



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

[carlos.ebersperger@humphreys.cl](mailto:carlos.ebersperger@humphreys.cl)

## Empresa de los Ferrocarriles del Estado

Noviembre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AAA Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 septiembre 2010

Estado de Resultados Individual					
NCCh, M\$ Sep-10	2005	2006	2007	2008	2009
Ingreso Operacional	42.553.756	39.767.566	40.187.600	32.418.291	31.203.764
Costo Explotación	-39.837.091	-63.052.193	-59.678.072	-63.468.972	-70.853.704
Gasto Admin. y Venta	-19.593.501	-14.979.613	-23.840.714	-20.190.990	-20.444.556
Resultado Operacional	-16.876.835	-38.264.240	-43.331.185	-51.241.670	-60.094.496
Resultado No Operacional	-12.718.814	-6.813.615	2.018.102	-39.085.212	70.277.473
Gasto por Intereses	-28.355.958	-35.601.519	-40.126.997	-41.968.803	-43.079.982
Utilidad Neta	-29.832.820	-45.082.008	-41.356.599	-90.250.199	10.220.446
EBITDA	-5.252.882	-19.709.979	-18.366.480	-35.873.149	-33.741.883

Balance General Individual					
NCCh, M\$ Sep-10	2005	2006	2007	2008	2009
Activo Circulante	39.809.458	33.901.440	18.454.864	87.721.987	61.692.231
Activo Fijo	610.577.956	720.476.669	797.689.694	873.221.864	832.900.766
Otros Activos	93.807.002	73.574.001	58.059.540	40.101.108	39.496.015
Total Activos	744.194.416	827.952.110	874.204.098	1.001.044.959	934.089.012
Pasivo Circulante	60.705.627	58.067.276	93.596.728	60.934.979	79.623.985
Pasivo Largo Plazo	552.119.921	674.093.103	715.253.340	955.486.644	837.980.558
Patrimonio	131.366.611	95.787.891	65.063.159	-15.666.922	16.190.774
Total Pasivos	744.194.416	827.952.110	874.204.098	1.001.044.959	934.089.012
Deuda Financiera	555.378.225	641.589.523	670.193.642	805.529.118	778.548.027

Estado de Resultados Individual		
IFRS, M\$ Sep-10	31-dic-09	30-sep-10
Ingresos de Explotación	22.687.573	19.346.691
Costo de Ventas	-52.142.966	-48.742.191
Total Gastos de Administración	-13.220.286	-12.584.271
Resultado Operacional	-42.675.680	-41.979.771
Gastos Financieros	-28.045.301	-32.260.027
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	-9.649.387	-91.864.262
EBITDA	-24.748.515	-23.864.672

Balance General Individual		
IFRS, M\$ Sep-10	Ene-Sep 2009	Ene-Sep 2010
Activo Circulante	55.536.822	60.144.054
Activo Fijo	908.319.089	875.601.905
Otros Activos	963.855.912	935.745.959
<b>Total Activos</b>	65.374.008	82.953.214
Pasivo Circulante	870.319.903	877.191.260
Pasivo Largo Plazo	935.693.911	960.144.474
Patrimonio	28.162.000	-24.398.515
<b>Total Pasivos</b>	963.855.912	935.745.959
<b>Deuda Financiera</b>	836.575.776	863.680.887

## 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 2009 la empresa generó ingresos por US\$ 61,5 millones y obtuvo un EBITDA negativo de US\$ 66,5 millones, mientras que los pasivos financieros alcanzaban a US\$ 1.786 millones a septiembre de 2010. El volumen de pasajeros transportados a través de filiales alcanza una cifra de 23,3 millones anuales, en tanto la carga transportada en las vías administradas por EFE en igual periodo alcanza a 9,9 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"*<sup>1</sup>, 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<sup>2</sup>

### Resultados 2009

En 2009 los ingresos de explotación alcanzaron a \$ 31.204 millones, una caída de 3,7% real en relación a 2009, lo que se origina en la baja de los ingresos del negocio de carga y de la prestación de servicios, por la menor actividad económica del país durante el año.

Por su parte, los costos de explotación del año tuvieron un aumento de 11,6%, llegando a \$ 70.854 millones, lo que está explicado por los mayores costos por concepto de SEC (sistemas de señalización, electrificación y comunicaciones), de puentes no considerados en 2008, por mantenciones a trenes, costos de energía, y servicios de terceros.

Los gastos de administración y venta alcanzaron \$ 20.445 millones, un aumento de 1,3% real. Con ello, en 2009 el resultado operacional fue negativo, alcanzando -\$ 60.094 millones (-\$ 51.242 millones en 2008), aunque ello no es exclusivo de 2009 sino que corresponde a una situación histórica. El EBITDA del año, derivado de lo anterior, fue también negativo: -\$ 33.742 millones (-\$ 35.873 millones en 2008).

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

2 Las cifras se presentan corregidas a moneda de septiembre de 2010.

Pese a lo anterior, la utilidad del ejercicio fue positiva, llegando a \$ 10.220 millones (-\$ 90.250 millones en 2008), debido a los abonos por diferencias de cambio y a otros ingresos fuera de explotación. Estos últimos corresponden a aportes fiscales destinados al servicio de la deuda y a la financiación de inversiones.

### **Resultados al tercer trimestre de 2010**

En los primeros nueve meses de 2010 **EFE** obtuvo ingresos de explotación por \$ 19.347 millones, lo que implica una caída de 14,7% real, en parte explicada por los efectos del terremoto de febrero último y que impidieron la normal realización de la actividad de transporte, de pasajeros y carga, debido a daños en las vías.

Mientras, el costo de explotación del período pasó de \$52.143 millones en los tres primeros trimestres de 2009 a \$ 48.742 millones en igual lapso de 2010, baja atribuible también a la menor actividad experimentada. Los gastos de administración, por su parte, cayeron un 4,8% hasta \$ 12.584 millones. Como consecuencia, el resultado operacional fue de -\$ 41.979 millones, mejorando los -\$ 42.676 millones de 2009, principalmente por la contracción de los gastos de administración.

El EBITDA del período fue de -\$ 23.865 millones, mientras que el resultado del ejercicio llegó a una pérdida por \$ 91.864 millones, mucha mayor a la pérdida de \$ 9.649 millones acumulada a septiembre de 2009, lo que está explicado por la pérdida ocurrida a consecuencia del terremoto, por la disminución a menos de la mitad de las ganancias por diferencias de cambio, y por el paso de utilidad a pérdida por concepto de unidades de reajuste (por la mayor inflación que deriva en una mayor deuda financiera).

Al cierre de este período y pese a los aportes efectuados por el Estado, la empresa registra un patrimonio negativo de -\$ 24.399, como consecuencia de las pérdidas que ha experimentado a lo largo del año.

### **Eventos Recientes**

Producto del terremoto del 27 de febrero pasado, las vías férreas administradas por **EFE** sufrieron diversos daños, lo que imposibilitó o dificultó el funcionamiento de los distintos servicios carga y de pasajeros. Luego del pago de seguros, la empresa reconoció una pérdida por -\$ 24.331 millones. A la fecha de los últimos estados financieros, 30 de septiembre de 2010, Merval y el tramo Corto Laja operan con normalidad, operan normalmente, Biotren y los servicios de carga en un 90%, en un 75% los servicios de Metrotren y Terrasur, y en 60% el tramo Victoria-Temuco.

El 30 de marzo de 2010 los directores Jorge Rodríguez Grossi y Luis Manuel Rodríguez Cuevas, Presidente y Vicepresidente del directorio de **EFE**, respectivamente, presentaron su renuncia a la compañía, efectivas desde el 1 de mayo pasado.

El 13 de abril reciente **EFE** informó de la suscripción de un crédito por US\$ 88,5 millones con un consorcio de bancos de Europa, encabezados por Societé Générale y BNP Paribas (ambos de Francia), participando también de la operación Natixis (Francia) y Banesto (España). El crédito tiene un plazo de cinco años, tres años de gracia y cinco amortizaciones semestrales. EL objetivo es financiar las inversiones de EFE en 2010.

El 21 de junio reciente el Consejo Directivo del Sistema de Empresas Públicas renovó la totalidad del directorio de **EFE**, que asumió sus funciones a partir del día 24 del mismo mes.

Hasta 2010 la empresa se guía por el “Plan de Desarrollo Estratégico 2008-2010”, plan trienal de negocios e inversiones que contempla la definición de todos los aspectos relevantes asociados a las actividades operacionales futuras de la empresa, y que para este período en particular contempla inversiones por un total de USD 291,6 millones. Tal plan se financia con el aporte fiscal para inversiones en el año 2009 por un monto de US\$ 65 millones, US\$85 millones de crédito y un diferencial aportado por la venta de activos. Las inversiones tienden fundamentalmente a asegurar la infraestructura y las vías, potenciando principalmente el transporte de carga.

Para 2011 el presupuesto de la Nación contempla recursos para **EFE** por un total de \$ 137.263 millones, de los cuales \$ 54.644 millones corresponden a diversas inversiones, tanto las contempladas en el plan trienal 2011-2013 como las de planes trienales anteriores y la mantención de infraestructura. Además, \$ 73.535 millones fueron destinados al servicio de la deuda, incluyendo intereses y amortizaciones.

## 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 último.

**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. Los juicios arbitrales recientes 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.

Nombre	Cargo
Víctor Toledo Sandoval	Presidente
Anita Holoigue Barros	Vicepresidente
Alejandro Valenzuela Díez	Director
Gonzalo Edwards Guzmán	Director
Joaquín Brahm Barril	Director
Juan Esteban Doña Nueva	Director
Rápale Bergoeing Vela	Director

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

Cargo	Nombre
Gerente general	Fanco Facciolongo Forno
Fiscal	Luis Sánchez Castellón
Gerente de planificación y desarrollo	Luis Vilches Figueroa
Gerente de operaciones	Raúl Etcheverry Muñoz
Gerente de personas y servicios	Ricardo Nanjarí Román
Gerente contraloría	Antonio Nawarth Venegas
Gerente comercial	Leonidas Henríquez Pinto
Gerente de finanzas y control de gestión	Cecilia Araya Catalán

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

## Filiales y coligadas

Sociedad	Porcentaje de Participación
	<b>30-09-2009</b>
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%
<b>Coligadas</b>	
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
<b>Total</b>	7.983.918	11.351.899	12.586.719	13.711.197

#### 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
<b>Total</b>	7.464.412	7.008.315	7.177.173	6.882.622

## 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
Biotren	1.803.514	1.701.361	1.334.012	1.300.023
Corto Laja	372.483	386.947	388.416	444.308
Victoria - Temuco	176.072	153.564	190.560	249.600
<b>Total</b>	<b>2.352.069</b>	<b>2.241.872</b>	<b>1.912.988</b>	<b>1.995.195</b>

## 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
Santiago - Chillán	513.726	500.405	447.303	606.310
Talca - Constitución	83.621	84.672	81.822	78.340
<b>Total</b>	<b>597.347</b>	<b>585.077</b>	<b>529.125</b>	<b>684.650</b>

## 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 diez millones de toneladas en 2009, 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
FEPASA	7.819.101	7.528.875	7.528.875	7.191.692
TRANSAP	1.991.681	2.560.638	2.784.786	2.747.835
<b>Total Tons.</b>	<b>9.810.782</b>	<b>10.089.513</b>	<b>10.825.917</b>	<b>9.939.527</b>

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 atraviesos y paralelismos, y de otras compañías por concepto de otros servicios.

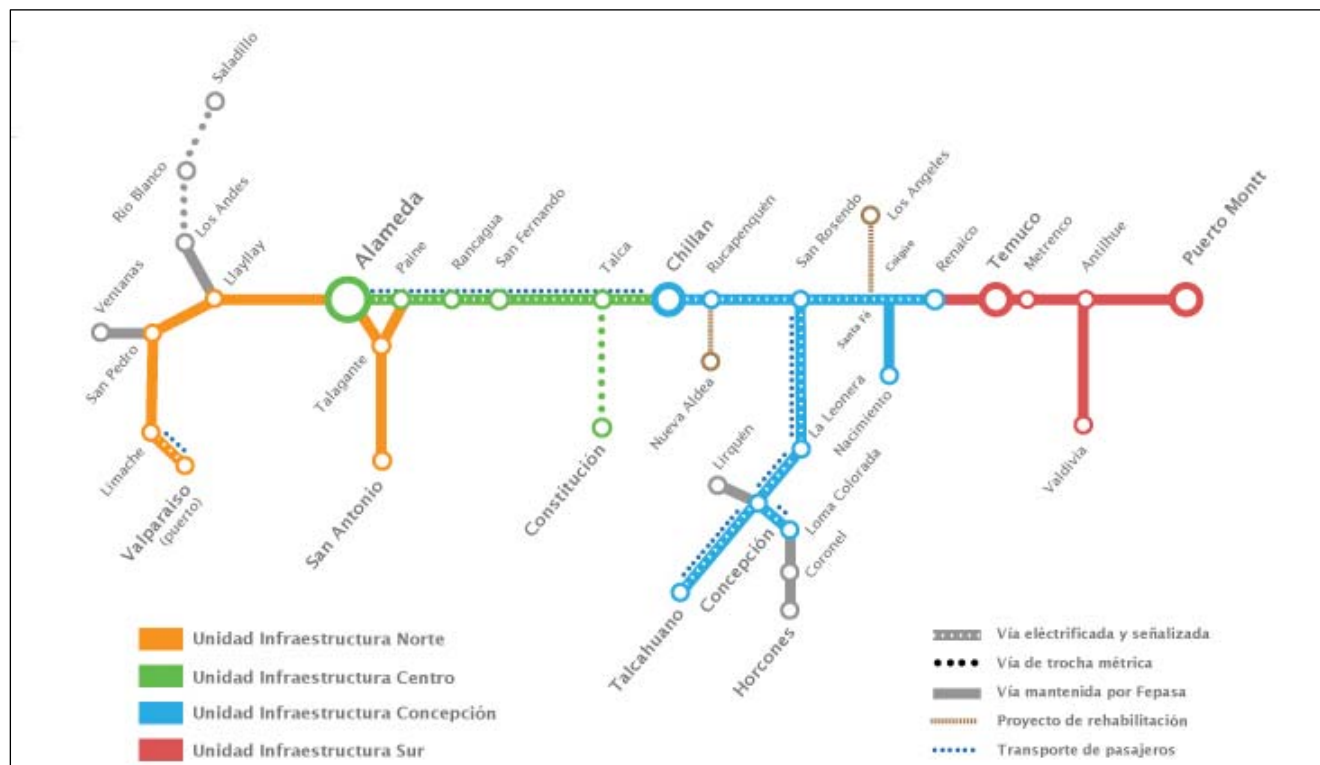
Los principales contratos de la compañía con terceros tienen relación en primer lugar con la provisión de servicios por parte de **EFE**: contratos de acceso a la red ferroviaria (FEPASA y TRANSAP). Además, posee contratos con diversos proveedores para la adquisición de bienes y servicios: de consumo 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

El plan trienal en ejecución hasta 2010 contempla inversiones por US\$ 292 millones entre los años 2008 y 2010. Algunos proyectos representativos del actual plan trienal son: rehabilitación para carga de 600 km de vía entre Concepción y Puerto Montt; mejorar el acceso a puertos de las regiones V y VIII; modernizar señalización, energía y comunicación ferroviaria; modernizar plataforma de comunicaciones; renovar sistema de seguimiento de tráfico; entre otros.

Muchas de estas inversiones tienen como objeto potenciar el negocio de carga.

A continuación se presenta el detalle de inversiones contempladas en el plan trienal en desarrollo:

Inversiones	2008	2009	2010	TOTAL
<b>I. Inversiones Pasajeros, Reposición y Conservación</b>				
1. Estudios Trenes Suburbanos /1	0,3	2,3	1,0	3,6
2. Nuevas Estaciones Metrotren		0,7	0,3	1,0
3. Trenes Turísticos (Val X Región) /2		4,0		4,0
4. Rehabilitación y Mejoramiento de Vías y Ramales	3,9	27,8	15,8	47,5
5. Rehabilitación y Reparación Puentes y Obras de Arte	4,1	11,6	6,0	21,7
6. Mejoramiento Sistema Comunicaciones, Señalización y Electrificación	3,5	9,6	5,4	18,5
7. Optimización Gestión de Infraestructura y Tráfico	1,7	5,7	0,5	7,9
8. Rehabilitación Material Rodante y Estaciones	7,9			7,9
<b>Subtotal Pasajeros, Reposición y Conservación</b>	<b>21,4</b>	<b>61,7</b>	<b>29,0</b>	<b>112,1</b>
<b>II. Inversiones en Carga:</b>				
9. Double Stacking a San Antonio	0,2	15,8	51,8	67,8
10. Proyectos Menores Región de Valparaíso		2,5		2,5
11. Proyectos Menores Región Bío - Bío		5,0		5,0
12. Rehabilitación San Rosendo - Hualqui (estándar B)	1,4	8,0		9,4
13. Rehabilitación San Rosendo - Puerto Montt (estándar B)	5,0	15,8	42,0	62,8
14. Rehabilitación y Remediación FICALP (Arica - La Paz) /3	1,5	18,0	12,5	32,0
<b>Subtotal Inversiones en Carga</b>	<b>8,1</b>	<b>65,1</b>	<b>106,3</b>	<b>179,5</b>
<b>TOTAL INVERSIONES</b>	<b>29,5</b>	<b>126,8</b>	<b>135,3</b>	<b>291,6</b>

Nuevas inversiones deberán ser parte del plan trienal 2011-2013.

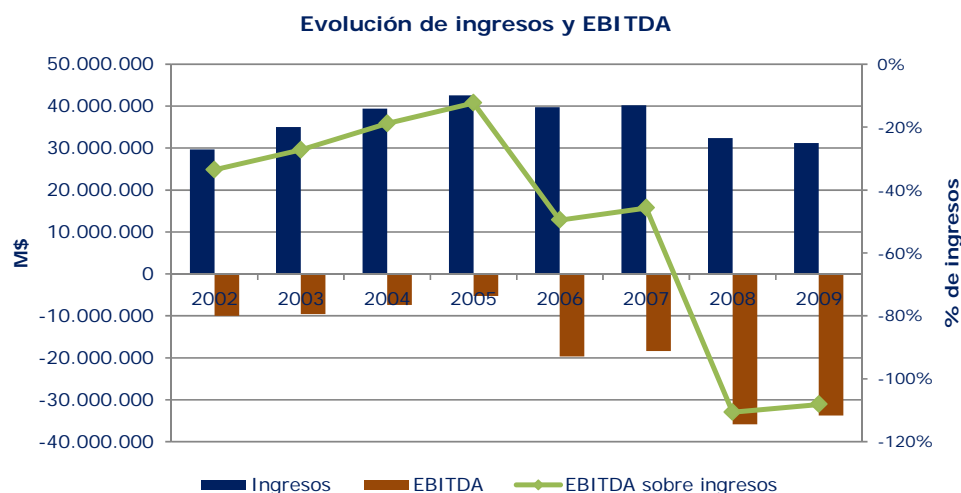
## Análisis Financiero<sup>3</sup>

A continuación se presentará un análisis financiero de la compañía para el periodo comprendido entre el año 2004 y septiembre de 2009.

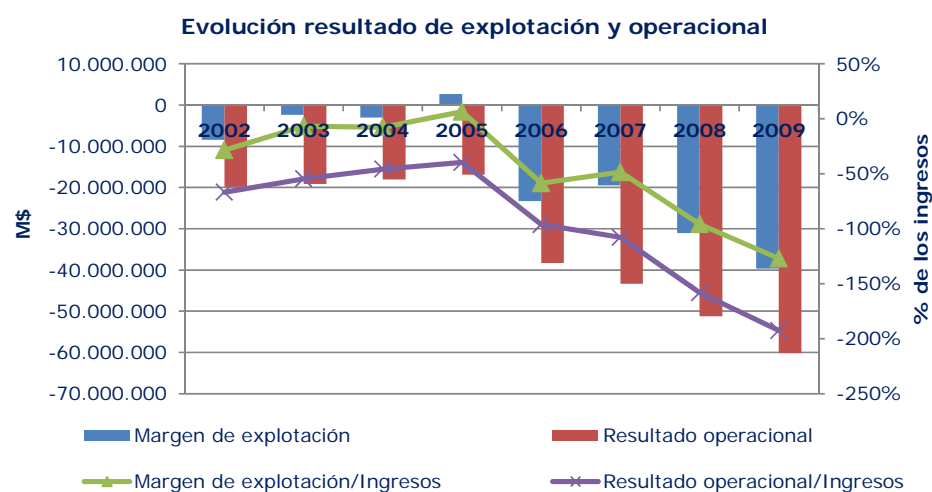
### Evolución de los ingresos, márgenes y EBITDA

Los ingresos de la compañía presentaron un comportamiento creciente hasta el 2005, para posteriormente tener una evolución hacia la baja, explicada por una disminución en las tarifas, compensada en parte por el desarrollo del negocio de carga.

<sup>3</sup> 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](http://www.humphreys.cl)

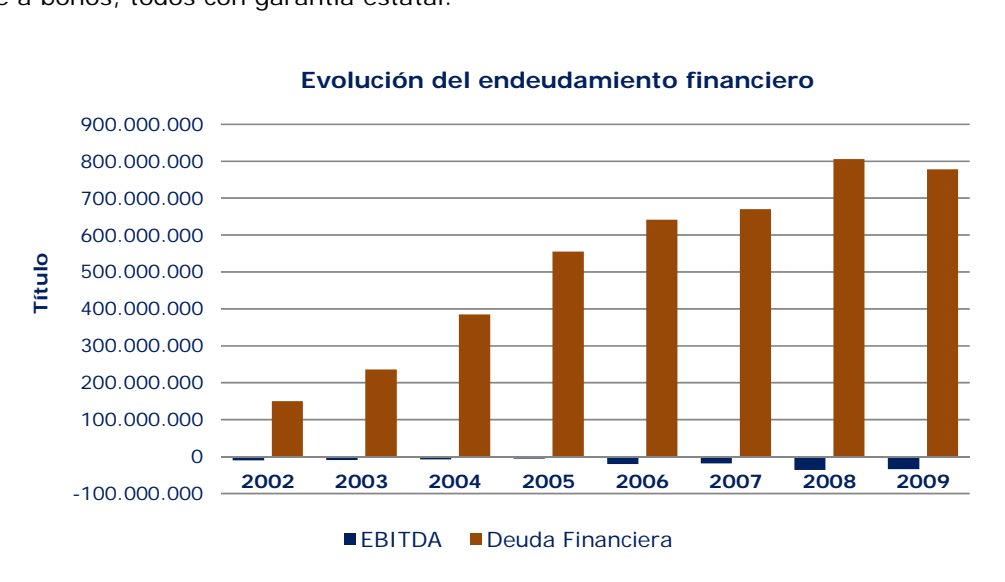


La compañía históricamente ha operado con resultados operacionales negativos, y como consecuencia de esto, con valores de EBITDA inferiores a cero. Además, estos indicadores han tendido a profundizar su magnitud en los últimos cinco años, tanto en términos absolutos como en términos relativos, esto último medido como proporción de los ingresos.



## Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez<sup>4</sup>

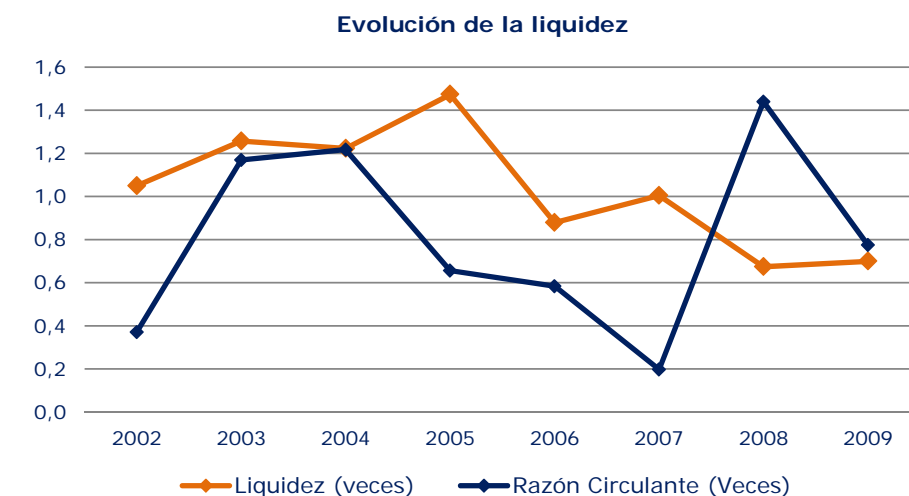
El endeudamiento financiero de la compañía ha crecido sostenidamente, como consecuencia de que los resultados operacionales han sido negativos, lo que además le impide llevar a cabo con recursos propios las inversiones necesarias para el desarrollo del negocio, las que deben ser costeadas con fondos entregados por el Estado de Chile. La deuda financiera al 30 septiembre de 2010 ascendía a \$ 863.681 millones, de los cuales un 64% corresponde a bonos, todos con garantía estatal.



La compañía ha presentado niveles de liquidez corriente variables durante todo el horizonte analizado, alcanzando al 30 de septiembre de 2010 un valor de 0,73 veces para la razón circulante. Un 5,4% 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**

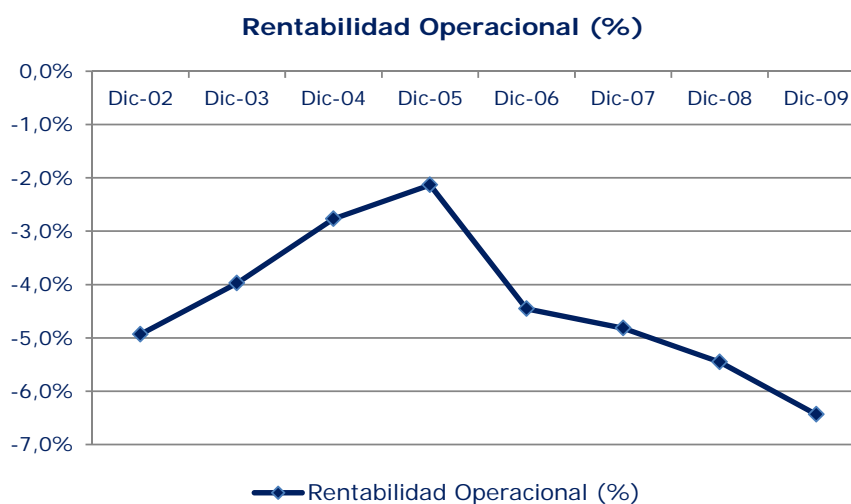
<sup>4</sup> Liquidez =  $\text{Ing.} \times \text{Vtas.} / (\text{Cto. De Vtas.} - \text{Depreciación})$   
Razón Circulante =  $\text{Act. Circ.} / \text{Pas. Circ.}$





## Evolución de la rentabilidad

Como consecuencia de las pérdidas operacionales, la rentabilidad del activo<sup>5</sup> ha sido negativa durante todo el periodo analizado. En tanto, en algunos períodos las pérdidas del ejercicio han provocado que el patrimonio sea 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) de esta manera.



<sup>5</sup> Resultado operacional / activos promedio

## Bonos vigentes

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

	Monto Nominal Vigente (UF)	Vencimiento
Serie D1	375.000	01/08/2014
Serie F	517.727	01/10/2019
Serie G	1.032.727	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	01/01/2035
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"*