



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Empresa de los Ferrocarriles del Estado

Noviembre 2017

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 2017

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
Línea de bonos	Nº 852 de 04.01.2017
Bonos serie AC (BFFCC-AC)	Nº 852 de 09.01.2017

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$	2013	2014	2015	2016	jun-16	jun-17
Ingresos de Explotación	60.985.354	57.596.973	60.225.893	63.381.567	34.679.276	38.021.204
Ingresos por venta	42.353.266	37.778.993	37.813.604	40.648.996	19.484.595	21.320.714
Ingresos por compensaciones	18.632.088	19.817.980	22.412.289	22.732.571	15.194.681	19.095.784
Costo de Ventas	-69.432.768	-67.106.452	-66.485.590	-70.415.296	-35.885.543	-39.169.599
Margen bruto	-8.447.414	-9.509.479	-6.259.697	-7.033.729	-1.206.267	-1.148.395
Total Gastos de Administración	-14.741.343	-16.234.162	-18.297.386	-21.161.067	-9.732.130	-9.809.719
Resultado Operacional	-23.188.757	-25.743.641	-24.557.083	-28.194.796	-10.938.397	10.958.114
Gastos Financieros	-37.633.007	-42.228.895	-46.009.704	-48.587.570	-23.936.444	-25.402.719
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	-34.737.463	-83.999.275	-70.896.188	-61.228.195	-28.513.011	-23.458.997
EBITDA sin compensaciones	-18.632.088	-22.658.176	-23.885.906	-28.603.971	-15.194.681	-19.180.718
EBITDA con compensaciones	0	-2.840.196	-1.473.616	-5.871.401	0	-686.398

Balance general consolidado IFRS					
M\$	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	30-jun-17
Activos corrientes	266.546.093	286.616.821	230.989.410	162.825.987	179.103.693
Activos no corrientes	943.616.257	1.102.714.930	1.275.925.102	1.348.004.207	1.362.491.906
Total Activos	1.210.162.350	1.389.331.751	1.506.914.512	1.510.830.194	1.541.595.599
Pasivos corrientes	126.476.223	150.190.218	112.309.467	92.977.724	93.205.643
Pasivos no corrientes	1.132.169.914	1.334.721.163	1.534.304.124	1.605.097.349	1.659.093.840
Total Pasivos	1.258.646.137	1.484.911.381	1.646.613.591	1.698.075.073	1.752.299.483
Patrimonio	-48.483.787	-95.579.630	-139.699.079	-187.244.879	-210.703.890
Total Pasivos y Patrimonio	1.210.162.350	1.389.331.751	1.506.914.512	1.510.830.194	1.541.595.599
Deuda Financiera	942.464.430	1.047.687.118	1.133.775.433	1.146.056.717	1.244.033.153

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 Nº 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 2016, la empresa generó ingresos por US\$ 94,7 millones¹. De ellos, US\$ 60,7 millones se originan por ingresos por venta y US\$ 34,0 millones por compensaciones estatales que permiten cubrir gastos operacionales. Sin considerar estas compensaciones, la compañía habría alcanzado un EBITDA negativo por US\$ 42,7 millones, cifra que es compensada en gran parte con las transferencias estatales; de este modo, la empresa termina con un EBITDA negativo de US\$ 8,8 millones. A junio de 2017, los pasivos financieros alcanzaban a US\$ 1.873 millones², lo que representa un incremento de 8,5%, respecto de diciembre de 2016.

El volumen de pasajeros transportados durante 2016, a través de las filiales, se ubicó en 24,6 millones, en tanto que la carga transportada en las vías administradas por **EFE** en igual periodo fue de 3.246 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 31/12/2016: \$669,47/US\$.

² Tipo de cambio al 30/06/2017: \$664,29/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 2016

En 2016, los ingresos de explotación, antes de las compensaciones fiscales, llegaron a \$40.689 millones, mostrando un avance de 7,5% en relación a 2015, debido en gran parte a mayores ingresos por venta de pasajes e ingresos inmobiliarios. Los ingresos de pasajeros exhibieron una mejora del 5% producto de la entrada en operación de la extensión a Coronel del servicio Biotren.

Los costos de venta del año, antes de depreciación, tuvieron un aumento de 5,9%, llegando a \$48.664 millones; el ítem con mayor injerencia dentro de los costos de ventas fue personal, que representó un 34,9% y cuyo monto creció un 6,5% respecto de 2015.

Las transferencias fiscales contempladas para cubrir los gastos de mantenimiento alcanzaron los \$22.733 millones, lo que implicó un alza del 1,4%. Con todo lo anterior, el margen bruto de la compañía fue de -\$7.034 millones, aumentando las pérdidas en este ítem en un 12,4%. Los gastos de administración totalizaron \$21.161 millones, lo que implica un incremento de 15,7%.

Finalmente, el EBITDA de la compañía sin las compensaciones fiscales fue de -\$28.604 millones, es decir las pérdidas se profundizaron un 19,8% respecto de 2015. Mientras que las transferencias fiscales por mantenimiento lograron contrarrestar parcialmente estas pérdidas, con lo que el EBITDA finalizó en -\$5.871.401 millones.

La deuda financiera de la compañía llegó a los \$1.146.057 millones, lo que significó un crecimiento de 1,1% respecto de 2015. La gestión de la deuda se ha focalizado en disminuir la exposición al riesgo de monedas y reducir las tasas de interés como medida para rebajar los gastos financieros que cubre regularmente el Estado.

Resultados a junio de 2017

En los primeros seis meses de 2017, **EFE** obtuvo ingresos de explotación antes de compensación por \$21.321 millones, lo que implica un aumento de 9,4% respecto de igual período del año anterior, debido a la mayor cantidad de pasajeros transportados en la filial Tren Central y la incorporación de los servicios del Metrotren Nos. Adicionalmente, se obtuvieron mayores ingresos por el segmento inmobiliario de arriendos (comerciales, terrenos y habitacionales).

Los costos de ventas, sin contemplar gastos por depreciación ni amortización, crecieron un 16,8% respecto de junio de 2016.

Las compensaciones fiscales por gastos de mantenimiento fueron de \$19.096 millones. Incluyendo este ítem en los ingresos de la compañía, su margen bruto llega a -\$1.148 millones. Los gastos de administración y ventas aumentaron un 0,8% a \$9.810 millones.

El EBITDA de la compañía, sin considerar las transferencias estatales, fue de -\$19.181 millones, mientras que en los primeros seis meses de 2016 ascendió a -\$15.195 millones.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$1.244.033 millones lo que representa un alza de 8,5% respecto de 2016, con un patrimonio negativo por \$210.704 millones producto del aumento de las pérdidas acumuladas.

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 a la alza de 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

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.

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 con los aportes y subvenciones del Fisco.

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

Nombre	Cargo
Germán Correa Diaz	Presidente
David Enrique Guzmán Silva	Vicepresidente
Osvaldo Pablo Lagos Puccio	Director
Marcela Guzmán Salazar	Director
Oscar Carlos Peluchonneau Contreras	Director
Magdalena María Frei Larraechea	Director

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

Nombre	Cargo
Marisa Kausel Contador	Gerente General
Laura Valenzuela Bahamondes	Contralor
Cecilia Araya Catalán	Gerente De Adm. Y Finanzas
Vicente Acuña Guimpert	Gerente Rancagua Xpress
Víctor Morales Vega	Gerente De Proyectos
Ana María Núñez Coles	Gerente Legal (I)
Laura Valenzuela Bahamondes	Oficial de Cumplimiento (I)
Maria Isabel Seoane Estevez	Gerente de Asuntos Corporativos y Sostenibilidad
José Acuña Gutiérrez	Gerente de Control de Gestión y Riesgo
Pedro Zurita Celpa	Gerente de Ingeniería e Infraestructura

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 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

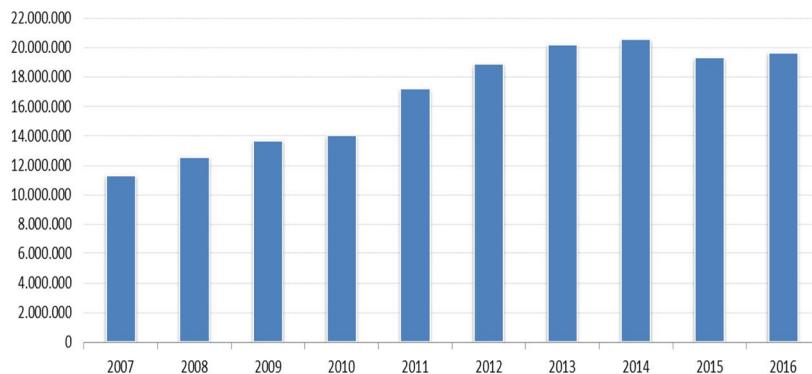
Metro Regional de Valparaíso S.A. es la empresa de transporte ferroviario de pasajeros de la Región de Valparaíso. Su servicio atiende las comunas de Valparaíso, Viña del Mar, Quilpué, Villa Alemana y Limache, a través de 45 kilómetros de vía férrea y veinte estaciones de metro.

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 19,7 millones de pasajeros en 2016. Entre 2007 y 2016, los usuarios transportados por el servicio han promediado una tasa de crecimiento anual igual a 6,6%, teniendo en cuenta que en 2015 la cantidad de usuarios se redujo en 6,1% debido a los daños provocados por las marejadas en las costas de Valparaíso.

Si bien durante 2016 se recuperó parcialmente el volumen de pasajeros, esta mejora ha sido más lenta respecto de lo proyectado debido a la caída de un rayo que quemó una subestación eléctrica que alimenta el servicio de trenes en el último trimestre del año (Ilustración 1).

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

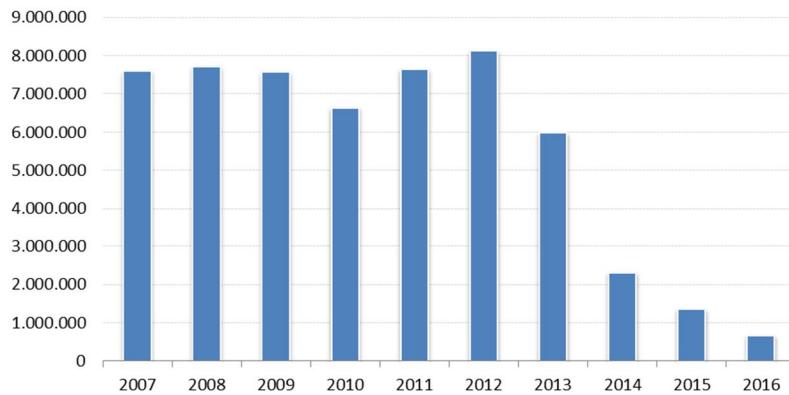


TRENES METROPOLITANOS

La empresa Trenes Metropolitanos es la empresa operadora de los servicios Metrotren, Terrasur y Buscarril (Talca-Constitución), los cuales conectan la Región Metropolitana con las regiones O'Higgins, Maule y Biobío. Durante 2016, movilizó a 664 mil pasajeros, un 51,3% menos que en 2015.

La caída señalada obedeció a que a inicios 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)



FESUR

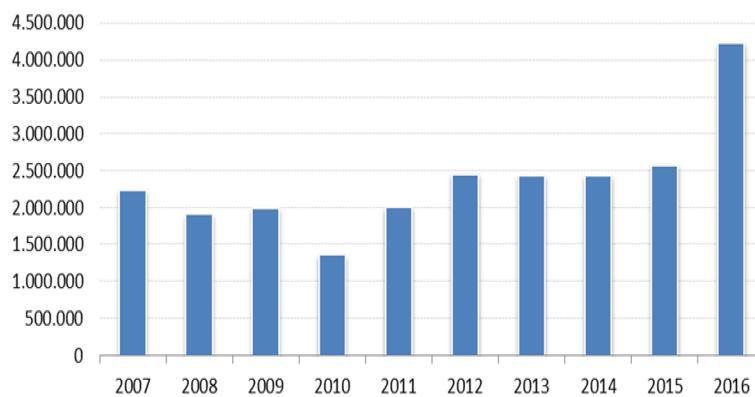
La empresa FESUR presta servicios en la Región del Biobío, conectando a Lomas Coloradas, Talcahuano, Hualqui y otras localidades con la ciudad de Concepción. Entre Talcahuano-Hualqui y entre Concepción-Lomas Coloradas entrega un servicio de tren metropolitano (Biotren), mientras que entre Talcahuano y Laja

funciona 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 2016, transportó a 4,2 millones de pasajeros un 64,1% superior a las personas transportadas en 2015. Lo anterior, debido al aumento de pasajeros exhibida por Biotren.

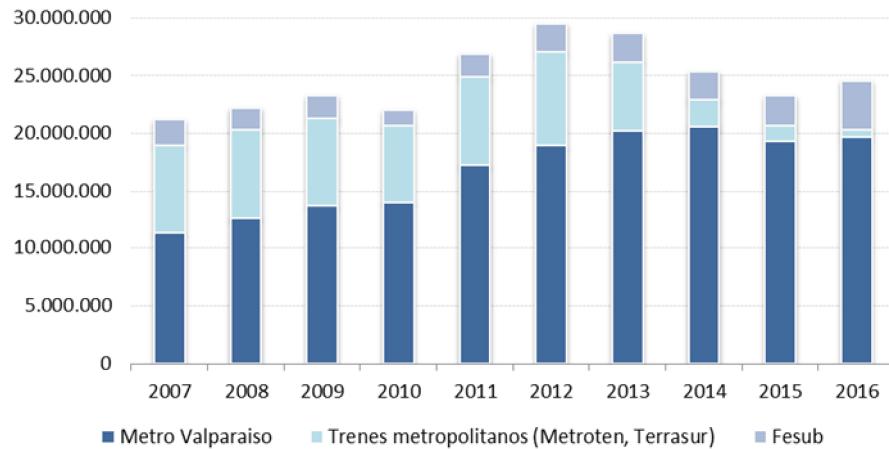
El Proyecto Extensión Biotrén a Coronel, desarrollado por FESUR, desde el 29 de febrero de 2016, une a través del tren, a Coronel con otras seis comunas del Gran Concepción: Talcahuano, Hualpén, Concepción, San Pedro, Chiguayante y Hualqui.

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



En términos consolidados, la empresa transportó 24,6 millones de pasajeros a diciembre de 2016 y, entre 2007 y 2016, ha presentado tasas de crecimiento promedio anual igual a 2,1%. 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 16,7%.

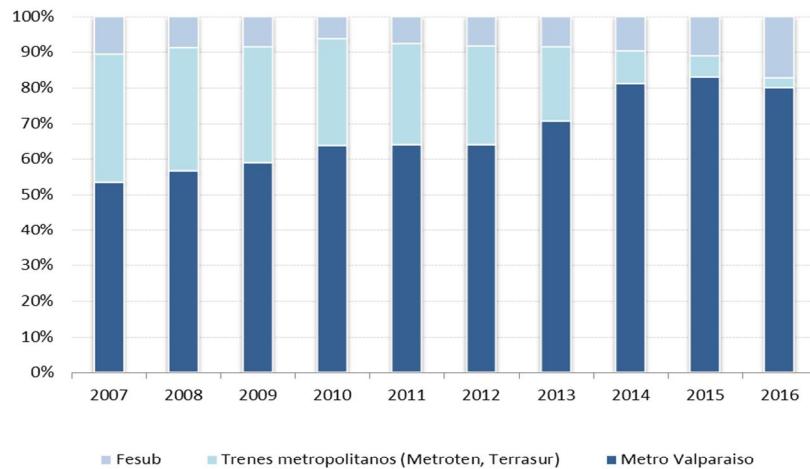
Ilustración 4
Evolución pasajeros transportados por EFE
(Número de pasajeros)



La ruta más relevante en términos de pasajeros es Merval, servicio que históricamente ha concentrado más del 50% del total de pasajeros movilizados por **EFE**, cifra que a diciembre de 2016 llegó a 80,1%.

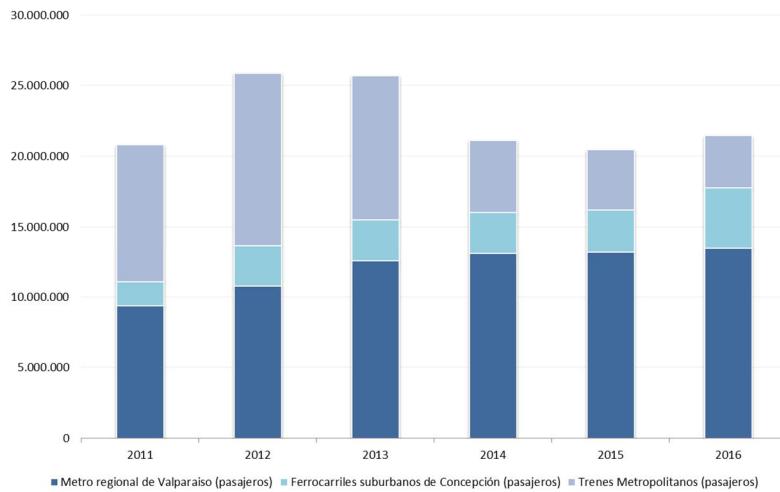
En importancia le sigue Trenes Metropolitanos, pero esta empresa se ha visto afectada por el proyecto Rancagua Express. Por su parte, FESUR se ha visto fortalecida por las nuevas conexiones en Concepción.

Ilustración 5
Participación por servicio
(Número de pasajeros)



Entre 2011 y el año móvil finalizado en junio de 2017, los ingresos generados por el transporte de pasajeros han promediado \$22.687 millones. A junio de 2017, el 54,0% de estos ingresos proviene de la filial Merval, el 34,2% de Trenes Metropolitanos y el 11,8% de FESUR.

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



Transporte de carga

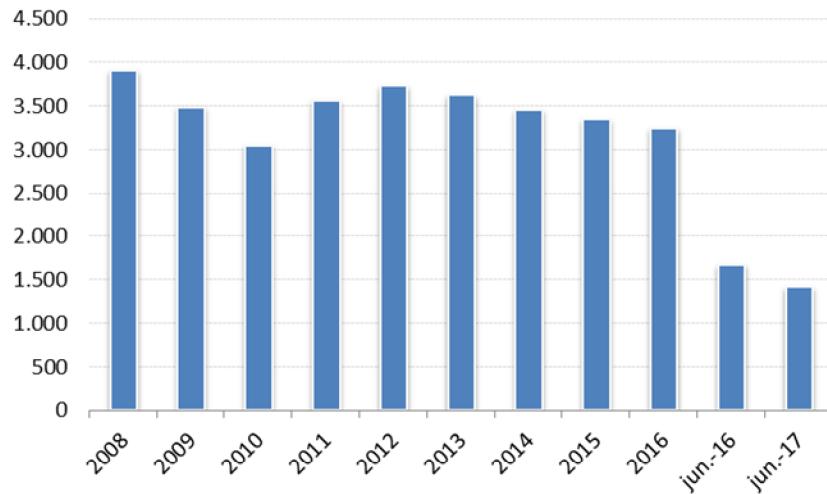
La empresa mantiene contratos de acceso con dos porteadores de carga: **FEPASA** (operando desde 1994) y **TRANSAP** (operando desde 2000), las que pagan a **EFE** por el uso de las vías. Estas empresas –no relacionadas con **EFE**– son las que mantienen la relación directa con los clientes generadores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

En 2016, a través de la red ferroviaria se transportaron más de 3.246 millones de toneladas por kilómetro bruto³, incluyendo productos del área forestal, minera, industrial y agrícola, además del servicio de contenedores y de bodegaje.

En los primeros seis meses de 2017, el 52,1% de la carga transportada correspondía al sector forestal, mientras que el 29,9% a minería y el 8,8% al sector industrial.

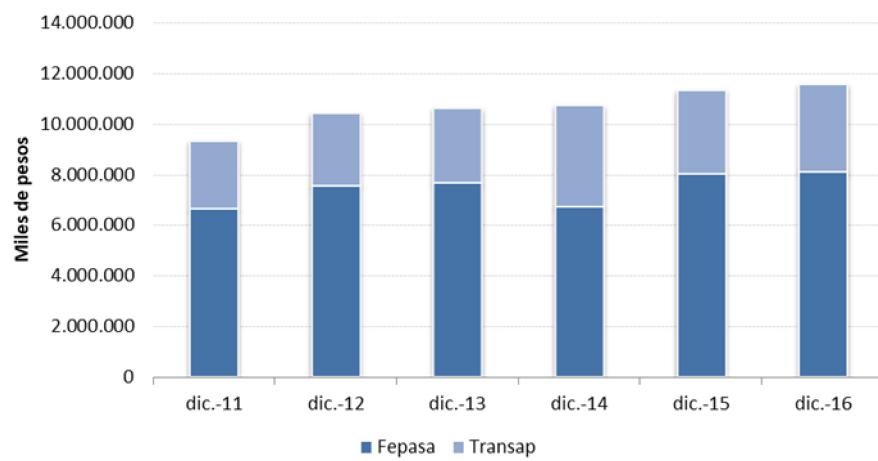
³ Corresponde a las toneladas transportadas multiplicadas por kilómetros recorridos.

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.

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



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

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.

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 septiembre de 2017, el Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones (MTT) aprobó el plan trienal 2017-2019 de la empresa, por un total de US\$ 555,7 millones.

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

- Continuidad Operacional Crítica, por US\$ 176,7 millones.
- Seguridad y Continuidad Operacional, por US\$173,6.
- Productividad Operacional, por US\$ 18,4 millones.
- Aumento Transporte de Carga, por US\$ 161,9 millones.
- Aumento de Transporte de Pasajeros, por US\$ 25,1 millones.

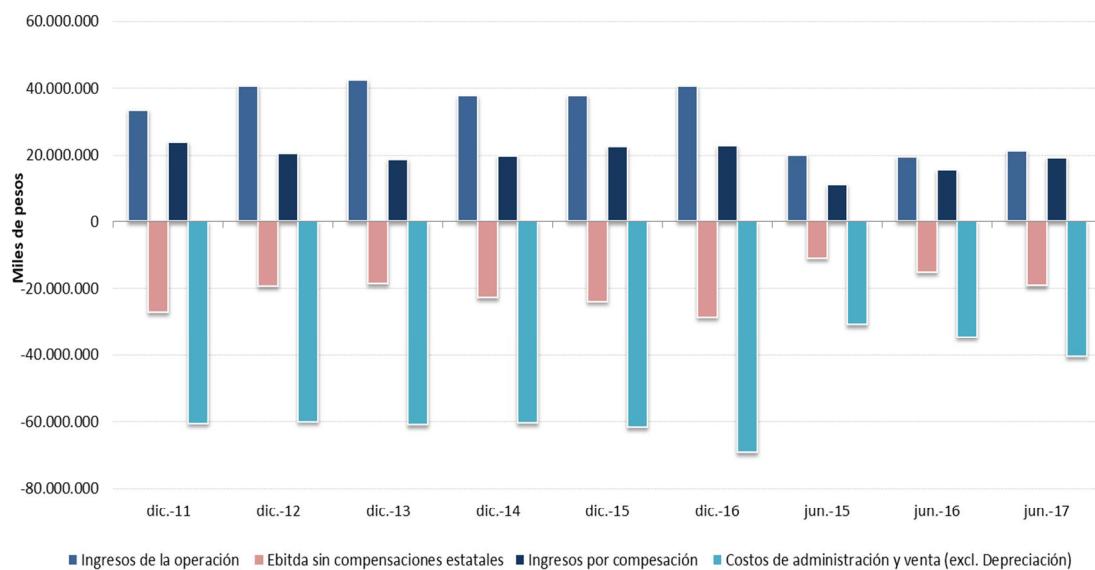
Análisis financiero

Evolución de los ingresos, márgenes y EBITDA

Los ingresos de la compañía, excluyendo los por compensación⁴, presentan un crecimiento de 21,5% entre 2011 y 2012, debido a un aumento de los pasajeros en general y un incremento en la tarifa de las cargas. Esta alza no es estable en el tiempo, puesto que entre 2012 y 2013 el 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 de 2013, y en 2015 crecieron un 0,4% en comparación con 2014.

A partir de 2016, comienza a verse una mejora en los ingresos superior en un 7,5% respecto de lo alcanzando en 2015. Del mismo modo, a junio de 2017, se observa un crecimiento de 9,4% respecto del mismo periodo del año anterior. Estos crecimientos fueron impulsados por el Metrotren Nos y la conexión del tren de Coronel con seis comunas de Concepción, lo que ha aumentado considerablemente el número de pasajeros transportados.

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

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

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 suben un 13,1%.

A diciembre de 2016, el crecimiento de los ingresos por compensación fue de un 1,4%, cifra inferior a expansiones de años anteriores, debido a mejoras en los ingresos de la operación. Mientras que en los primeros seis meses de 2017, los aportes del Estado crecieron un 16,5%, respecto del mismo periodo de 2016.

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 diciembre de 2016 fue de 1.146.056 millones (US\$ 1.712 millones⁹). En tanto, a junio de 2017 fue de \$1.244.033 millones (US\$ 1.873 millones¹⁰).

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 y el proyecto Rancagua Express.

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\$.

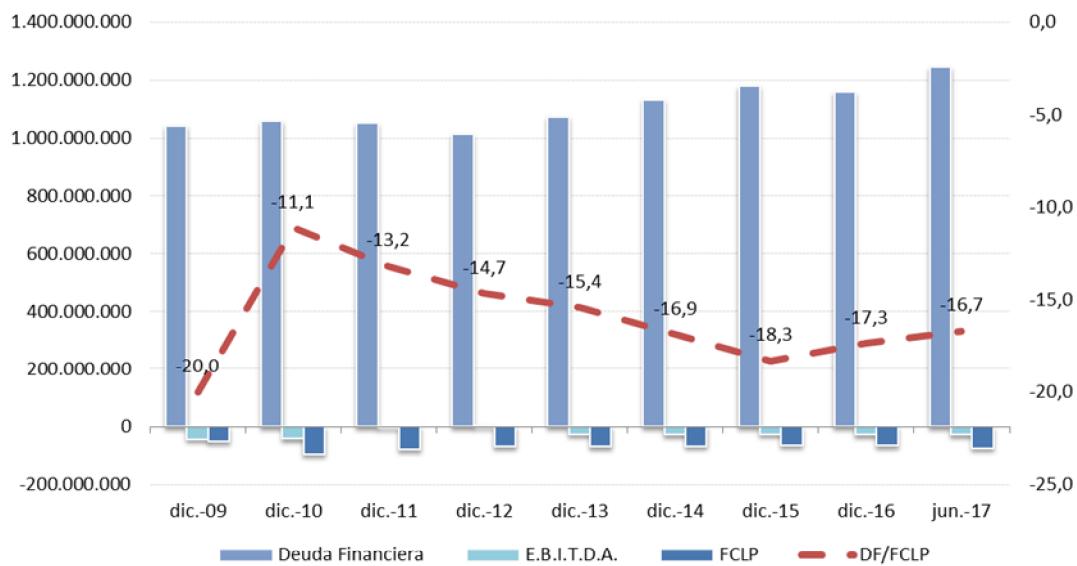
⁷ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2014: \$606,75/US\$.

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

⁹ Tipo de cambio al 31 de diciembre de 2016: \$ 669,47/US\$.

¹⁰ Tipo de cambio al 30 de junio de 2017: \$664,24/US\$.

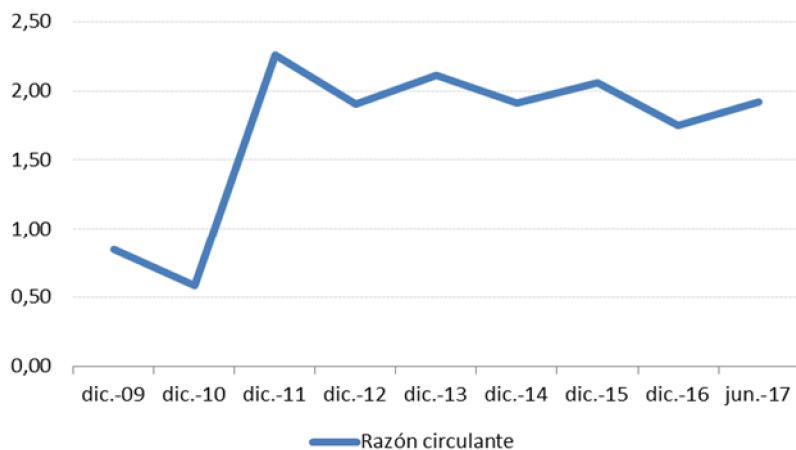
Ilustración 10
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (Miles de pesos)



Tal como se mencionó anteriormente, la deuda financiera al 30 de junio de 2017 asciende a \$ 1.244.033 millones, de los cuales un 93,5% 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 2017 en 1,9 veces. Un 0,36% 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**.

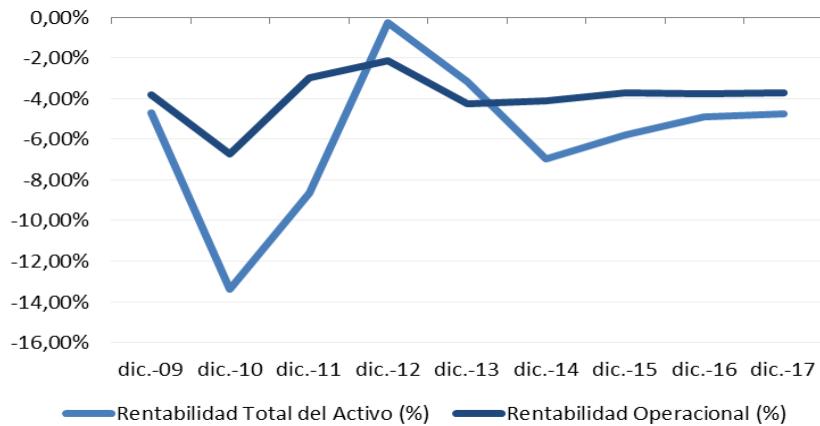
Ilustración 51
Evolución de la razón circulante
 (Veces)



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 62
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 (BFFCC-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	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 AC (BFCC-AC)	2.850.000	2046

"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."