

## Ratings

Maricela Plaza  
Subgerente Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

Fernando Villa  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

Francisco Loyola  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Bonos (en proceso de inscripción)	AAA	Primera clasificación (Nuevo instrumento)	Estable	Primera clasificación (Nuevo instrumento)	Metodología general de clasificación de empresas

## Fundamentos de Clasificación

La clasificación asignada a la nueva línea de bonos y a la serie AD (ambas en proceso de inscripción), se fundamenta en la garantía explícita del Estado de Chile con que cuentan estos instrumentos, de acuerdo a lo establecido en el contrato de emisión y en lo que establecerá el decreto supremo emitido por el Presidente de la República.

Lo anterior implica que el Estado de Chile, a través de la Tesorería General de la República, se obliga a pagar de forma irrevocable e incondicional (cuando lo requiera el representante de los tenedores de bonos), el capital, reajustes e intereses, incluidos intereses moratorios que deba pagar el emisor, por lo cual, el servicio de los bonos no es dependiente de los flujos de caja que genere EFE.

Respecto a esto último, aun cuando ICR evalúa el negocio que desarrolla EMPRESA DE LOS FERROCARRILES DEL ESTADO (EFE) y su situación financiera correspondiente, su solvencia no es directamente aplicable a los instrumentos de deuda, los cuales, al contar con garantía

explícita del Estado de Chile, adoptan la clasificación de su aval, quedando clasificados, por tanto, en categoría AAA.

Con todo, ICR destaca la trayectoria con que cuenta esta empresa (más de 130 años operando) en conjunto con su amplia cobertura geográfica y el alcance de sus servicios. Contrarresta parcialmente estas fortalezas, el grado de competencia con que cuenta EFE y los riesgos asociados a desastres naturales, de infraestructura y de demanda, todos influyendo en la eventual necesidad de mayor Capex.

Respecto a la operación, esta compañía consistentemente genera EBITDA negativo, razón por la cual sus déficits deben ser cubiertos por su controlador mediante compensaciones económicas y mediante la garantía de sus obligaciones financieras para permitir el cumplimiento de su plan de inversiones.

## Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar aquellos riesgos a los que está expuesta la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

### EXPERIENCIA Y DIVERSIFICACIÓN

La empresa es controlada en su totalidad por el Estado de Chile y posee más de 130 años de trayectoria en la industria ferroviaria, abarcando gran parte del territorio nacional, a través de una red ferroviaria de 2.300 kilómetros.

Adicionalmente, la compañía cuenta con un adecuado grado de diversificación en sus áreas de negocio, que abarcan desde el transporte de pasajeros y carga hasta el negocio inmobiliario por medio de arriendos, paseo estación, atravesos y paralelismos.

### COMPETENCIA

EFE se define como un bien de uso público subsidiado por el Estado que, si bien compete con otros medios de transporte como buses interurbanos, camiones y autos particulares, su red de ferrocarriles tiene cobertura desde la primera hasta la décima regiones.

Los servicios de pasajeros se concentran desde la región Metropolitana hasta la región de Los Lagos, mientras que los trenes de carga operan en casi toda la red ferroviaria. Asimismo, cabe destacar el ferrocarril Arica - La Paz, con más de 110 años de historia, que hoy se encuentra operativo para el transporte de carga entre Arica y Visviri en sus 206 kilómetros de extensión.

### DESASTRES NATURALES Y DETERIORO DE INFRAESTRUCTURA

Las catástrofes naturales y la acción de terceros podrían afectar la infraestructura de la compañía y, por ende, el normal funcionamiento

de los servicios de transporte de pasajeros y de carga, afectando los ingresos de la matriz y sus filiales.

Para mitigar en parte lo anterior, la empresa cuenta con una política de seguros orientada a cubrir daños en su infraestructura. El deterioro de la infraestructura ha implicado elevadas inversiones para preservar

los activos de la empresa y mantener controlado el riesgo operacional de trenes, junto con mejorar la competitividad de los servicios de carga de pasajeros.

## DEMANDA

Los ingresos de la empresa presentan riesgo de volumen, por cuanto dependen de la afluencia de pasajeros y de los tonelajes de carga en los servicios de transporte, lo que se encuentra estrechamente correlacionado con la actividad económica, y particularmente con los sectores minería, forestal e industrial, para el caso del transporte de carga.

En opinión de ICR, aun cuando la demanda de la compañía disminuya significativamente de modo tal de afectar los ingresos y flujo de la compañía, la capacidad de pago de EFE no se vería alterada dadas las garantías explícitas con que cuentan los instrumentos de deuda de la empresa y las compensaciones entregadas por el Estado de Chile para cubrir su déficit operacional.

## Evaluación del Riesgo Financiero

### SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A septiembre de 2018, la compañía reportó ingresos de actividades ordinarias por \$65.716 millones, lo que representa un aumento de 14,56% respecto a los primeros nueve meses de 2017. El crecimiento anterior se explica por mayores ingresos en los segmentos de transporte de pasajeros (+40,03%), operadores de carga (+11,18%) e inmobiliarios y otros servicios (+19,68%), lo que fue parcialmente contrarrestado con un descenso en los ingresos por compensaciones asociadas a transferencias fiscales para cubrir costos operacionales (-7,10%).

Destaca dentro del período de comparación, el efecto positivo de las operaciones de los metrotrenes Nos y Rancagua en la generación de ingresos provenientes de la filial Tren Central, los que aumentaron 90,75% en comparación a septiembre de 2017, y representaron un 43,18% de los ingresos totales del segmento de transporte de pasajeros. Al cierre de septiembre de 2018, la filial Tren Central transportó un total de 14,9 millones de pasajeros, cifra 157% superior respecto a septiembre de 2017.

La filial Metro Valparaíso también presentó una mejora respecto a septiembre de 2017, con un incremento de 7% en el número de pasajeros transportados y un crecimiento de 19,01% en términos de ingresos. En conjunto al aumento en los pasajeros transportados, el reajuste tarifario también explicó la mayor generación de ingresos.

La filial Fesur, por su parte, aumentó sus ingresos 9,35% respecto a septiembre de 2017, principalmente por mayor actividad de Biotren, que conecta a Coronel con Talcahuano, Hualpén, Concepción, San Pedro, Chiguayante y Hualqui. El total de pasajeros de Fesur, en tanto, llegó a 4,2 millones a septiembre de 2018, cifra 20% superior a los pasajeros transportados durante los primeros nueve meses de 2017.

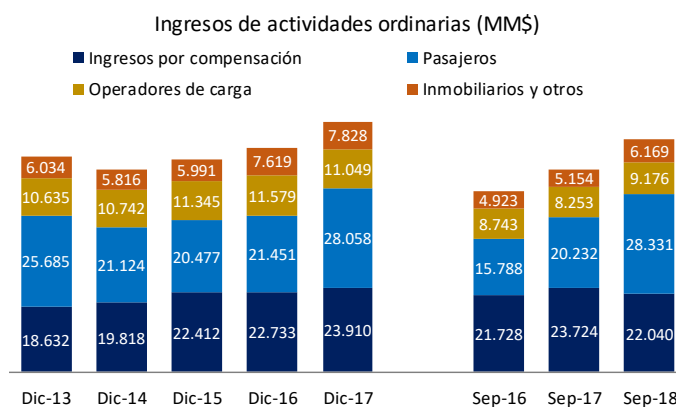


Gráfico 1: Evolución ingresos consolidados.  
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Al cierre de septiembre de 2018, la compañía redujo el déficit de EBITDA bruto<sup>1</sup> en \$6.161 millones respecto al mismo período de 2017, debido principalmente a que el efecto positivo del aumento en los ingresos mencionado, predominó por sobre el crecimiento en los costos de venta y administración.

Asimismo, la base de comparación incorporaba un deterioro relevante en términos de EBITDA explicado por el incremento significativo en gastos de mantenimiento de material rodante e infraestructura, asociado al inicio de operaciones de los metrotrenes Nos y Rancagua. Así, el EBITDA bruto de la empresa de los primeros nueve meses de 2018 fue -\$22.030 millones.

En línea con la mejora operacional anteriormente descrita, el margen EBITDA pasó desde -49,1% a septiembre de 2017 hasta -33,5% a septiembre de 2018.

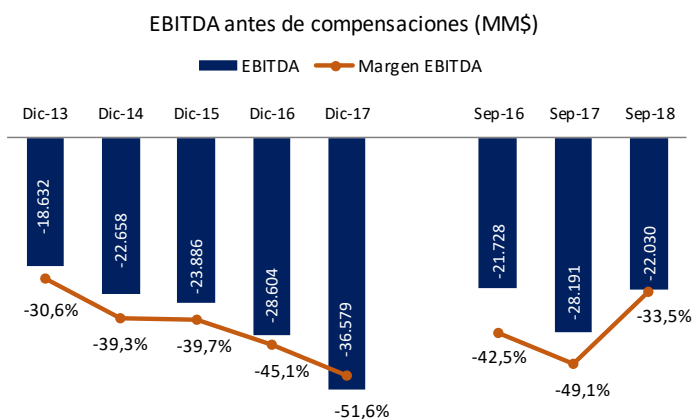


Gráfico 2: EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

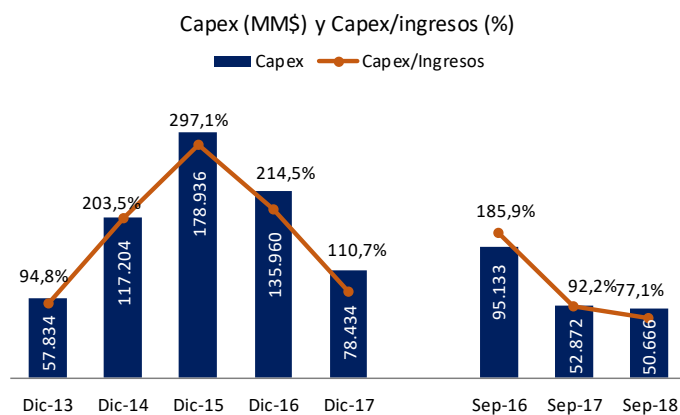


Gráfico 3: Evolución Capex y de su relación respecto a los ingresos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de inversiones, la compañía desembolsó un monto de \$50.666 millones en inversiones a septiembre de 2018, lo que representó un 77,1% de los ingresos del período, y una disminución de 4,17% respecto al Capex<sup>2</sup> a septiembre de 2017. El incremento en el Capex durante años anteriores considera el grueso de las inversiones en los servicios de metrotrenes Nos y Rancagua.

El actual plan trienal vigente de la empresa para los períodos 2017 a 2019, se concentra principalmente en mejoras de continuidad operacional crítica, seguridad y aumento en transporte de carga, según el siguiente detalle:

Plan trienal 2017-2019 (millones de dólares)				
Ámbito	2017	2018	2019	Total
Continuidad operacional crítica	37	92	47	177
Seguridad y continuidad operacional	56	67	50	174
Productividad operacional	5	10	3	18
Aumento transporte de carga	19	93	50	162
Aumento de transporte de pasajeros	23	2	1	25
<b>Total anual</b>	<b>141</b>	<b>264</b>	<b>151</b>	<b>556</b>

Financiamiento (millones de dólares)				
Fuente	2017	2018	2019	Total
Aporte fiscal	53	53	53	160
Bono mercado local	77	201	86	364
Recursos internos	10	10	12	32
<b>Total plan trienal 2017-2019</b>	<b>141</b>	<b>264</b>	<b>151</b>	<b>556</b>

Tabla 1: Plan trienal de inversiones y financiamiento.

(Fuente: Elaboración propia con información de la Memoria 2017)

## PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Al ser un servicio de uso público subsidiado por el Estado, y con déficit operacional y patrimonio negativo, los indicadores financieros normalmente utilizados para la clasificación de riesgo corporativa, no aplican para EFE, puesto que las emisiones de deuda pública de la empresa cuentan con garantía explícita del Estado de Chile.

Respecto a la deuda, a septiembre de 2018 EFE alcanzó una deuda financiera<sup>3</sup> de \$1.268.017 millones, lo que representa un aumento de 1,78% respecto a diciembre de 2017. El 5,7% de estas obligaciones se encuentra concentrada en el corto plazo y 94,3% en el largo plazo.

Por su parte, la deuda financiera neta<sup>4</sup> alcanzó \$1.179.861 millones a septiembre de 2018, lo que representa un aumento de 5,15% (+\$57.740 millones) respecto a diciembre de 2017.

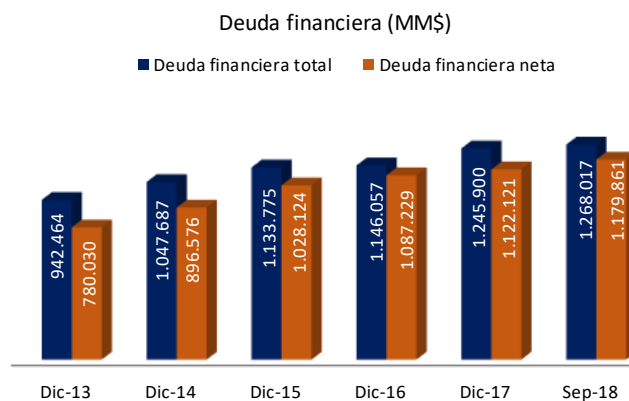


Gráfico 4: Deuda financiera y deuda financiera neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

## Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la [metodología general de clasificación de empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación del riesgo del negocio y;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la [metodología general de clasificación de empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del riesgo financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellas compañías cuya liquidez se encuentra ajustada.

Para el caso de EFE, la evaluación del riesgo del negocio y otros antecedentes detallados en [Reseña Anual de Clasificación \(diciembre de 2018\)](#), en conjunto con las características específicas de sus obligaciones (garantía explícita del Estado de Chile) indica que la clasificación de riesgo de los bonos se iguala al riesgo del aval, quedando, por tanto, clasificado en la categoría AAA.

## Instrumentos clasificados

### 1. Bonos

La empresa se encuentra en proceso de inscripción de una línea de bonos cuyas características se ajustan al resto de sus obligaciones con tenedores de bonos, esto es, garantía explícita otorgada por el Estado de Chile, razón por la cual, clasifica en categoría AAA.

Principales características del instrumento	
Instrumento	Línea de bonos
Monto	UF 3.600.000
Plazo	30 años
Rescate anticipado	No contempla
Garantías	Garantía del Estado de Chile otorgada a través de Garantía Soberana.
Uso de los fondos	Refinanciamiento de la deuda bancaria de corto plazo (previa autorización del Ministerio de Hacienda) y financiamiento de los proyectos estipulados en su plan trienal 2017-2019.

**Tabla 2:** Principales características de la línea de bonos en proceso de inscripción.  
(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión)

Lo anterior significa, por tanto, que la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, estipulan condiciones que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

En conjunto con esta nueva línea de bonos, la empresa se encuentra en proceso de inscripción de una nueva serie con cargo a esta línea, según el siguiente detalle:

Principales características del instrumento	
Instrumento	Serie de bonos AD
Monto	UF 3.600.000
Plazo de colocación	31 de mayo de 2019
Tasa de interés	2,65%
Rescate anticipado	No contempla

**Tabla 3:** Principales características de la serie AD en proceso de inscripción.  
(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión)

## Definición de Categorías

### BONOS

#### CATEGORÍA AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la mejor 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.

Fecha	HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN BONOS		
	Clasificación	Tendencia	Motivo
30-may-14	AAA	Estable	Reseña anual
15-may-15	AAA	Estable	Nuevo instrumento
29-may-15	AAA	Estable	Reseña anual
31-may-16	AAA	Estable	Reseña anual
01-dic-16	AAA	Estable	Nuevo instrumento
31-may-17	AAA	Estable	Reseña anual
31-may-18	AAA	Estable	Reseña anual
31-dic-18	AAA	Estable	Reseña anual
07-feb-19	AAA	Estable	Nuevo instrumento

## Anexo

## ESTADOS FINANCIEROS RESUMIDOS DE EFE (MM\$)

INDICADORES	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-17	Sep-18
Activos corrientes	286.617	230.989	162.826	230.608	142.699	129.022
Activos no corrientes	1.102.715	1.275.925	1.348.004	1.395.711	1.371.029	1.406.074
Activos totales	1.389.332	1.506.915	1.510.830	1.626.319	1.513.728	1.535.096
Efectivo y equivalentes	96.679	64.826	55.997	80.393	41.199	25.127
Otros activos financieros corrientes	54.432	40.825	2.831	43.387	48.557	63.029
Inventarios	103	279	118	173	199	210
Pasivos corrientes	150.190	112.309	92.978	101.921	92.506	102.214
Pasivos no corrientes	1.334.721	1.534.304	1.605.097	1.757.171	1.642.241	1.704.103
Pasivos totales	1.484.911	1.646.614	1.698.075	1.859.092	1.734.748	1.806.316
Deuda financiera corriente	36.371	19.866	16.146	20.983	17.684	23.004
Deuda financiera no corriente	1.011.317	1.113.910	1.129.910	1.224.917	1.225.556	1.245.013
Deuda financiera total	1.047.687	1.133.775	1.146.057	1.245.900	1.243.240	1.268.017
Deuda financiera neta	896.576	1.028.124	1.087.229	1.122.121	1.153.484	1.179.861
Patrimonio	-95.580	-139.699	-187.245	-232.773	-221.020	-271.220
Ingresos de explotación	57.597	60.226	63.382	70.845	57.363	65.716
Costos de explotación	67.106	66.486	70.415	80.489	58.766	62.258
Margen de explotación	-9.509	-6.260	-7.034	-9.644	-1.402	3.458
Resultado operacional	-25.744	-24.557	-28.195	-33.621	-20.077	-15.603
Ingresos financieros	638	2.208	261	1.905	1.571	471
Gastos financieros	42.229	46.010	48.588	51.361	38.646	37.419
Gastos financieros 12 meses	42.229	46.010	48.588	51.361	50.573	50.134
Gastos financieros netos	41.591	43.802	48.327	49.457	37.075	36.948
Gastos financieros netos 12 meses	41.591	43.802	48.327	49.457	48.987	49.330
Resultado del ejercicio	-81.913	-70.475	-59.801	-51.814	-33.360	-37.658
EBITDA bruto	-22.658	-23.886	-28.604	-36.579	-28.191	-22.030
Margen EBITDA bruto (%)	-39,3%	-39,7%	-45,1%	-51,6%	-49,1%	-33,5%
Capex	117.204	178.936	135.960	78.434	52.872	50.666

<sup>1</sup> Corresponde a EBITDA antes de compensaciones estatales (ver detalle de ingresos ordinarios en la nota N° 23 de estados financieros).

<sup>2</sup> Compras de propiedades, planta y equipo, según estados de flujos de efectivo.

<sup>3</sup> Deuda financiera = otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

<sup>4</sup> Deuda financiera neta = deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.