



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Verónica Vargas M.
Tel. (56-2) 433 5200
veronica.vargas@humphreys.cl

Empresa de los Ferrocarriles del Estado

Noviembre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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 y línea de bonos Tendencia	AAA Estable
EEFF base	
30 septiembre 2012	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Tipo de instrumento	Número y fecha de inscripción
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
Línea de bonos	Nº735 de 19.11.2012
Bonos serie U	Primera emisión
Bonos serie V	Primera emisión

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$	2009	2010	2011	Ene-Sep 2011	Ene-Sep 2012
Ingresos de Explotación	29.766.512	26.745.223	34.142.043	24.832.914	30.451.634
Costo de Ventas	-70.640.321	-68.121.267	-69.263.049	-52.875.277	-51.222.050
Total Gastos de Administración	-17.765.992	-16.951.610	-16.219.069	-10.677.586	-10.801.844
Resultado Operacional	-58.639.801	-58.018.155	-49.799.372	-37.708.558	-29.272.142
Gastos Financieros	-39.123.077	-41.421.174	-43.718.264	-32.110.558	-34.063.240
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	-43.347.196	-115.686.592	-150.028.617	-116.836.736	-43.461.364
EBITDA	-34.352.040	-33.546.455	-24.214.971	-18.208.395	-11.551.022 ¹

¹ El EBITDA se calcula sumando el resultado operacional, la depreciación y la amortización.
Resultado operacional = ingresos de explotación – costos de ventas – gastos de administración + ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado.

Balance general consolidado IFRS				
M\$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	30-sep-12
Activos corrientes	54.510.889	42.402.102	75.759.695	58.495.329
Activos no corrientes	870.991.328	850.100.098	862.092.702	854.687.284
Total Activos	925.502.217	892.502.200	937.852.397	913.182.613
Pasivos corrientes	64.166.352	71.832.850	102.860.087	62.911.504
Pasivos no corrientes	855.143.688	880.272.908	873.445.316	840.241.332
Total Pasivos	919.310.040	952.105.758	976.305.403	903.152.836
Patrimonio	6.192.177	-59.603.558	-38.453.006	10.029.777
Total Pasivos y Patrimonio	925.502.217	892.502.200	937.852.397	913.182.613
Deuda Financiera	821.121.689	854.682.734	882.265.139	826.847.282

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 2011 la empresa generó ingresos por US\$ 65,8 millones y obtuvo un EBITDA negativo de US\$ 46,6 millones. En septiembre de 2012, las mismas partidas ascendían a US\$ 64.3 millones y menos US\$ 24,4 millones, mientras que los pasivos financieros alcanzaban a US\$ 1.718 millones. El volumen de pasajeros transportados durante 2011 a través de las filiales alcanzó una cifra de 26,8 millones, en tanto que la carga transportada en las vías administradas por **EFE** en igual periodo fue de 3,3 millones de toneladas kilómetros brutos completos (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.

Hechos Recientes

Resultados 2011

En 2011 los ingresos de explotación llegaron a \$ 34.142 millones, mostrando un incremento de 27,7% en relación a 2010, lo que se debe a un mayor número de pasajeros transportados y mayores volúmenes de carga movilizados (el incremento de los ingresos correspondientes al transporte de pasajeros fue de 34% y del negocio de carga fue de 31%).

Por su parte, los costos de explotación del año tuvieron un aumento de 1,7%, llegando a \$ 69.263 millones, lo que está línea con el incremento de los ingresos. Los gastos de administración y venta alcanzaron los \$ 16.219 millones, disminuyendo un 4,3% respecto de 2010. Si bien los costos por electricidad se incrementaron debido a la mayor actividad del período, fueron atenuados por favorables negociaciones con empresas encargadas de la mantención del material rodante de la compañía, lo que redundó en un resultado operacional, aunque negativo, mejor al del período anterior, alcanzando los -\$ 49.799 millones (-\$ 58.018 millones en 2010). El EBITDA del año, por ende, tuvo el mismo efecto anterior y pasó de -\$ 33.546 millones en 2010 a -\$ 24.215 millones.

Con respecto a la utilidad del ejercicio, ésta fue negativa, llegando a -\$ 150.029 millones (-\$ 115.687 millones en 2010), principalmente explicado por efectos del tipo de cambio.

Resultados Enero - Septiembre 2012

En los primeros nueve meses de 2012, **EFE** obtuvo ingresos de explotación por \$ 30.452 millones, lo que implica un alza de 22,6% respecto a igual período del año anterior, gracias a un aumento en el segmento de pasajeros y operadores de carga, que aumentaron 29% y 12%, respectivamente; el principal motivo del incremento son los mayores volúmenes de pasajeros transportados en todos los tramos de servicios entre las regiones V y la IX, alcanzando una cifra record respecto de los dos años precedentes. Con respecto a las toneladas de carga, éstas se han incrementado un 9,5% respecto de enero y septiembre de 2011.

El costo de explotación del período pasó de \$ 52.875 millones durante los tres primeros trimestres de 2011 a \$ 51.222 millones en igual lapso de 2012, disminuyendo levemente. Los gastos de administración, por su parte, aumentaron un 1,2% hasta \$ 10.802 millones, dichas variaciones son efecto de una adecuada política de reducción de costos y gastos, y un programa de renegociación de grandes contratos iniciado el año pasado. Como consecuencia, el resultado operacional fue de -\$ 37.709 millones, mejorando respecto de los -\$ 29.272 millones alcanzados a septiembre de 2011.

El EBITDA del período fue de -\$ 11.551 millones², lo que significa una mejora respecto de septiembre de 2011, cuando alcanzó los -\$ 18.208, debido principalmente al mayor resultado operacional del último período. El resultado del ejercicio por su parte, tuvo un mejoramiento, pasando desde una pérdida de \$ 116.837 millones, a una pérdida de \$ 43.461 millones, que se deben, en su mayoría, al aumento de sus ingresos en mayor proporción que sus costos y gastos. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 10.030 millones, revirtiendo dos años consecutivos de cifras negativas.

Eventos Recientes

El 27 de diciembre de 2011 **EFE** se obligó a pagar en dos cuotas iguales, la primera en los próximos diez días a contar de esta fecha y la segunda en diciembre de 2012, la suma de US\$ 6,3 millones como compensación por la falta de provisión de energía eléctrica requerida por su filial Ferrocarril del Pacífico S.A. en diversos tramos de la red ferroviaria, así mismo esta última se obliga a aumentar su parque de locomotoras durante los próximos dos años a contar de la fecha de la transacción.

El 19 de enero del presente año, la compañía, en conjunto con las sociedades RENFE-OPERADORA, TMOINSA ESPAÑA y TERMOINSA CHILE, realizó una serie de modificaciones en el servicio de mantenimiento de las diferentes unidades, del servicio de asesoría técnica y mantenimiento de coches. Así también se suscribió un contrato entre **EFE** y TERMOINSA CHILE para la prestación del servicio de mantenimiento de material rodante por un plazo de diez años.

El 9 de octubre de 2012 la empresa celebró un contrato de emisión de bonos por línea de títulos de deuda, para la emisión de las series U y V, por un monto máximo de UF 7,8 millones. Posteriormente, el 7 de noviembre el contrato se modificó, definiendo el uso de los fondos de la emisión:

- Hasta UF 6.442.910 para el prepago del crédito de corto plazo tomado en 2012, el que había sido tomado para pagar anticipadamente un crédito de largo plazo adquirido en 2008.
- Hasta UF 16.949 al pago de los costos de colocación de los bonos señalados.
- Hasta UF 1.340.141 para el financiamiento del proyecto Rancagua Express, considerado en el Plan Trienal 2011-2013.

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.

² De acuerdo a lo calculado por el emisor el EBITDA del período ascendió a -\$13.781 millones.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Factores de Riesgo

Viabilidad del negocio: Considerando la historia del desempeño financiero de la compañía - permanentemente con resultados operacionales negativos y con frecuentes resultados finales negativos- se deduce que la continuidad del negocio y la capacidad de pago de sus obligaciones están supeditadas totalmente a la obtención de subsidios por parte del Estado.

Requerimiento de un elevado volumen de operaciones: La gran infraestructura que requiere el transporte ferroviario para su operación, junto a los altos costos de mantenimiento de vías y equipos, requieren de un gran volumen de operaciones para rentabilizar dichos activos. Dado lo anterior, para **EFE** es fundamental, ya sea en forma directa o vía filiales o concesiones, mantener un importante flujo de pasajeros y carga que permitan maximizar el tiempo de uso de toda la infraestructura y equipos.

Variación de los precios de los insumos: Los cambios de los precios de los insumos (electricidad, combustibles, remuneraciones, servicios, entre otros) afectan directamente los costos de la compañía, b. Para hacer frente a la alza de insumos, **EFE** lleva a cabo una política escalonada de reajustes de tarifas en el transporte de pasajeros y fijada en unidades de fomento.

Catástrofes naturales: Cualquier catástrofe de la naturaleza, como terremotos o inundaciones, puede afectar las vías y/o equipos, generando una paralización del normal funcionamiento del servicio de trenes, y derivando en altos costos de reparación de tiempo para lograr un pleno funcionamiento del o los servicios afectados, como quedó de manifiesto con el terremoto de febrero de 2010.

Obligación de mantenimiento de la red ferroviaria: Los contratos suscritos con los portadores de carga, Transap y Fepasa, obligan a la compañía a realizar un adecuado mantenimiento de las vías férreas utilizadas por 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 siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Víctor Toledo Sandoval	Presidente
Joaquín Brahm Barril	Vicepresidente
Rafael Aldunate Valdés	Director
José Luís Domínguez Covarrubias	Director
Ignacio Bascuñan Ochagavía	Director
Jorge Retamal Rubio	Director
Jorge Alé Rubio	Director

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

Cargo	Nombre
Gerente general	Franco Facciolongo Forno
Fiscal	Juan Pablo Lorenzini
Gerente de auditoría interna	Maritza Omonte Peñailillo
Gerente desarrollo de negocios	Darío Farren Spencer
Gerente control de gestión	José Gonzalez Castillo
Gerente de seguridad	Antonio Dourthe
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	30-09-2012
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 la empresa 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 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 43 kilómetros de vía férrea y veinte estaciones de metro.

Transporte de Pasajeros Metro Regional de Valparaíso						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	7.983.918	11.351.899	12.586.719	13.711.190	14.034.000	17.220.259

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	2011
Total	7.464.412	7.008.315	7.177.173	6.882.622	6.091.534	7.041.816

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	2011
Total	2.352.069	2.241.872	1.912.988	1.993.931	1.351.544	2.005.264

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	2011
Total	597.347	585.077	529.125	684.650	545.632	591.920

Transporte de carga

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

A través de la red ferroviaria se transportaron más de diez millones de toneladas en 2011, 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	2011
Total Tons.	9.810.782	10.089.513	10.825.917	9.939.527	8.965.217	10.184.326

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.

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

Clientes, carga y contratos

En el contexto de su nuevo modelo de negocios, los principales clientes de la empresa son los operadores de los negocios de carga y pasajeros: FEPASA y TRANSAP en el primer caso, y Merval, Metrotren, Terrasur y Fesub, en el segundo. Éstos pagan una tarifa fija por el acceso a las vías y una variable en función de la carga transportada.

Adicionalmente, la empresa recibe ingresos de 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.

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

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\$ 112,6 millones se completarán en 2012 y US\$ 52,5 en 2013.

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

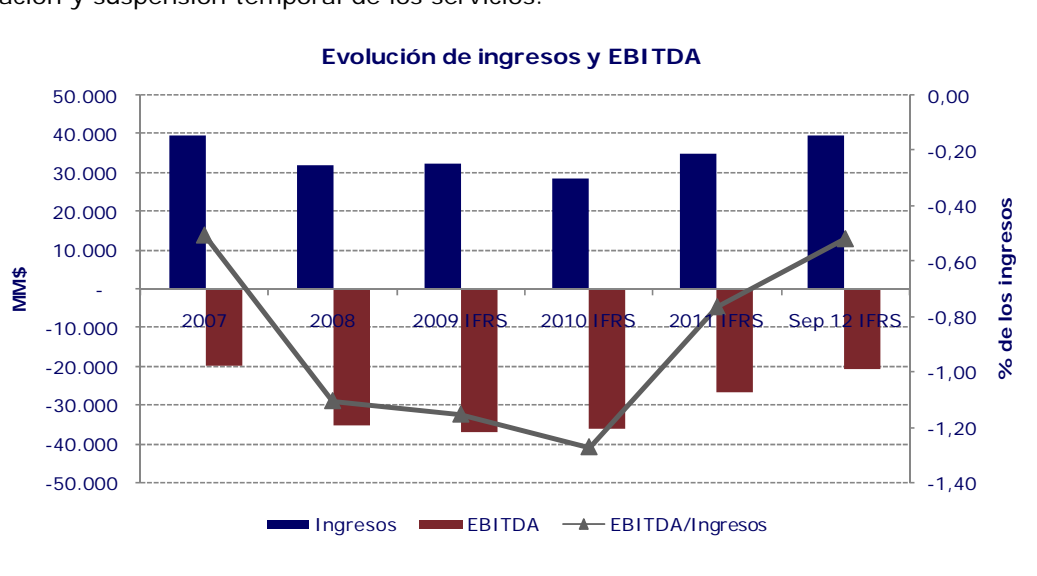
- Continuidad y Seguridad Operacional, por US\$ 152,2 millones, que incluye la mantención de las vías férreas, material rodante. Puentes y estaciones dedicadas al servicio de pasajeros.
- Mejoramiento Productividad Infraestructura, por US\$ 11,8 millones.
- Nueva Carga - Acceso a Grandes Centros Productivos,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

Análisis Financiero

A continuación se presentará un análisis financiero de la compañía para el periodo comprendido entre los años 2007 y septiembre 2012 considerado como año móvil³.

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 baja 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.

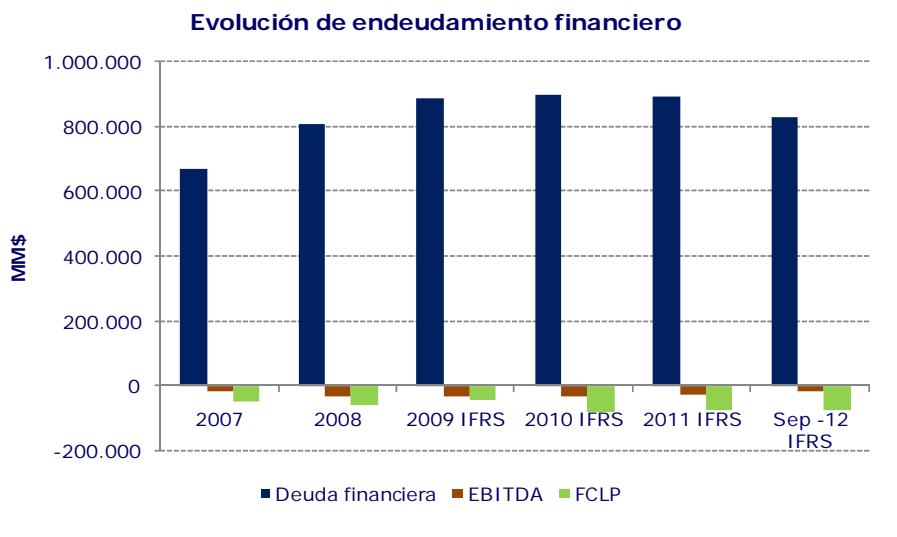


La compañía históricamente ha operado con resultados operacionales negativos, y como consecuencia de esto, con valores de EBITDA inferiores a cero, lo que se profundizó en 2008. Esta situación, aunque siempre en el plano deficitario, se revirtió el último período septiembre 2012, debido a que los ingresos de ese periodo aumentaron un 23% frente a una disminución de costos de 3%.

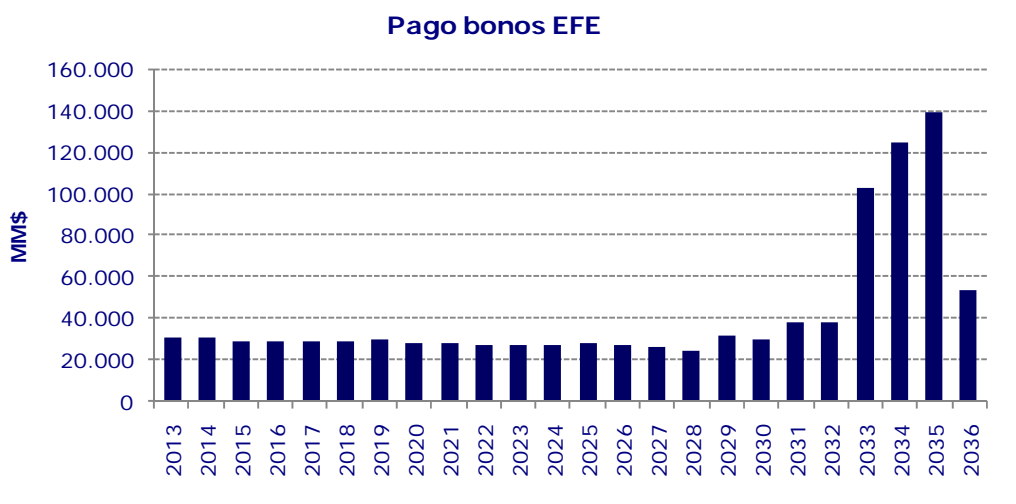
Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

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

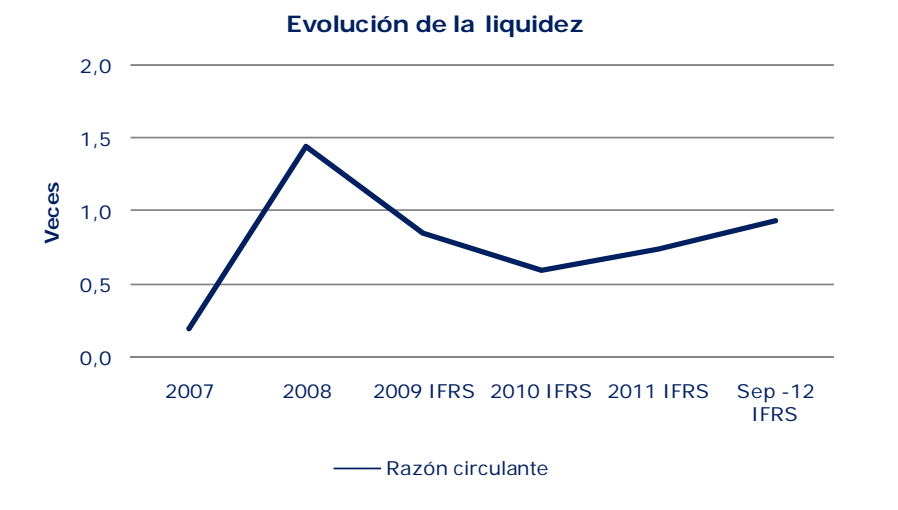
³ Considera los doce meses de octubre 2011 a septiembre 2012.



La deuda financiera al 30 de septiembre de 2012 asciende a \$ 826.847 millones (US\$ 1.745 millones), de los cuales un 69% corresponde a bonos, todos con garantía estatal, con vencimientos entre los años 2014 y 2036. Con la nueva emisión, *ceteris paribus*, la deuda se incrementaría en UF 1.357.090.

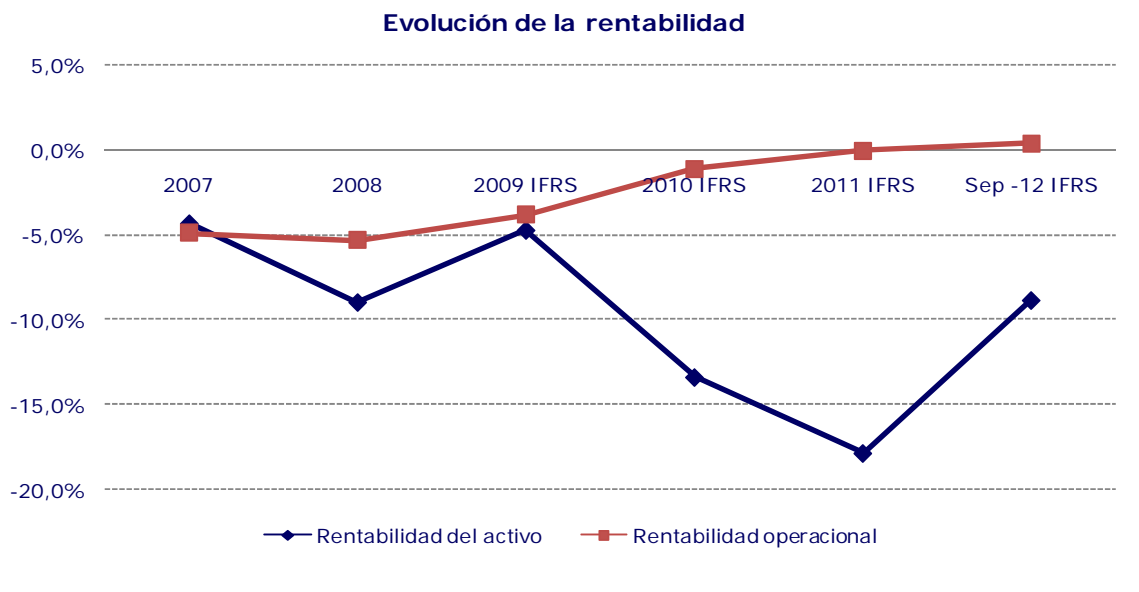


En términos de liquidez la compañía ha presentado niveles variables durante todo el horizonte analizado, alcanzando a septiembre de 2012, 0,93 veces para la razón circulante. Un 4,1% de la deuda financiera registrada en los últimos estados financieros corresponde a obligaciones con vencimientos menores 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 operacional ha sido negativa durante todo el período analizado; con respecto a la rentabilidad del activo también ha sido negativa desde 2007, aunque teniendo un comportamiento más volátil. En tanto, en algunos períodos las pérdidas del ejercicio han provocado que el patrimonio haya sido negativo, lo que sumado al hecho de 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).



Anexo 1: Bonos vigentes

Todos los bonos 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
Serie U	7.800.000	01/01/2036
Serie V	7.800.000	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”.