



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

carlos.ebersperger@humphreys.cl

Empresa de los Ferrocarriles del Estado

Noviembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AAA Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 septiembre 2011

Antecedentes de los instrumentos	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda
Bonos serie D1	Nº169 de 15.10.1993
Bonos serie F	Nº183 de 14.12.1994
Bonos serie G	Nº190 de 20.03.1996
Bonos serie H	Nº200 de 19.11.1997
Bonos serie I	Nº205 de 10.07.1998
Bonos serie J	Nº212 de 05.08.1999
Bonos serie K	Nº235 de 18.10.2000
Bonos serie L	Nº273 de 10.10.2001
Bonos serie M	Nº286 de 06.03.2002
Bonos serie N	Nº333 de 28.05.2003
Bonos serie O	Nº333 de 28.05.2003
Bonos serie P	Nº366 de 10.02.2004
Bonos serie Q	Nº366 de 10.02.2004
Bonos serie R	Nº406 de 21.02.2005
Bonos serie S	Nº433 de 24.08.2005
Bonos serie T	Nº459 de 23.03.2006

Estado de resultados consolidado IFRS				
M\$ corrientes	2009	2010	Ene-Sep 2010	Ene-Sep 2011
Ingresos de Explotación	29.766.512	26.526.453	19.502.612	24.832.914
Costo de Ventas	-70.640.321	-67.130.639	-49.345.025	-52.025.480
Total Gastos de Administración	-17.765.992	-17.757.584	-12.066.834	-11.527.383
Resultado Operacional	-58.639.801	-58.361.770	-41.909.247	-38.719.949
Gastos Financieros	-39.123.077	-41.596.551	-32.123.711	-32.110.558
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	-43.347.196	-115.686.592	-91.864.262	-66.715.454
EBITDA	-34.352.040	-33.890.070	-23.636.685	-19.219.786

Balance general consolidado IFRS				
M\$ corrientes	31-Dic-2009	31-Dic-2010	30-Sep-2010	30-Sep-2011
Activos corrientes	54.510.889	42.402.102	60.144.054	43.423.359
Activos no corrientes	870.991.328	850.100.098	875.601.905	854.677.396
Total Activos	925.502.217	892.502.200	935.745.959	898.100.755
Pasivos corrientes	64.166.352	71.832.850	82.953.214	83.959.876
Pasivos no corrientes	855.143.688	880.272.908	877.191.260	881.889.800
Total Pasivos	919.310.040	952.105.758	960.144.474	965.849.676
Patrimonio	6.192.177	-59.603.558	-24.398.515	-67.748.921
Total Pasivos y Patrimonio	925.502.217	892.502.200	935.745.959	898.100.755
Deuda Financiera	821.121.689	854.682.734	863.680.887	875.982.705

Estado de resultados consolidados PCGA					
M\$ septiembre 2011	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso operacional	43.567.872	40.715.282	41.145.327	33.190.865	31.947.394
Costo Explotación	-40.786.465	-64.554.815	-61.100.283	-64.981.526	-72.542.247
Gasto admin. y venta	-20.060.441	-15.336.598	-24.408.872	-20.672.169	-20.931.778
Resultado operacional	-17.279.034	-39.176.130	-44.363.828	-52.462.831	-61.526.631
Resultado no operacional	-13.021.921	-6.975.993	2.066.196	-40.016.667	71.952.283
Gasto por intereses	-29.031.720	-36.449.953	-41.083.280	-42.968.978	-44.106.638
Utilidad neta	-30.543.778	-46.156.375	-42.342.184	-92.400.987	10.464.013
EBITDA	-5.378.066	-20.179.696	-18.804.178	-36.728.056	-34.545.999

Balance general consolidado PCGA					
M\$ septiembre 2011	2005	2006	2007	2008	2009
Activo circulante	48.961.381	40.828.168	20.687.134	90.306.785	64.982.226
Activo fijo	750.945.670	867.684.157	894.176.928	898.952.037	877.318.670
Otros activos	115.372.593	88.606.610	65.082.327	41.282.719	41.602.305
Total activos	915.279.644	997.118.935	979.946.389	1.030.541.541	983.903.201
Pasivo circulante	74.661.437	69.931.557	104.918.034	62.730.476	83.870.266
Pasivo largo plazo	679.048.531	811.823.521	801.769.209	983.640.814	882.669.363
Total pasivos	753.709.968	881.755.078	906.687.243	1.046.371.291	966.539.629
Interés minoritario	2.776	4.625	326.054	298.811	309.358
Patrimonio	161.566.900	115.359.232	72.933.092	-16.128.560	17.054.214
Total pasivos	915.279.644	997.118.935	979.946.389	1.030.541.541	983.903.201
Deuda financiera	576.889.767	666.440.299	696.152.345	836.729.789	808.703.635

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 2010 la empresa generó ingresos por US\$ 56,7 millones y obtuvo un EBITDA negativo de US\$ 72,4 millones, mientras que los pasivos financieros alcanzaban a US\$ 1.679 millones a septiembre de 2011. El volumen de pasajeros transportados durante 2010 a través de filiales alcanza una cifra de 22 millones anuales, en tanto la carga transportada en las vías administradas por EFE en igual periodo alcanza a 9 millones de toneladas.

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 como *"Estable"*¹, 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.

Hechos Recientes

Resultados 2010

En 2010 los ingresos de explotación alcanzaron a \$ 26.526 millones, una caída de 10,9% en relación a 2009, lo que se debe a menores ingresos por servicio de transporte de pasajeros y negocio de carga, los que se vieron afectados por la paralización y suspensión temporal de los servicios de pasajeros y una disminución de la demanda de carga por parte de los porteadores, como consecuencia del terremoto del 27 de febrero de 2010.

Por su parte, los costos de explotación del año tuvieron una disminución de 5%, llegando a \$ 67.131 millones, lo que está explicado principalmente por menores costos de energía y combustible, y de mantenimiento e infraestructura.

Los gastos de administración y venta alcanzaron \$ 17.758 millones, prácticamente iguales a los \$17.766 de 2009. Con ello, en 2010 el resultado operacional fue negativo, alcanzando -\$ 58.362 millones (-\$ 58.640 millones en 2009). El EBITDA del año, derivado de lo anterior, fue también negativo: -\$ 33.890 millones (-\$ 34.352 millones en 2009).

En línea con lo anterior, la utilidad del ejercicio fue negativa, llegando a -\$ 115.687 millones (-\$ 43.347 millones en 2008), debido a menores utilidades por diferencia de cambio y unidades de reajustes, además de los daños ocasionados por el terremoto.

Resultados al tercer trimestre de 2011

En los primeros nueve meses de 2011, **EFE** obtuvo ingresos de explotación por \$ 24.833 millones, lo que implica un alza de 27,3% durante igual período del año anterior, explicada por un aumento en el segmento de pasajeros y operadores de carga, que aumentaron un 33% y 34% respectivamente, considerando que en el tercer trimestre de 2010 las vías se vieron afectadas por el terremoto de febrero de ese año.

Mientras, el costo de explotación del período pasó de \$ 49.345 millones en durante el tercer trimestre de 2010 a \$ 52.025 millones en igual lapso de 2011, alza atribuible principalmente a mantenimiento de infraestructura y a mayores costos por depreciación. Los gastos de administración, por su parte, disminuyeron un 4,5% hasta \$ 11.528 millones, principalmente por menores gastos en personal, seguros y consumos básicos. Como consecuencia, el resultado operacional fue de -\$ 38.720 millones, disminuyendo un 7,6% desde los -\$ 41.909 millones de 2010.

El EBITDA del período fue de -\$ 19.220 millones, lo que significa una disminución de 18,7% respecto a septiembre de 2010, debido principalmente al menor resultado operacional del último período. El resultado del ejercicio por su parte, tuvo un aumento de 27,4%, pasando desde una pérdida de \$ 91.864 millones, a una pérdida de \$ 66.715 millones, que se deben en su mayoría a mejores resultados por unidades de reajuste y

¹ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

otras ganancias. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio negativo de -\$ 67.749 millones, como consecuencia de las pérdidas que ha experimentado a lo largo del año.

Eventos Recientes

El 05 de mayo de 2011, la Sra. Ana Holuigue Barros renuncia al cargo de vicepresidenta del directorio, y continúa desempeñándose como directora de la empresa, siendo reemplazada por el director Joaquín Brahm Barril.

El 12 de mayo pasado, el consejo directivo del Sistema de Empresas Públicas (SEP), reemplazó a tres directores de la empresa, en las mismas condiciones en que se desempeñaba cada uno.

El día 29 de junio de 2011, el directorio de la empresa solicitó a los directorios de sus empresas filiales de pasajeros, Terra S.A. y Trenes Metropolitanos S.A., citen a sus juntas de accionistas, para autorizar la unión de ambos negocios, mediante una operación de compraventa de la totalidad de los activos de Terra S.A., por parte de Trenes Metropolitanos S.A.

El 25 de agosto de 2011, se produce la renuncia los directores Sergio Urzúa Soza, Anita Holuigue Barros, y Gonzalo Edwards Guzmán. Los dos últimos son reemplazados el día 13 de septiembre, por Rafael Aldunate Valdés, y Jorge Retamal Rubio.

El 16 de noviembre de 2011, se produce la renuncia de Francisco reyes Silva al directorio de la empresa, y al día siguiente, son designados Ignacio Bascuñán Ochagavía, y Jorge Alé Yara en el mismo cargo.

El primero de diciembre de 2011, el Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones aprueba el plan trienal de desarrollo de la empresa para el período 2011-2013.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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 mantener

un importante flujo de pasajeros y carga que le permita 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, puedan 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 éstos. 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

La Empresa de los Ferrocarriles del Estado (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 seis miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Víctor Toledo Sandoval	Presidente
Joaquín Brahm Barril	Vicepresidente
Rafael Aldunate Valdés	Director
José Luís Domínguez Covarrubias	Director
Francisco Reyes Silva	Director
Jorge Retamal Rubio	Director

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

Cargo	Nombre
Gerente general	Franco Facciolongo Forno
Fiscal	Sergio Ibarra Kannenglesser
Gerente de auditoría interna	Maritza Omonte Peñailillo
Gerente desarrollo de negocios	Darío Farren Spencer
Gerente control de gestión	José Gonzalez Castillo
Gerente de seguridad	Ricardo Álvarez Carvajal
Gerente de operaciones ferroviarias	Raúl Etcheverry Muñoz
Gerente de finanzas y administración	Cecilia Araya Catalán
Gerente de personas y servicios	Ricardo Nanjarí Román
Gerente de ingeniería y proyectos	Luis Vilches Figueroa

Filiales y coligadas

Sociedad	Porcentaje de Participación
Filiales	30-06-2011
Inmobiliaria Nueva Vía S.A.	99,9999%
Metro Regional de Valparaíso S.A (Merval)	99,9999%
Ferrocarriles Suburbano Concepción S.A. (Fesub)	99,9999%
Trenes Metropolitanos S.A.	99,9999%
Ferrocarril de Arica a La Paz S.A.	99,9999%
Servicio de Trenes Regionales Terra S.A.	99,9999%
Infraestructura y Tráfico Ferroviario S.A.	99,9999%
Coligadas	
Desarrollo Inmobiliario San Bernardo	35%
Inmobiliaria Paseo Estación S.A.	17%
Transporte Suburbano De Pasajeros	33,33%

Descripción del negocio

Luego de la reorganización de la estructura de la compañía, EFE presta de forma directa sólo 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.

Durante 2008 EFE terminó el proceso de traspaso a filiales del transporte de pasajeros, 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.

Con ello, ha pretendido definir una estrategia hacia su nuevo foco de negocios, la gestión de infraestructura ferroviaria y el tráfico asociado, desarrollando para esto contratos de acceso que garanticen el derecho de uso de vía y el desarrollo de negocios, 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 43 kilómetros de vía férrea y veinte estaciones de metro.

Transporte de Pasajeros Metro Regional de Valparaíso					
	2006	2007	2008	2009	2010
Total	7.983.918	11.351.899	12.586.719	13.711.190	14.034.000

TRENES METROPOLITANOS

La empresa Trenes Metropolitanos presta el servicio de transporte suburbano entre las ciudades de Santiago y San Fernando, más estaciones intermedias, a través del servicio conocido como Metrotren, que además posee conexiones con Metro de Santiago y Transantiago.

Transporte de Pasajeros Trenes Metropolitanos					
	2006	2007	2008	2009	2010
Total	7.464.412	7.008.315	7.177.173	6.882.622	6.091.534

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.

Transporte de Pasajeros Ferrocarriles Suburbanos de Concepción					
	2006	2007	2008	2009	2010
Total	2.352.069	2.241.872	1.912.988	1.993.931	1.351.544

TRENES REGIONALES

El servicio prestado por la empresa de Trenes Regionales (denominado TerraSur) transporta pasajeros entre las ciudades de Santiago y Chillán e intermedios, y continúa hacia el sur mediante un servicio de buses hasta Concepción, en coordinación con los itinerarios de tren.

Adicionalmente entrega servicios de transporte de pasajeros en buscarril entre Talca y Constitución, a sectores intermedios que no cuentan de otra modalidad de transporte.

Transporte de Pasajeros Ferrocarriles Trenes Regionales					
	2006	2007	2008	2009	2010
Total	597.347	585.077	529.125	684.650	545.632

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 –en la actualidad 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.

A través de la red ferroviaria se transportaron casi nueve millones de toneladas en 2010, incluyendo productos del área forestal, minera, industrial, agrícola, además de contenedores, además de ofrecerse el servicio de bodegaje.

Toneladas de carga transportadas					
	2006	2007	2008	2009	2010
Total Tons.	9.810.782	10.089.513	10.825.917	9.939.527	8.965.217

La empresa cuenta con contratos vigentes con TRANSAP hasta el año 2014 y hasta el 2024 con FEPASA.

Trenes turísticos

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

En la actualidad los trenes turísticos con ofertas regulares o de temporada son el Tren del Vino, en San Fernando, y el Tren de la Araucanía, en Temuco.

Actualmente la empresa se encuentra promoviendo, respaldado en 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 Telmex S.A. (en la actualidad Claro Chile), Autopista Los Andes S.A., Constructora Arauco-Trébol Ltda., Aguas Nuevo Sur del Maule S.A. y CGE por concepto de atravesos y paralelismos, y de otras compañías por concepto de otros servicios.

Los principales contratos de la compañía con terceros tienen relación en primer lugar con la provisión de servicios por parte de **EFE**: 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. Además, 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 portadores 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 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, apoyo y asesorías en los proyectos que deba realizar la filial, entre otros.

Vías

EFE cuenta con una red ferroviaria de 2.140 kilómetros aproximadamente que va entre las regiones de Valparaíso y Los Lagos.

A continuación se presenta un detalle de las diferentes vías y sus características.



Inversiones y presupuesto

El principal objetivo del programa de inversiones de la empresa es desarrollar inversiones 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 inversiones de **EFE** considera la integración de los servicios de pasajeros suburbanos con el transporte público en sus áreas de servicio, desarrollando adicionalmente un nuevo servicio suburbano para la Región Metropolitana.

Durante los primeros días de diciembre de 2011, el Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones (MTT) aprobó el plan trienal 2011-2013 de la empresa, por un total de US\$ 260 millones. De estos, US\$ 94,8 millones se completarán en 2011, US\$ 112,6 millones en 2012 y US\$ 52,5 en 2013.

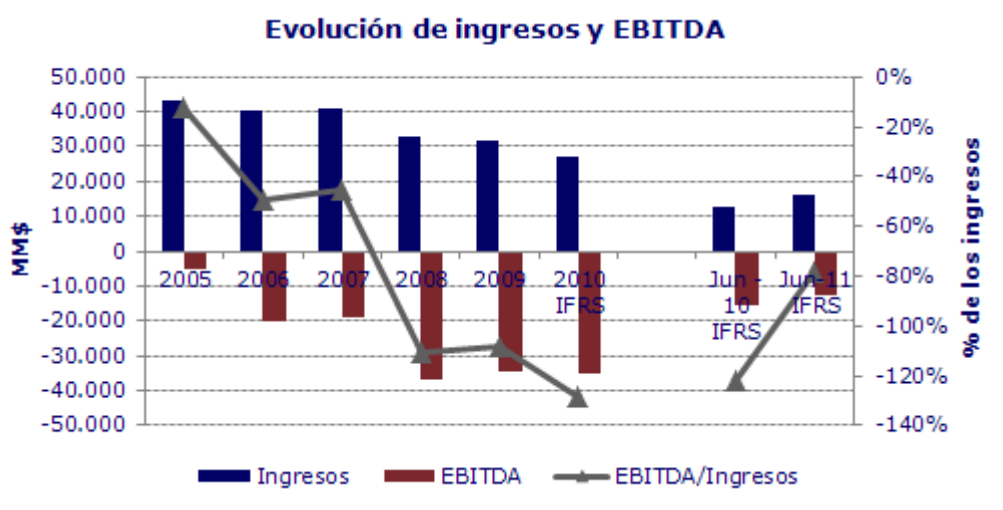
Los recursos obtenidos por la empresa, se distribuirán de la siguiente forma:

- Continuidad y Seguridad Operacional, por US\$ 152,2 millones, que incluye la mantención de las vías férreas, material rodante. Puentes y estaciones dedicadas al servicio de pasajeros.
- Mejoramiento Productividad Infraestructura, por US\$ 11,8 millones.
- Nueva Carga - Acceso a Grandes Centros Productivos, por US\$ 30 millones.
- Aumento de Transporte de Pasajeros, por US\$ 65,8 millones

A continuación se presentará un análisis financiero de la compañía para el periodo comprendido entre los años 2005 y 2010, además del período junio de 2010 y 2011.

Evolución de los ingresos, márgenes y EBITDA

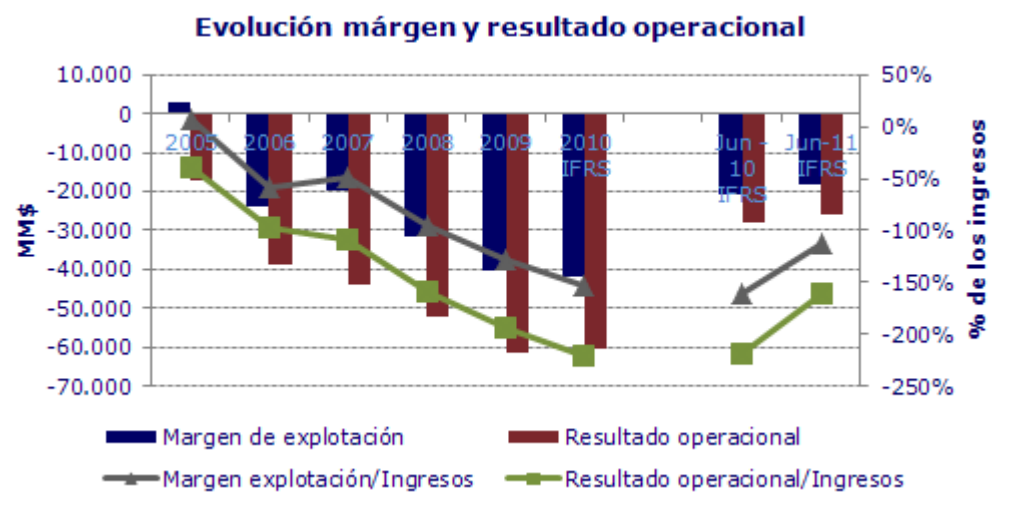
Los ingresos de la compañía presentaron un comportamiento decreciente desde 2007, con una disminución promedio de 12,3% en ese período, explicada por una disminución en las tarifas, que fue compensada en parte por el desarrollo del negocio de carga. En 2010, además hubo una disminución en el número de pasajeros transportados, y una disminución en la demanda de carga producto del terremoto de febrero de 2010, lo que provocó la paralización y suspensión temporal de los servicios.



La compañía históricamente ha operado con resultados operacionales negativos, y como consecuencia de esto, con valores de EBITDA inferiores a cero, lo que se profundizó en 2008. Esta situación, aunque siempre en el plano deficitario, se reversionó entre junio de 2010 y junio 2011, debido a que los ingresos de ese periodo aumentaron un 25% frente a un aumento de costos de sólo 2,4%.

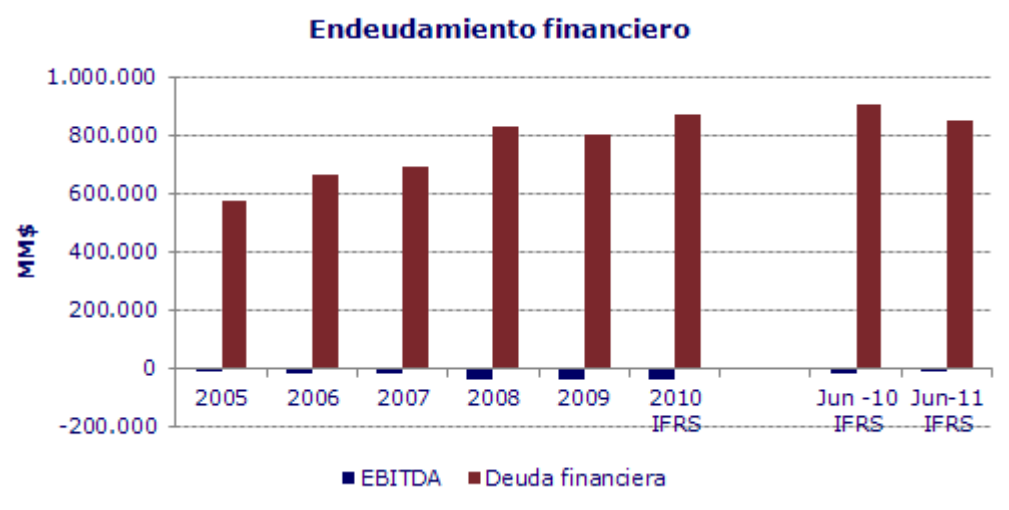
² Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: www.humphreys.cl

Las cifras que se presentan en el documento están corregidas por inflación y expresadas en moneda a junio de 2011. Los valores en dólares están expresados al tipo de cambio de cierre de cada período.

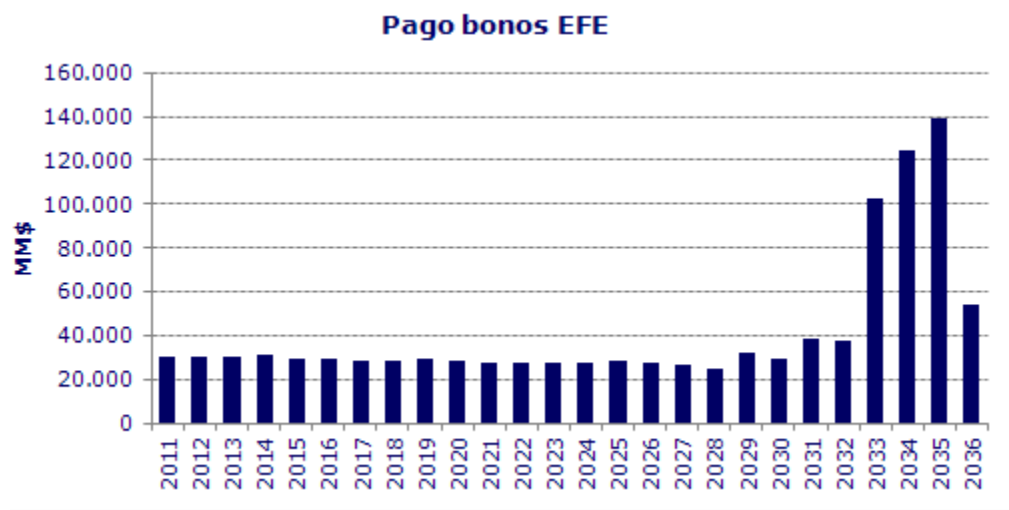


Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

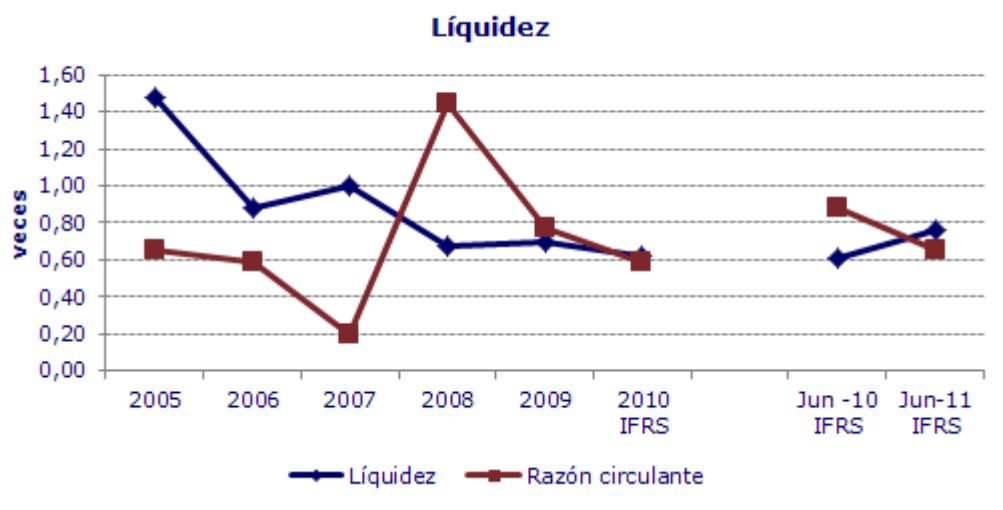
El endeudamiento financiero de la compañía creció sostenidamente hasta 2008, como consecuencia de tener que soportar de las pérdidas operacionales negativas y del plan trienal del período.



La deuda financiera al 30 junio de 2011 asciende a \$ 853.086 millones (US\$ 1.822 millones), de los cuales un 66% corresponde a bonos, todos con garantía estatal, con vencimientos entre los años 2014 y 2036.



En términos de liquidez³ la compañía ha presentado niveles de liquidez corriente variables durante todo el horizonte analizado, alcanzando a junio de 2011 un valor de 0,65 veces para la razón circulante. Un 5,5% de la deuda financiera registrada en los últimos estados financieros corresponde a obligaciones con vencimientos menores a un año. Con el objeto de cumplir con ellas, el Estado destina parte de su presupuesto anual a **EFE**.



Evolución de la rentabilidad

Como consecuencia de las pérdidas operacionales, la rentabilidad operacional⁴ ha sido negativa durante todo el periodo analizado. En tanto, en algunos periodos las pérdidas del ejercicio han provocado que el patrimonio haya sido negativo, lo que sumado al hecho que el resultado del ejercicio prácticamente siempre ha sido negativo, no permite calcular de forma razonable la rentabilidad del patrimonio, aunque este último hecho nos muestra que la empresa no ha aportado flujos a sus dueños (el Estado).

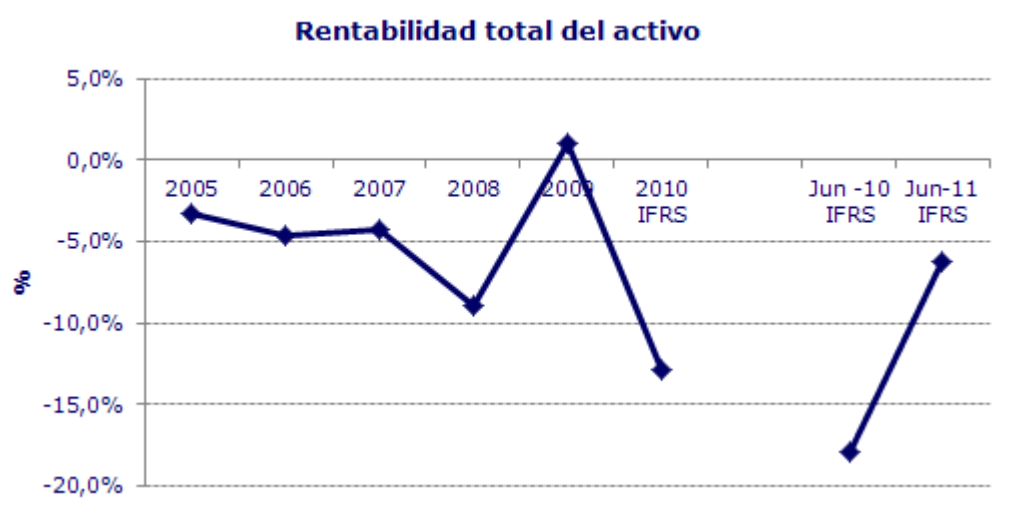
³ Liquidez = Ingresos por ventas. / (Costo de ventas – Depreciación)

Razón Circulante = Activo circulante / Pasivo circulante

⁴ Rentabilidad operacional = Resultado operacional / activos promedio



Respecto a la rentabilidad del activo⁵, la empresa ha mostrado pérdidas durante el período analizado, a excepción del año 2009, cuando obtuvo una utilidad de \$ 10.406 millones, que se debe al efecto positivo de las diferencias de cambio, y de aumentos de otros ingresos fuera de explotación, como aportes al plan trienal de **EFE**. Desde 2010, los resultados se ven influenciados por el cambio de normas contables a IFRS, lo que sumado a la disminución en la demanda por el terremoto de febrero de ese año, muestran un resultado del ejercicio más bajo. Las pérdidas del ejercicio del primer semestre de 2011 (- \$ 57.270 millones) fueron menores a las del primer semestre del año anterior (-\$ 120.710 millones) debido también al aumento de otros ingresos de explotación y diferencias de cambio, lo que hizo aumentar el índice hasta -6.2%.



⁵ Rentabilidad total del activo = Utilidad neta/activos promedio

Anexo1: Bonos vigentes

Todas las líneas vigentes cuentan con garantías del Estado de Chile.

	Monto Nominal Vigente (UF)	Vencimiento
Serie D1	262.500	01/08/2014
Serie F	474.583	01/10/2019
Serie G	989.091	01/01/2026
Serie H	660.000	01/10/2027
Serie I	350.000	01/04/2028
Serie J	340.000	01/07/2029
Serie K	720.000	01/09/2030
Serie L	765.000	01/10/2031
Serie M	815.000	01/03/2032
Serie N	2.000.000	01/03/2033
Serie O	1.860.000	01/08/2033
Serie P	2.400.000	01/01/2034
Serie Q	2.750.000	01/04/2034
Serie R	3.500.000	01/01/2035
Serie S	2.600.000	01/04/2035
Serie T	2.400.000	01/01/2036

“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”