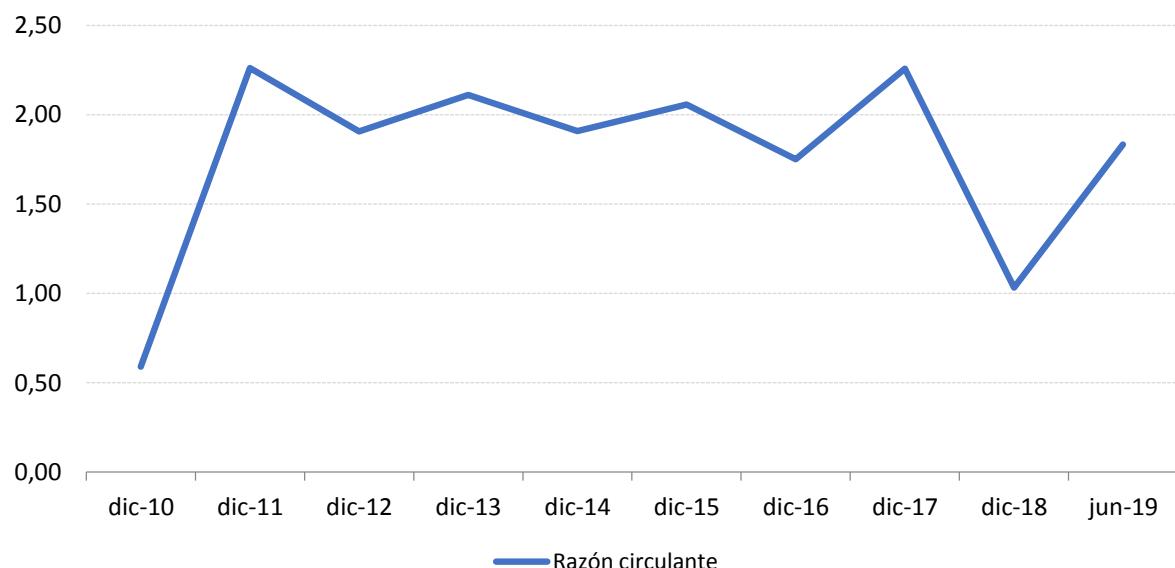
⁹ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2018: \$ 694,77/US\$.

¹⁰ Tipo de cambio al 30 de junio de 2019: \$679,15/US\$.

Tal como se mencionó anteriormente, la deuda financiera al 30 de junio de 2019 asciende a \$ 1.398.281 millones, de los cuales un 94,4% corresponde a bonos, todos con garantía estatal.

En términos de liquidez, en particular la razón circulante, ha presentado niveles que son bastante variables, pero desde 2011 siempre se ha mantenido por sobre la unidad, finalizando junio de 2019 en 1,8 veces. Un 1,6% de la deuda financiera corresponde a vencimientos menores a un año. Con el objeto de cumplir con ellas, el Estado destina parte de su presupuesto anual a **EFE**.

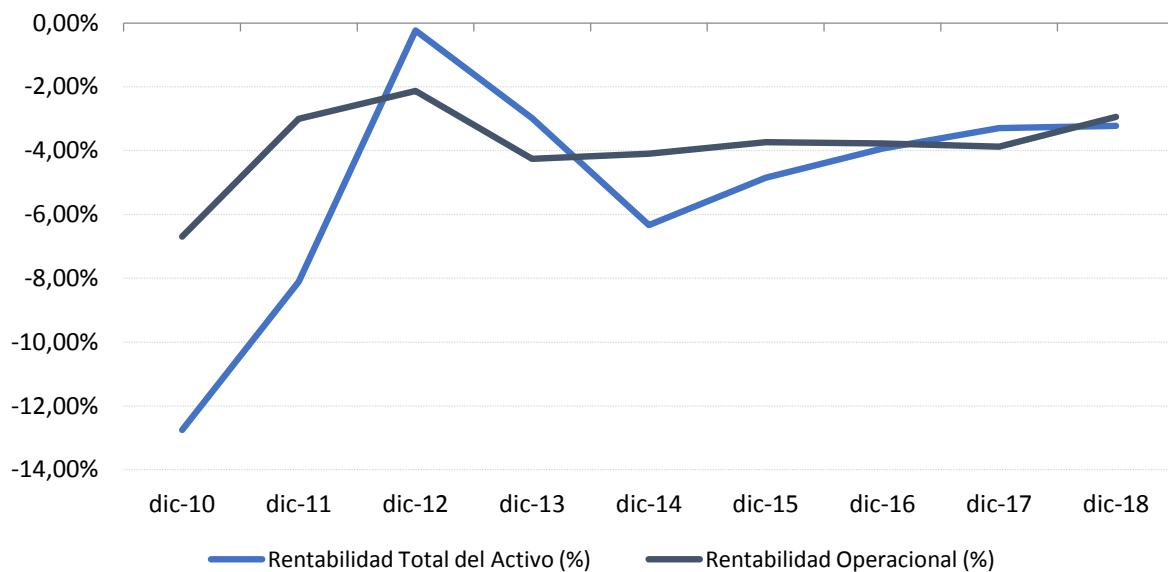
Ilustración 11
Evolución de la razón circulante
(Veces)



Evolución de la rentabilidad

Dado que la compañía ha mostrado resultados de la operación y utilidades negativos, las rentabilidades sobre activos y operacional han mostrado un desempeño deficitario, mostrando un grado de estabilidad durante los últimos 3 años.

Ilustración 12
Evolución de la rentabilidad del activo y operacional
 (Veces)



Características de las emisiones vigentes

Todos los bonos vigentes cuentan con garantía del Estado de Chile.

Serie	Monto Deuda (UF)	Vencimiento
Serie G (BFCC-G)	1.280.000	2026
Serie H (BFCC-H)	660.000	2027
Serie I (BFCC-I)	350.000	2028
Serie J (BFCC-J)	340.000	2029
Serie K (BFCC-K)	720.000	2030
Serie L (BFCC-L)	765.000	2031
Serie M (BFCC-M)	815.000	2032
Serie N (BFCC-N)	2.000.000	2033
Serie O (BFCC-O)	1.860.000	2033
Serie P (BFCC-P)	2.400.000	2034
Serie Q (BFCC-Q)	2.750.000	2034
Serie R (BFCC-R)	3.500.000	2034
Serie S (BFCC-S)	2.600.000	2035
Serie T (BFCC-T)	2.400.000	2036
Serie V (BFCC-V)	7.800.000	2037
Serie X (BFCC-X)	1.895.000	2039
Serie Z (BFCC-Z)	2.900.000	2043
Serie AB (BFCC-AB)	3.000.000	2044

Serie	Monto Deuda (UF)	Vencimiento
Serie AC (BFCC-AC)	2.850.000	2046
Serie AD (BFCC-AD)	3.600.000	2048

"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."