



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Elisa Villalobos H.
Tel. (56) 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Empresa de los Ferrocarriles del Estado

Noviembre 2016

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 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Bonos serie F (BFFCC-F)	Nº 183 de 14.12.1994
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

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$	2012	2013	2014	2015	jun-15	jun-16
Ingresos de Explotación	61.111.037	60.985.354	57.596.973	60.225.893	30.767.479	34.679.276
Ingresos por venta	40.694.037	42.353.266	37.778.993	37.813.604	19.839.464	19.484.595
Ingresos por compensaciones	20.417.000	18.632.088	19.817.980	22.412.289	10.928.015	15.194.681
Costo de Ventas	-68.584.212	-69.432.768	-67.106.452	-66.485.590	-33.560.942	-35.759.168
Margen bruto	-7.473.175	-8.447.414	-9.509.479	-6.259.697	-2.793.463	-1.079.892
Total Gastos de Administración	-14.941.624	-14.741.343	-16.234.162	-18.297.386	-8.779.941	-9.858.505
Resultado Operacional	-22.414.799	-23.188.757	-25.743.641	-24.557.083	-11.573.404	-10.938.397
Gastos Financieros	-43.417.346	-37.633.007	-42.228.895	-46.009.704	-22.265.850	-23.936.444
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	-2.724.817	-34.737.463	-83.999.275	-70.896.188	-27.216.556	-28.513.011
EBITDA sin compensaciones	-19.361.058	-18.632.088	-22.658.176	-23.885.905	-10.928.013	-15.194.681
EBITDA con compensaciones	1.055.942	0	-2.840.196	-1.473.616	2	0

Balance general consolidado IFRS					
M\$	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	30-jun-16
Activos corrientes	227.316.383	266.546.093	286.616.821	230.989.410	145.430.275
Activos no corrientes	901.217.122	943.616.257	1.102.714.930	1.275.975.102	1.289.771.881
Total Activos	1.128.533.505	1.210.162.350	1.389.331.751	1.506.964.512	1.435.202.156
Pasivos corrientes	119.271.296	126.476.223	150.190.218	112.309.467	100.881.364
Pasivos no corrientes	1.032.179.665	1.132.169.914	1.334.721.163	1.534.304.124	1.503.411.597
Total Pasivos	1.151.450.961	1.258.646.137	1.484.911.381	1.646.613.591	1.604.292.961
Patrimonio	-22.917.456	-48.483.787	-95.579.630	-139.699.079	-169.090.805
Total Pasivos y Patrimonio	1.128.533.505	1.210.162.350	1.389.331.751	1.506.914.512	1.435.202.156
Deuda Financiera	868.239.390	942.464.430	1.047.687.118	1.133.775.433	1.144.258.145

Opinión

Fundamento de la clasificación

La **Empresa de los Ferrocarriles del Estado (EFE)** es una empresa autónoma del Estado, dotada de patrimonio propio. Fue creada mediante Decreto de Ley de 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 03 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 2015 la empresa generó ingresos por US\$ 84,8 millones¹. De ellos, US\$ 53,2 millones se originan por ingresos por venta y US\$ 31,6 millones por compensaciones estatales que permiten cubrir gastos operacionales. Sin considerar estas compensaciones, la compañía habría alcanzado un EBITDA negativo por US\$ 33,6 millones, el que es compensado en gran parte con las transferencias estatales; de este modo se termina con EBITDA con un valor negativo de US\$ 2,1 millones. A junio de 2016, los pasivos financieros alcanzaban a US\$ 1.730 millones², lo que representa un incremento de 0,9%, respecto de diciembre de 2015. Cabe señalar que la compañía está inscribiendo una nueva línea de bonos para emitir una cantidad por hasta UF 2.850.000, cuyos fondos se destinarían, en su totalidad, al financiamiento de proyecto Rancagua Express, el plazo máximo de colocación es el 31 de marzo de 2017. Dado lo anterior, si la emisión se realiza por el límite máximo, la deuda financiera se incrementaría en un 6,3%, respecto a la que exhibe a junio de 2016.

El volumen de pasajeros transportados durante 2015 a través de las filiales alcanzó una cifra de 23,3 millones, en tanto que la carga transportada en las vías administradas por **EFE** en igual periodo fue de 3.348 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 31/12/2015: \$710,16/US\$

² Tipo de cambio al 30/06/2016: \$661,37/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 pueden afectar el normal funcionamiento de los servicios.
- La compañía mantiene 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 2015

En 2015 los ingresos de explotación, antes de las compensaciones fiscales, llegaron a \$37.814 millones, mostrando un avance de 0,1% en relación a 2014. Lo anterior, se debe al incremento en un 5,6%, respecto de 2014, de los ingresos del segmento de operadores de carga; incremento que compensó la disminución en los ingresos por pasajeros transportados, ítem que disminuyó un 3,1%, respecto a 2014.

Los costos de venta del año, antes de depreciación, tuvieron una disminución de 2%, llegando a \$43.750 millones; el ítem con mayor injerencia dentro de los costos de ventas es el de personal, que representa un 36,5%, y cuyo monto creció un 7% respecto de 2014. Por su parte, las transferencias fiscales contempladas para cubrir los gastos de mantenimiento alcanzaron los \$22.412 millones, lo que representa un aumento del 13,1%. Con todo lo anterior, el margen bruto de la compañía fue de -\$6.250 millones, disminuyendo las pérdidas en este ítem en un 34,2%. Los gastos de administración totalizaron \$18.297 millones, lo que implica un incremento de 12,7%.

Finalmente, el EBITDA de la compañía sin las compensaciones fiscales fue de -\$23.886 millones, lo que implica una profundización de las pérdidas en este ítem de 5,4% respecto de 2014. Mientras que las transferencias fiscales por mantenimiento lograron contrarrestar parcialmente estas pérdidas, con lo que el EBITDA finalizó en -\$1.474 millones.

Por su parte, la deuda financiera de la compañía, llegó a los \$1.133.775 millones, lo que significó un crecimiento de 8,2% respecto de 2014. Lo anterior, se debe a la colocación de la serie AB por UF 3.000.000, que cuenta con garantía estatal, cuyo objetivo fue financiar el Proyecto Rancagua Express.

Resultados a junio de 2016

En los primeros seis meses de 2016, **EFE** obtuvo ingresos de explotación antes de compensación por \$19.485 millones, lo que implica un retroceso de 1,8% respecto a igual período del año anterior, debido a la menor cantidad de pasajeros transportados en la filial Tren Central, contrarrestado por los aumentos en los ingresos de los segmentos Operadores de Carga e inmobiliario, por Merval, Biotren, Corto Laja y Trenes Turísticos, sumado a los mayores ingresos por el segmento inmobiliario de atravesos y paralelismo, además del efecto positivo por la indexación de tarifas en el segmento de cargas.

Los costos de ventas, sin contemplar gastos por depreciación ni amortización, crecieron un 13% respecto a junio de 2015.

Las compensaciones fiscales por gastos de mantenimiento fueron de \$15.222 millones, así incluyendo este ítem en los ingresos de la compañía, su margen bruto llega a -\$1.080 millones. Los gastos de administración y ventas aumentaron un 12,3% a \$9.859 millones.

El EBITDA de la compañía, sin considerar las transferencias estatales, fue de -\$15.195 millones, mientras que en los primeros seis meses de 2015 el EBITDA fue de \$10.928 millones.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$1.144.258 millones lo que representa un alza de 0,9% respecto de 2015, con un patrimonio negativo por \$169.091 millones producto del aumento de las pérdidas acumuladas.

Eventos recientes

En junio de 2015, la compañía colocó en el mercado local la serie AB por UF 3.000.000 a un plazo igual a 29,5 años, una tasa de colocación de 3,19% anual y, al igual que el resto de sus colocaciones, cuenta con garantía estatal. La emisión tiene por objetivo financiar el proyecto Rancagua Express.

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 a 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 a la alza de insumos, **EFE** lleva a cabo una política escalonada de reajustes de tarifas en el transporte de pasajeros y fijada en unidades de fomento.

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 con el terremoto de febrero de 2010.

Obligación de mantenimiento de la red ferroviaria: Los contratos suscritos con los portadores 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 portadores 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 portadores 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

EFE fue creada mediante Decreto de Ley de 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. Es la empresa estatal más antigua de Chile, con personalidad jurídica de derecho público y constituye una empresa autónoma del Estado, dotada de patrimonio propio e independiente.

Propiedad y administración

Si bien la empresa pertenece al Estado de Chile, debe cumplir las mismas normas financieras, contables y tributarias a que están sujetas las sociedades anónimas abiertas, siendo fiscalizada por la Superintendencia de Valores y Seguros y auditada por firmas externas. Adicionalmente, también depende de la Contraloría General de la República en relación a los aportes y subvenciones del Fisco.

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

Nombre	Cargo
Jorge Iván Inostroza Sánchez	Presidente
David Enrique Guzmán Silva	Director
Osvaldo Pablo Lagos Puccio	Director
Luis Horacio Rojas Mancilla	Director
Oscar Carlos Peluchonneau Contreras	Director
José Miguel Cruz González	Director
Magdalena María Frei Larraechea	Director

La administración de la compañía está conformada por las gerencias detalladas a continuación.

Nombre	Cargo
Marisa Etruria Kausel Contador	Gerente General
Luis Ricardo Galvez Iriarte	Gerente Contralor
Cecilia Araya Catalán	Gerente De Adm. Y Finanzas
Vicente Acuña Guimpert	Gerente Rancagua Xpress
Víctor Morales Vega	Gerente De Proyectos
Daniel Caro Henríquez	Gerente De Negocios De Carga
Jose Fernando Gonzalez Castillo	Gerente De Reestructuración Y Cambio
Darío Farren Spencer	Gerente De Planificación Y Estudios
Juan Pablo Lorenzini Paci	Fiscal
Matías Herrera Peters	Oficial De Cumplimiento
Maria Isabel Seoane Estevez	Gerencia De Comunicaciones Y Marketing
Enrique Julio Perez Cuevas	Gerente Negocios Inmobiliarios

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 Suburbano Concepción S.A. (Fesub)	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%

Descripción del negocio

EFE presta servicios de provisión de infraestructura para la operación de transporte de pasajeros y de 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.

Transporte de pasajeros

A la fecha, existen cuatro empresas filiales de pasajeros de **EFE**:

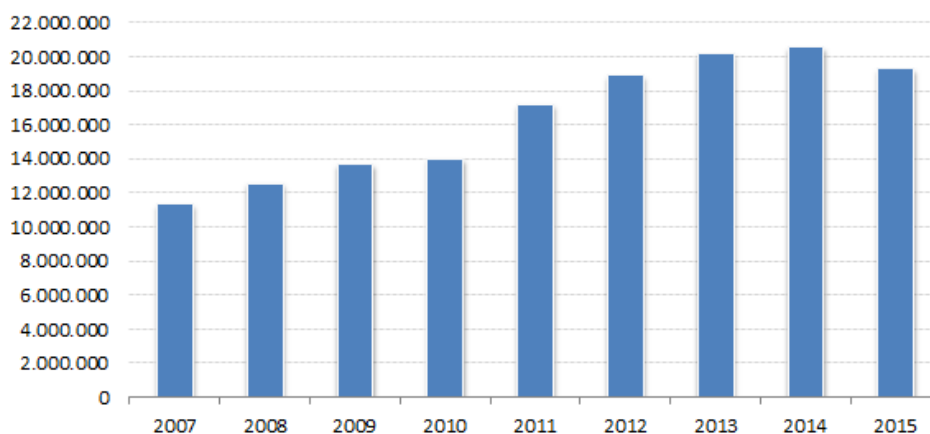
MERVAL

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.

Durante 2015, se incorporaron ocho nuevos trenes que permitirán reducir la frecuencia desde seis a tres minutos, aumentando en un 30% la capacidad de pasajeros por año.

La empresa transportó cerca de 19,3 millones de pasajeros en 2015. Entre 2007 y 2015 los usuarios transportados por el servicio han promediado una tasa de crecimiento anual igual a 7,1%, sin embargo en 2015 la cantidad de usuarios se redujo en 6,1% debido a los daños provocados por las marejadas en las costas de Valparaíso, durante el último semestre de ese año.

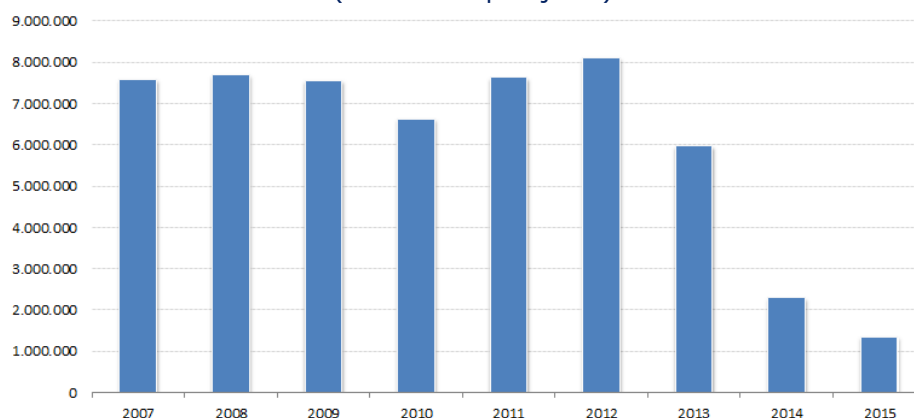
Ilustración 1
Evolución pasajeros transportados por Merval
(Número de pasajeros)



TRENES METROPOLITANOS

La empresa Trenes Metropolitanos es la empresa operadora de los servicios Metrotren, Terrasur y Buscarril (Talca-Constitución), los cuales conectan la Región Metropolitana con la Región de O'Higgins, Maule y Bio-Bio. Durante 2015, movilizó a 1,4 millones de pasajeros, un 40,8% menos que en 2014. Lo que se debe a que a comienzos del segundo trimestre de 2013, se puso en marcha la construcción de las obras para el proyecto Rancagua Express el que ha mermado el número de pasajeros transportados por estas vías, producto de la menor disponibilidad de las mismas.

Ilustración 2
Evolución pasajeros transportados por Trenes Metropolitanos
(Número de pasajeros)

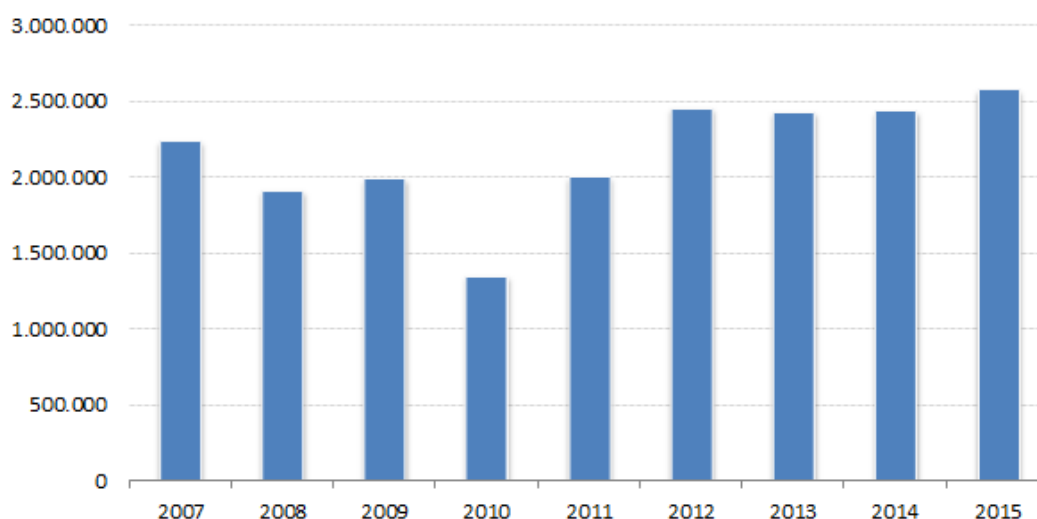


FESUB

La empresa Fesub 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 un tren de servicio local. Entre las ciudades de Victoria, Temuco e intermedias, se presta el servicio de trenes que busca satisfacer el requerimiento de transporte de pasajeros.

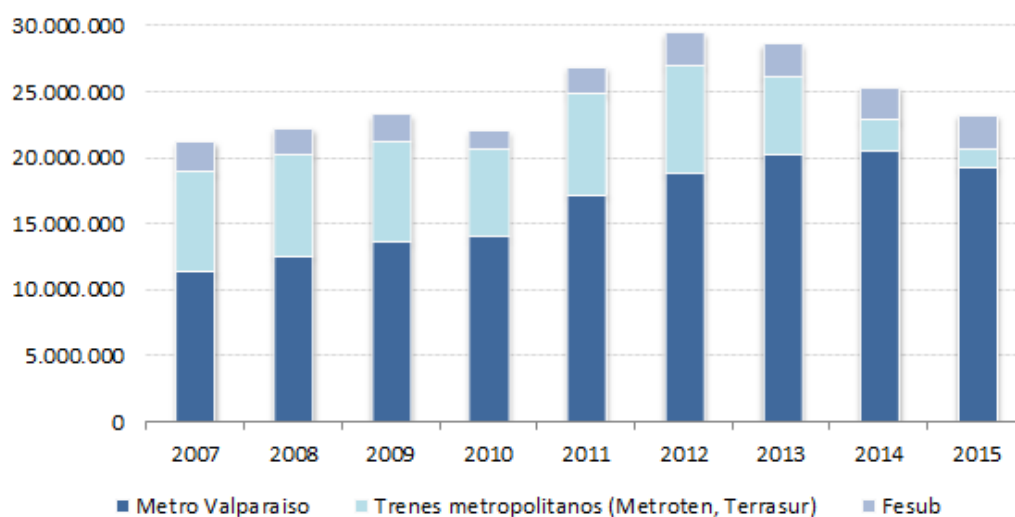
Durante 2015, transportó a 2,6 millones de pasajeros un 5,7% superior a las personas transportadas en 2014.

Ilustración 3
Evolución pasajeros transportados por FESUB
(Número de pasajeros)



En términos consolidados, la empresa transportó 23,3 millones de pasajeros a diciembre de 2015 y, entre 2007 y 2015, ha presentado tasas de crecimiento anual iguales a 1,7%. 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. Mientras que a contar de 2013 y hasta 2015, a raíz del proyecto "Rancagua Express" las personas transportadas cayeron en casi un 21,1%.

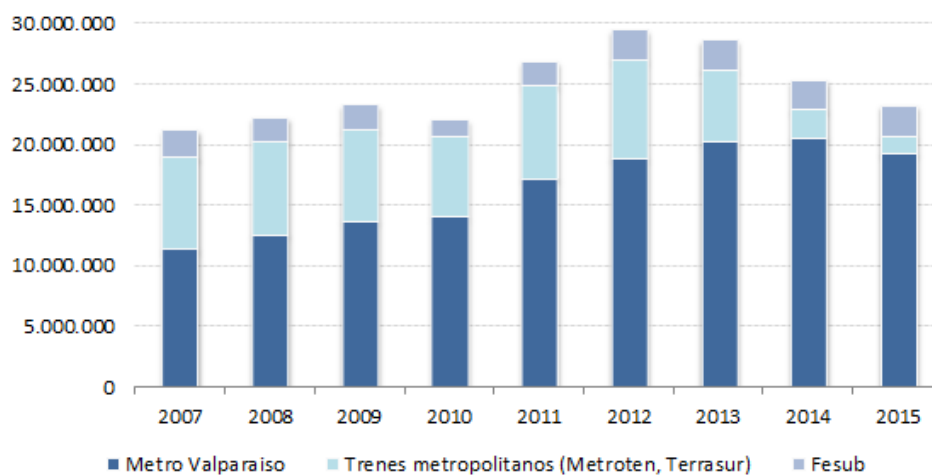
Ilustración 4
Evolución pasajeros transportados por EFE
(Número de pasajeros)



La ruta más relevante en términos de pasajeros es Merval, este servicio históricamente ha concentrado más del 50% del total de pasajeros movilizados por **EFE**, cifra que a diciembre de 2015 llegó a 83,0%.

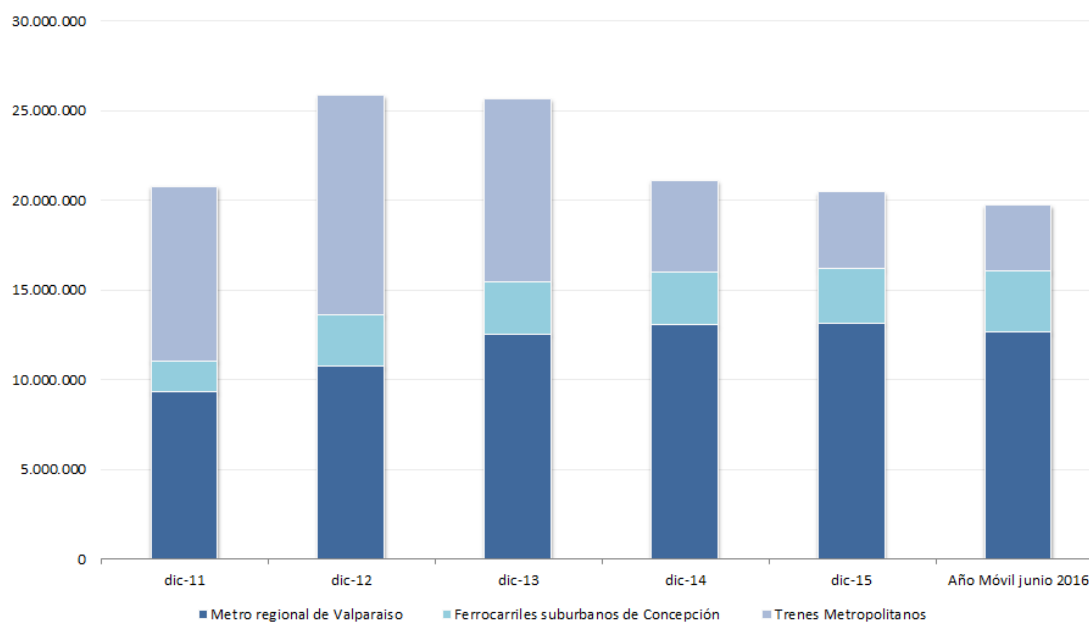
En importancia le sigue Trenes Metropolitanos, pero se ha visto afectada, como se ha mencionado anteriormente, por el proyecto Rancagua Express.

Ilustración 5
Participación por servicio
(Número de pasajeros)



Entre 2011 y el año móvil finalizado en junio de 2016, los ingresos generados por el transporte de pasajeros han promediado \$21.055 millones, de ellos el 54,2% provienen de la filial Merval, mientras que el 32,9% de Trens Metropolitanos y el 12,8% de FESUB.

Ilustración 6
Evolución de los ingresos por pasajeros transportados
(Según servicio. En Miles de pesos)



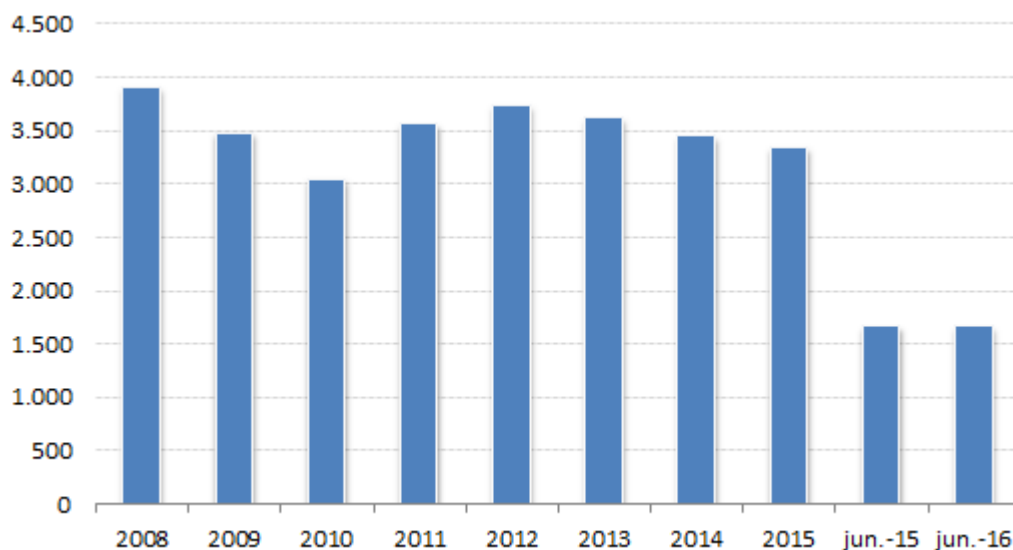
Transporte de carga

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 mantiene 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 2015, a través de la red ferroviaria se transportaron más de 3.348 millones de toneladas por kilómetro bruto³, incluyendo productos del área forestal, minera, industrial y agrícola, además de ofrecerse el servicio de contenedores y de bodegaje.

En los primeros seis meses de 2016, el 55,6% de la carga transportada correspondía al sector forestal, mientras que el 24,1% a minería y el 9,3% al sector industrial.

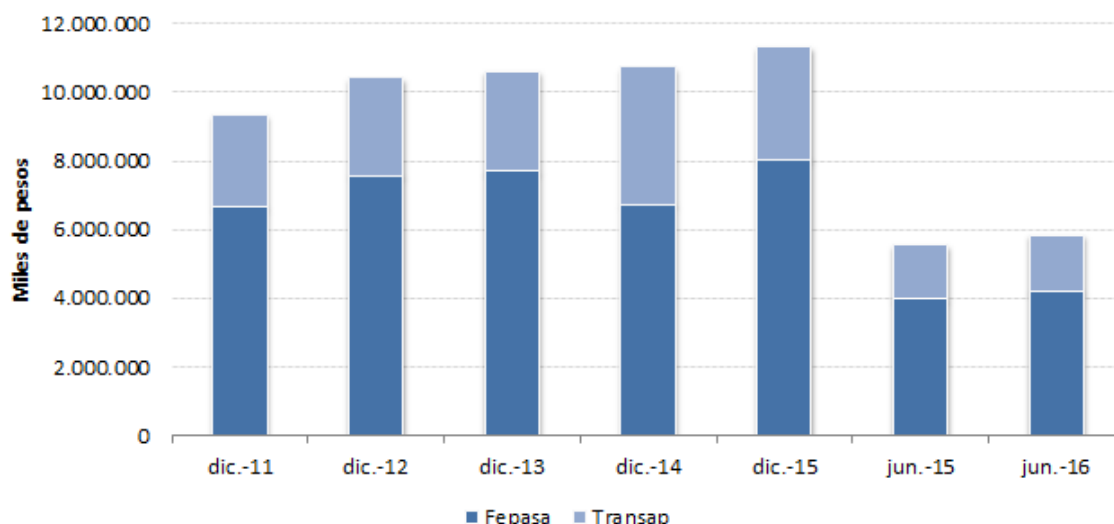
Ilustración 7
Evolución de la carga transportada
(Millones de Toneladas Kilómetro Brutas Completas (TKBC))



Los ingresos generados por EFE en este negocio provienen de tres fuentes: a) canon de acceso por el derecho de uso de las líneas férreas; 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. Cerca del 70% de los ingresos provienen de Fepasa, mientras que el resto del Transap.

³ Corresponde a las toneladas transportadas multiplicadas por kilómetros recorridos.

Ilustración 8
Evolución de los ingresos según porteador
(Miles de pesos)



Trenes turísticos

Los trenes turísticos corresponden a proyectos presentados por privados, adjudicándose mediante licitaciones los contratos de acceso de largo plazo a las vías.

Actualmente la empresa se encuentra promoviendo, respaldado con proyectos privados, el desarrollo de trenes turísticos en la zona del Lago Llanquihue y un servicio de largo recorrido entre las ciudades de Valparaíso y Puerto Montt.

Clientes, carga y contratos

En el contexto de su nuevo modelo de negocios, los principales clientes de la empresa son los operadores de los negocios de carga y pasajeros: FEPASA y TRANSAP en el primer caso, y Merval, Metrotren, Terrasur y FESUB, 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 atravesos y paralelismos, y por concepto de 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 controlaría, 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.

Inversiones y presupuesto

El principal objetivo del programa de inversión de la empresa es desarrollar obras en infraestructura que permitan una mejor cobertura, capacidad y confiabilidad de los canales de circulación, mejorando la competitividad de los servicios de carga. Asimismo, el programa de inversión de **EFE** considera incentivar el aumento en el transporte de carga, duplicando los volúmenes actuales, junto con desarrollar nuevos proyectos de transporte de servicios de pasajero suburbano en la zona sur-poniente de la Región Metropolitana.

Durante agosto de 2014, el Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones (MTT) aprobó el plan trienal 2014-2016 de la empresa, por un total de US\$ 1.111 millones. De esta forma, US\$ 376,7 millones en 2015 y US\$ 418,8 millones en 2016.

Los recursos obtenidos por la empresa, se distribuirían de la siguiente forma:

- Continuidad y Seguridad Operacional, por US\$ 199,1 millones, que incluyen obras civiles en puentes, seguridad operacional y una optimización y control de la señalización.
- Productividad Operacional, por US\$ 140,2 millones.
- Aumento Transporte de Carga, por US\$ 375,8 millones.
- Aumento de Transporte de Pasajeros, por US\$ 395,9 millones.

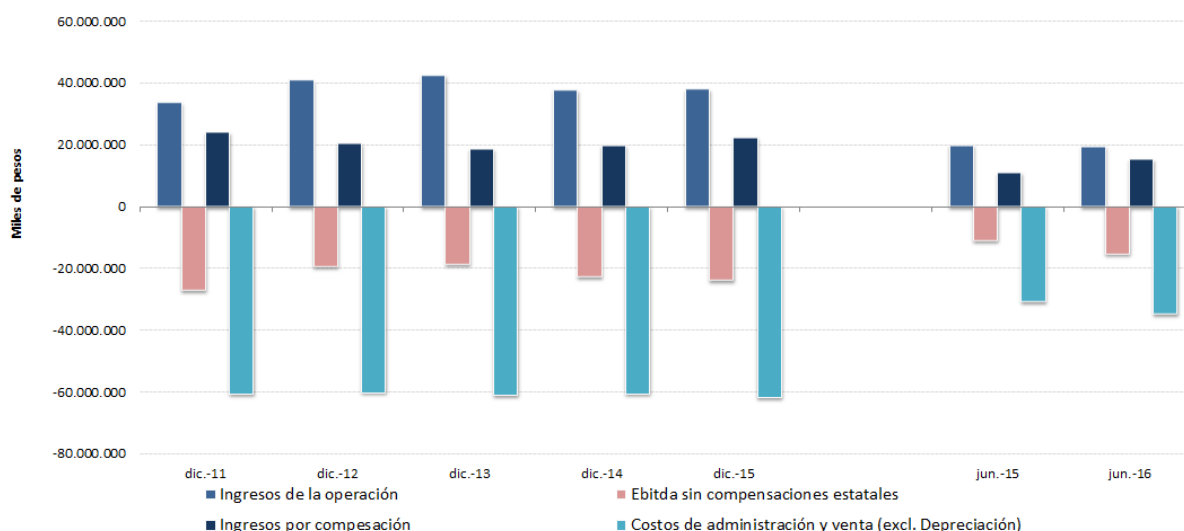
Actualmente, la compañía se encuentra trabajando en el plan trienal correspondiente al periodo comprendido entre 2017 y 2019.

Análisis financiero

Evolución de los ingresos, márgenes y EBITDA

Los ingresos de la compañía, excluyendo los ingresos por compensación⁴, presentan un crecimiento de 21,5% entre 2011 y 2012, explicado por un aumento de los pasajeros en general y un incremento en la tarifa de las cargas. Este aumento no es estable en tiempo, puesto que entre 2012 y 2013 su incremento fue de 4,1%, marcado por las obras de infraestructura del proyecto Rancagua Express que provocó que los ingresos por servicios de pasajeros, que representan cerca del 60% del total, disminuyeran a partir del segundo trimestre de 2013; en 2014 los ingresos operacionales disminuyeron un 11,0%, respecto a 2013, y en 2015, respecto de 2014, crecieron un 0,4%

Ilustración 9
Evolución de los ingresos de la operación, transferencias del Estado y EBITDA
(Miles de pesos)



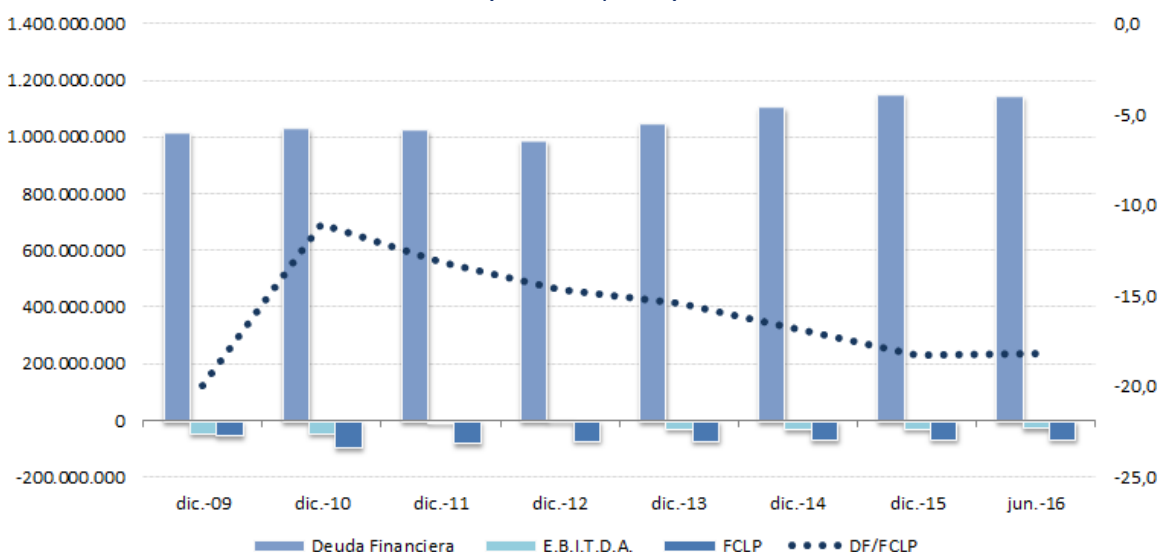
La compañía históricamente ha operado con resultados operacionales negativos, y, como consecuencia de esto, con valores de EBITDA inferiores a cero. Con todo, el aumento sostenido de los ingresos ha significado que los ingresos por compensación hayan disminuido entre 2011 y 2013, pasando de \$23.913 millones a \$18.632 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 anualmente en un 6,4% y en 2015 se incrementan en un 13,1%. Mientras que en los primeros seis meses de 2016, los aportes del Estado crecieron un 39,3%, respecto del mismo periodo de 2015.

⁴ Estos ingresos corresponden a transferencias del Estado que compensan los EBITDA negativos.

Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez⁵

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 millones⁶), a diciembre de 2014 llegó a \$1.047.678 millones (US\$ 1.727 millones⁷), mientras que a 2015 fue de \$1.133.775 millones (US\$ 1.597 millones⁸) y a junio de \$1.144.258 millones (US\$ 1.730 millones⁹). Principalmente, la compañía ha tomado un mayor nivel de endeudamiento financiero 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, asimismo para financiar el proyecto Rancagua Express la compañía emitió, en junio de 2015, el bono serie AB por un monto igual UF 3.000.000.

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



Tal como se mencionó anteriormente, la deuda financiera al 30 de junio de 2016 asciende a \$ 1.144.258 millones, de los cuales un 92,3% corresponde a bonos, todos con garantía estatal.

Cabe señalar que la compañía está inscribiendo una nueva línea de bonos para emitir una cantidad por hasta UF 2.850.000, cuyos fondos se destinarían, en su totalidad, al financiamiento de proyecto Rancagua Express, el plazo máximo de colocación es el 31 de marzo de 2017. Dado lo anterior, si la emisión se realiza por el límite máximo, la deuda financiera se incrementaría en un 6,3%, respecto a la que exhibe a junio de 2016.

⁵ A continuación el análisis financiero de la compañía se presenta para el periodo comprendido entre 2011 y el año móvil finalizado a junio de 2014.

⁶ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2012: \$479,96/US\$.

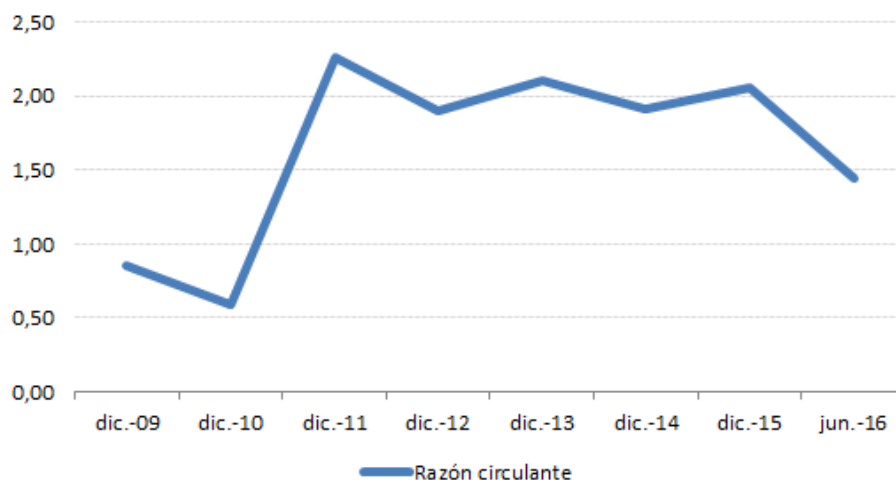
⁷ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2014: \$606,75/US\$.

⁸ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2015: \$710,16/US\$.

⁹ Tipo de cambio al 30 de junio de 2016: \$661,37/US\$.

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 2016 en 1,4 veces. Un 1,7% 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**.

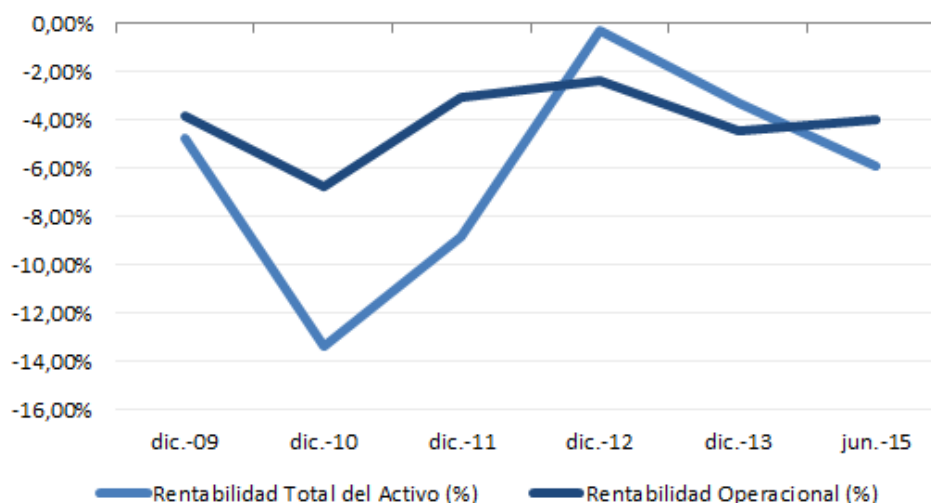
Ilustración 11
Evolución de la razón circulante
(Veces)



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.

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 F (BFCC-F)	670.000	2019
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	203
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

"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."