



Enlasa Generación Chile S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Benjamín Rodríguez W.
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
benjamin.rodriguez@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Octubre 2022

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos
Tendencia

AA
Estable

EEFF base

30 de junio 2022

N° y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 10 años	N° 772 de 13.12.2013
Serie B (BENGE-B)	Primera emisión
Serie D (BENGE-D)	Segunda emisión
Serie E (BENGE-E)	Tercera emisión

Miles de US\$	Estados de Resultados Consolidados IFRS					
	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Ingresos de activ. ord.	27.635	20.938	25.090	19.686	64.673	59.009
Costo de ventas	-14.439	-11.004	-15.114	-11.146	-49.082	-49.121
Ganancia bruta	13.196	9.934	9.976	8.540	15.591	9.888
Gastos de administración	-1.994	-2.331	-3.286	-2.878	-2.993	-1.584
Otros ingresos/gastos	8	54	-313	-94	-1214	274
Resultado operacional	11.210	7.657	6.377	5.568	11.384	8.578
Gastos financieros	-1.900	-1.638	-1.349	-1.175	-998	-790
Utilidad del ejercicio	7.620	4.117	3.447	3.463	6.976	6.079
EBITDA	15.179	11.452	10.290	9.242	16.584	11.465

M\$ de cada año	Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Activos corrientes	19.207	15.417	11.590	10.403	34.738	39.439
Activos no corrientes	113.682	106.129	102.695	98.997	100.249	101.170
Total activos	132.889	121.546	114.285	109.400	134.987	140.609
Pasivos corrientes	12.786	8.967	8.410	10.987	29.673	31.967
Pasivos no corrientes	43.896	37.046	32.106	29.369	34.067	35.549
Pasivos totales	56.682	46.013	40.516	40.356	63.740	67.516
Patrimonio Total	76.207	75.533	73.769	69.044	71.247	73.093
Total patr. y pasivos	132.889	121.546	114.285	109.400	134.987	140.609
Deuda financiera ¹	43.371	33.812	27.332	25.432	35.879	33.491

¹ Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega las cuentas de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Enlasa Generación Chile S.A. (Enlasa Generación) es filial de Energía Latina S.A. y su objetivo es operar en el Sistema Eléctrico Nacional (SEN), principalmente vendiendo potencia y, si las condiciones de mercado lo ameritan, comercializando energía en el mercado *spot*. La sociedad posee cuatro centrales generadoras a base de petróleo diésel con una potencia nominal instalada de 336,2 MW, lo que equivale a 284,0 MW de potencia máxima (marcada durante cinco horas continuas) y una central solar que comenzó su funcionamiento durante 2022, diversificando su base de ingresos regulados, ya que esta inyecta energía a régimen de precio estabilizado.

Durante 2021, **Enlasa Generación** obtuvo ingresos por cerca de US\$ 64,7 millones, un 228,5% superior a lo obtenido en 2020, incremento principalmente explicado por el crecimiento en ventas de energía, los cuales representaron un 75,7%, mientras que la venta potencia fue un 24,3% del total de ingresos. El EBITDA de la compañía fue de US\$ 16,6 millones y, según balance, cerró el año con una deuda financiera de US\$ 35,9 millones. A junio de 2022, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 59,0 millones y mantiene pasivos financieros por US\$ 33,5 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Enlasa Generación** en "Categoría AA" se ha considerado el bajo riesgo de su modelo de negocio que, dadas las condiciones actuales del sector eléctrico, implica que la compañía es capaz de generar un EBITDA "piso" por venta de potencia del orden de US\$ 9 millones, que, en el caso extremo de nulas ventas de energía, le permiten disponer de una holgura respecto del calendario de vencimientos que debe enfrentar la emisora.

Debe considerarse, además, la estabilidad de los ingresos por potencia, dado que la estructura de precio se determina para períodos de cuatro años y que cada seis meses se indexa el precio nudo de la potencia, debido a la actual estructuración de los precios.

En forma complementaria, la clasificación de riesgo incorpora la capacidad que presenta la empresa para incrementar su nivel de flujos por medio de la venta de energía en el mercado *spot*. En los hechos, durante el año en curso y en los anteriores, la sociedad ha generado ingresos por este concepto los cuales, en los últimos cinco años han variado entre un 13,5% y un 83,5% del total de ingresos, llegando a su *peak* en junio 2022.

Dentro del proceso de evaluación también se ha considerado que la compañía no mantiene contrato de ventas de energía por lo que no cuenta con clientes fijos predeterminados (considerando que las centrales solo son despachadas cuando el costo marginal del sistema es superior al declarado por cada central) y,

por lo tanto, no presenta riesgo de incumplimiento o de variación en los costos de generación², tal como se puede observar en otras empresas del sector.

Otro elemento positivo considerado en el análisis es la existencia de una organización con conocimiento del sector eléctrico y de cuatro centrales distribuidas a lo largo del Sistema Eléctrico Nacional (SEN).

Desde otra perspectiva, algunos aspectos restrictivos son eventuales aumentos en la capacidad instalada del SEN, cambios regulatorios y caídas en la demanda máxima de potencia que podrían influenciar negativamente en los ingresos. Con todo, se deja constancia que la deuda de la empresa, actualmente, está centrada en el mediano y corto plazo.

También la clasificación recoge como riesgos, posibles incumplimientos por parte de los operadores del SEN (dependiendo de su envergadura, el *rating* de éstos limita la clasificación de la empresa) y siniestros que pudiesen afectar las instalaciones de **Enlasa Generación** o el normal funcionamiento de las operaciones (aminorado por seguros contratados y por la cantidad de motores con que la compañía cuenta).

Cabe señalar que la compañía se encuentra evaluando la posibilidad de una emisión de deuda, principalmente para nuevas inversiones que, en opinión de **Humphreys**, si bien genera un aumento de la deuda financiera, no afectaría la clasificación de riesgo bajo los términos informados por la emisora a esta clasificadora. No obstante, lo anterior será evaluado cuando se tengan antecedentes específicos de la operación.

La perspectiva de la clasificación es "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

² Aun cuando una central tenga contratado sólo su propia capacidad productiva, nunca está exenta de siniestros que la obliguen a recurrir al mercado spot.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Ingresos por venta de potencia con muy bajo riesgo.
- Adecuado pago de los pasivos financieros ligado al flujo de caja del negocio de potencia.

Fortalezas complementarias

- Probabilidad de incrementar flujos por generación.

Fortalezas de apoyo

- Entorno propicio para la venta de energía
- Capacidad ejecutiva.

Riesgos considerados

- Riesgo regulatorio (con baja probabilidad de manifestarse en el corto-mediano plazo).
- Riesgo pago operadores del SEN (con baja probabilidad de ocurrencia con perjuicios de difícil determinación).
- Siniestro plantas (riesgo cuyo efecto sobre el emisor es susceptible de aminorar vía seguros y de baja probabilidad de ocurrencia, dado que son 159 motores generadores y 2 turbinas).
- Fuerte exceso de oferta de potencia de suficiencia inicial (muy bajo riesgo en el mediano plazo y aminorado por las necesidades de flexibilidad del sistema), además del impacto positivo provocado por efectos de la descarbonización.

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2021

Enlasa Generación obtuvo ingresos por US\$ 64,7 millones, de los cuales un 75,7% corresponde a ventas de energía, mientras que el 24,3% restante se originó por la venta de potencia.

Los ingresos por venta, en relación con el período anterior, aumentaron en un 228,5% producto de la mayor energía generada, alcanzando 242,9GWh frente a un 26,46 durante 2020.

Los costos de venta, en concordancia con la mayor producción de energía, aumentaron un 340,4%, así el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, fue de 24,1%. El EBITDA de la compañía totalizó US\$ 16,6 millones, lo que representa una disminución de 79,4% respecto de 2020. La deuda financiera de la compañía finalizó en US\$ 35,9 millones.

Resultados a junio 2022

En los primeros seis meses de 2022, la compañía obtuvo ingresos por US\$ 59,0 millones lo que representa un aumento por sobre el 102,9% respecto de igual semestre de 2021. Este crecimiento se debe a los mayores costos marginales promedio y una mayor generación energética.

Por consiguiente, el margen bruto aumentó un 42,8% respecto de junio de 2021. Así, el margen bruto sobre los ingresos culminó el primer semestre del año 2022 en 16,8%.

El EBITDA de la compañía concluyó el periodo en US\$ 11,5 millones, lo que representa un aumento de 34,7%, respecto de junio de 2021. El margen EBITDA, a junio de 2022, fue de 19,4%, mientras que a junio de 2021 era de 29,3%. La deuda financiera de la compañía totalizó US\$ 35,9 millones en junio de 2022.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Suficiencia de los flujos por potencia: Los flujos del emisor, por venta de potencia, son altamente predecibles y, dada las actuales condiciones del sector eléctrico, con baja exposición a bajas de relevancia en el mediano plazo. Entre 2012 y 2021, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado un EBITDA del orden de US\$ 11,1 millones, generando para diciembre 2021 US\$ 8,0 millones.

Venta potencial por generación: Dentro de un contexto de largo plazo es razonable esperar ingresos por este concepto, al margen que se traten de flujos esencialmente variables. Sin perjuicio de ello, en un horizonte de corto y mediano plazo, la eventual estrechez de oferta del Sistema Eléctrico Nacional, producto de la sequía o eventuales fallas de centrales junto con las nuevas inversiones de proyectos

solares, ofrecen una alta probabilidad de venta de energía y, por ende, de mayores flujos para **Enlasa Generación**, lo que se vería incrementado por la descarbonización. Entre 2012 y 2021, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado ingresos por US\$ 30,2 millones con un EBITDA promedio de energía de US\$ 3,4 millones. A junio de 2022, las ventas de este segmento ascienden a US\$ 51,1 millones.

En cuanto a las nuevas inversiones, se consideran cuatro proyectos en evaluación, siendo Teno Solar (Etapa 2), Peñón Solar, ampliación subestación de Central San Lorenzo y proyectos *Netbilling*, lo que permitirá a la compañía una mayor diversificación de sus ingresos.

Diversidad geográfica de plantas: **Enlasa Generación** dispone de cuatro centrales a diésel que operan en el Sistema Eléctrico Nacional, distribuidas geográficamente en las zonas centro norte y centro sur del país, situadas en Diego de Almagro (central San Lorenzo, con una capacidad instalada de 68,5 MW y potencia máxima de 63 MW), Coquimbo (Central El Peñón, con una capacidad instalada de 98,9 MW y potencia máxima de 81,0 MW), Teno (Central Teno, con una capacidad instalada de 70,2 MW y potencia máxima de 59,0 MW) y Puerto Montt (Central Trapén, con capacidad instalada de 98,0 MW y potencia máxima de 81,0 MW). Además, desde junio 2022, la nueva planta de energía solar, Teno Solar (Etapa 1), genera 4GWh.

Factores de riesgo

Mercado regulado: Como toda entidad que participa en una industria regulada, la sociedad está expuesta a cambios legales que pueden afectar negativamente la rentabilidad de su negocio. Algunas atenuantes son que en materia regulatoria en Chile tienden a predominar los criterios técnicos y que las condiciones actuales del mercado eléctrico (y aquellas esperadas para los próximos años) permiten presumir que la autoridad tendrá incentivos para no debilitar las centrales de respaldo al sistema.

Riesgo crediticio sistema: Considerando que el pago por capacidad instalada es realizado por las operadores del SEN, la empresa no es inmune ante incumplimientos de alguna de las empresas que forman parte del SEN (los tres principales generadores, que concentran más del 50% de la potencia instalada en el SEN, tienen clasificación de riesgo A+, AA y AA-). Con todo, se entiende que por la importancia del suministro eléctrico para el país, la industria debe seguir operando.

Riesgo de capacidad disponible: Siempre existe la posibilidad que algún siniestro afecte a alguna de las plantas. No obstante, la existencia de seguros atenúa la exposición de la compañía a este riesgo y, además, el riesgo de que una planta completa salga de operación se atenúa toda vez que se dispone de 159 motores generadores y 2 turbinas de ciclo abierto.

Riesgo de aumento de la potencia de suficiencia inicial instalada: Un crecimiento mayor de la potencia de suficiencia inicial instalada, frente al crecimiento de la demanda eléctrica, podría afectar y disminuir los

ingresos por potencia, ya que disminuye el factor de ajuste de demanda³, junto con restringir la probabilidad de generación de energía. Además, la construcción de nuevas centrales, con costos de generación más bajos, disminuiría las posibilidades de **Enlasa** de despachar energía, sin embargo, en caso contrario se debe considerar el efecto positivo que podría producir el actual proceso de descarbonización, el cual retira esas centrales del sistema, además de los altos precios del gas, actualmente.

A octubre de 2022, el Sistema Eléctrico Nacional (SEN) tiene una potencia instalada de 30.351 MW aproximadamente y atiende una demanda máxima de 11.906 MWh/h⁴.

Antecedentes generales

La compañía

Enlasa Generación vende potencia y energía al Sistema Eléctrico Nacional (SEN) mediante sus cuatro centrales termoeléctricas en base a petróleo diésel (Centrales San Lorenzo, El Peñón, Teno y Trapén) y su central solar Teno Solar (Etapa 1). En total, tiene una potencia nominal instalada de 336,2 MW equivalentes a 284 MW de potencia máxima, lo que corresponde a 1,1% de la potencia instalada en el SEN a diciembre de 2021.

La empresa es controlada, en un 99,9%, por Energía Latina. Por su parte, esta última tiene como principales propietarios, a septiembre de 2021, a:

Nombre	% de propiedad
Inversiones Mardos S.A.	23,64%
Penta Vida Cía. de Seguros de Vida S.A.	18,23%
DSMF Enlasa SpA.	11,08%

Energía Latina es controlada en base a un pacto controlador desde junio 2013, donde están presentes accionistas como FS Enlasa SpA, DSMF Enlasa Spa, Penta vida Compañía de Seguros de Vida S.A, Sociedad de Ahorro Villuco limitada y Sociedad de Ahorro Tenaya Dos Limitada, entre ellos poseen mas del 50% de acciones de la sociedad y ejercen control de la sociedad actuando de forma coordinada, también poseen la atribución de elegir cuatro de los siete directores y establecer limitaciones a la libre cesibilidad de las acciones.

³ El factor de ajuste de demanda es el cociente entre la demanda y la oferta de potencia de suficiencia inicial y afecta directamente los ingresos de potencia de todas las centrales (Ingresos de potencia = Precio de Potencia * Potencia de Suficiencia Inicial*Factor de ajuste de Demanda).

⁴ <https://www.coordinador.cl/>

Estructura productiva

La sociedad cuenta con cuatro plantas generadoras a diésel (y una solar que a junio 2022 genera 4 GWh), dos ubicadas en el norte del país, región de Atacama y Coquimbo, y dos en el sur, región del Maule y de Los Lagos.

Central	Ubicación	Capacidad Nominal Instalada	Potencia Máxima	Tecnología	Combustible	Capacidad Estanques /Autonomía Máxima	Fecha declaración comercial
San Lorenzo	Diego de Almagro	68,5 MW	63 MW	2 turbinas de 30 MW; 3 motores generadores de 2,5 MW; 1 motor generador de 1,0 MW.	Diesel	900 m ³ /37 hrs.	17/09/2009, 15/01/2010 y 09/2014
El Peñón	Coquimbo	98,9 MW	81,0 MW	50 motores-generadores de 1,8 MW; 6 motores generadores de 1,15 MW; 2 motores generadores de 1 MW.	Diesel	2.000 m ³ / 100 hrs.	27/07/2009, 29/11/2009 y 09/2014
Teno	Teno	70,2 MW	59,0 MW	36 motores-generadores de 1,8 MW; 4 motores-generadores de 1,5 MW.	Diesel	800 m ³ /64 hrs	06-05-2009 y 01-04-2017
Teno Solar (Etapa 1)	Teno	8,2MW	7,4MW	Paneles bifaciales de 440/445 Wp	Solar	No aplica	En proceso
Trapén	Pto. Montt	98,0 MW	81,0 MW	50 motores-generadores de 1,8 MW; 7 motores generadores de 1,14 MW	Diesel	2.000 m ³ / 117 hrs	24-02-2009

Composición de los flujos

Enlasa Generación presenta dos líneas de negocios: venta de potencia y la venta de energía.

Históricamente, dentro de sus líneas de negocio, ha destacado la venta de potencia, con flujos estables y relativamente elevados, tanto en ingresos como en EBITDA. Sin embargo, durante 2021 y primer semestre de 2020, producto de las condiciones particulares del mercado (sequía y aumento en costos de producción), se observa un significativo incremento en la importancia relativa de la venta de energía. De

esta forma, en los últimos cinco años los ingresos por potencia han representado entre el 24,3% y el 86,5% del total, en el caso del EBITDA este porcentaje ha variado entre 48,2% y 99,5%.

La línea de negocio de venta de energía cuenta con una participación de los ingresos que ha variado, en los últimos cinco años, entre un 13,4% y un 75,2% del total y, en términos de EBITDA, entre 0,5% y 51,8% del total. Se observa, en comparación con el pasado, una mayor proporción de ingresos por energía, ello por cuanto la compañía ha captado demanda que anteriormente cubrían centrales a carbón que han puesto términos a sus operaciones. Las ventas de este segmento requieren de precios *spot* elevados. En junio 2022 se aprecia un aumento en las ventas, llegando a MUS\$ 51,1.

En las Ilustraciones 1 y 2 se muestra la evolución del ingreso y EBITDA, respectivamente, por líneas de negocios entre los años 2017 y 2021. En junio 2022, la distribución de ingresos por potencia y energía fue similar a la observada en diciembre 2021, mostrando una composición que difiere con lo histórico en donde los ingresos por potencia representaban el grueso del total.

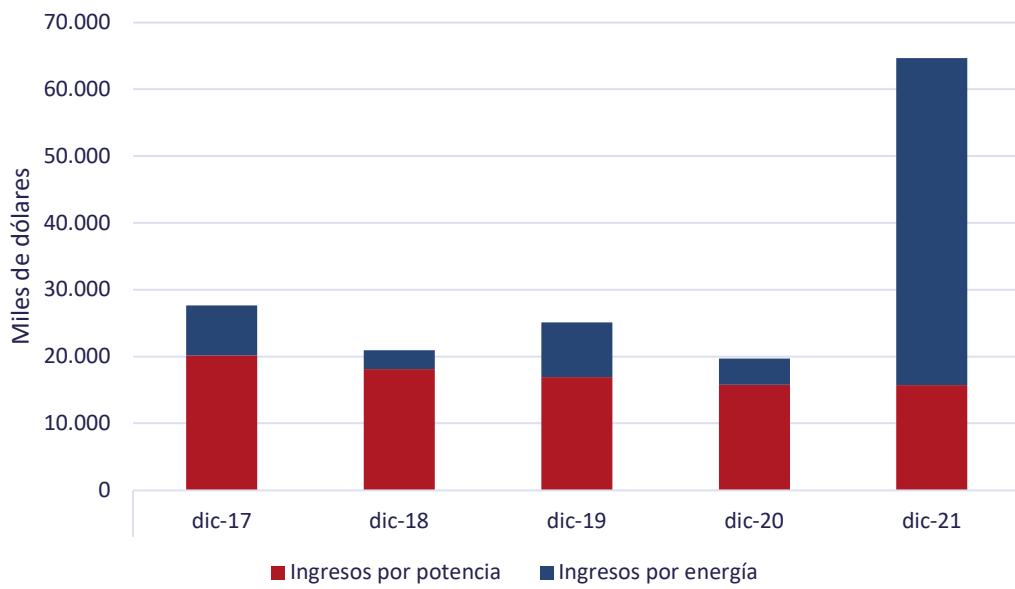


Ilustración 1: Estructura de ingresos por segmento (2017-2021)



Ilustración 2: Estructura de EBITDA por segmento (2017-2021)

Líneas de negocio

Como ya se mencionó, el emisor opera a través de dos líneas de negocio. A junio de 2022, los ingresos totales de **Enlasa Generación** totalizaron US\$ 59,0 millones. En términos de EBITDA total, en el mismo periodo, alcanzó US\$ 11,5 millones.

Segmento Potencia

El segmento de la venta de potencia corresponde a la capacidad instalada que posee **Enlasa Generación** en el SEN; ésta es pagada por los generadores del sistema, independiente de los despachos realizados por cada central. Los pagos se efectúan mensualmente y el Coordinador Eléctrico Nacional determina a qué empresas de debe facturar la potencia en función de los déficits que tengan las empresas generadoras.

El valor corresponde al precio nudo de potencia, cuya estructura es fijada por la autoridad reguladora cada cuatro años e indexado cada seis meses.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2021, la venta de potencia representa aproximadamente el 24,3% de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 15,7 millones (US\$ 15,8 millones a diciembre de 2020). El EBITDA de potencia a diciembre de 2021 alcanza US\$ 8,0 millones (US\$ 9,2 millones a diciembre de 2020). El margen EBITDA por potencia alcanzó un 50,8% en el año 2021.



Ilustración 3: Evolución ingresos, EBITDA y Margen EBITDA potencia (2017-2021)

Precio nudo de la potencia

La Ilustración 4 muestra la evolución del precio nudo de potencia del subsistema Diego de Almagro y Polpaico entre los años 2005 y 2022. Entre 2005 y 2011, los precios de la potencia mostraron una tendencia al alza para luego, a partir de 2012, mostrar una tendencia decreciente hasta la actualidad, situándose en 2022 en valores alrededor de 7,400 US\$/kW/mes en el subsistema de Diego de Almagro y de 7,100 US\$/kW/mes en Polpaico. No obstante, los últimos registros continúan siendo superiores a los exhibidos en 2005 y, además, el último año se observa una tendencia al alza.

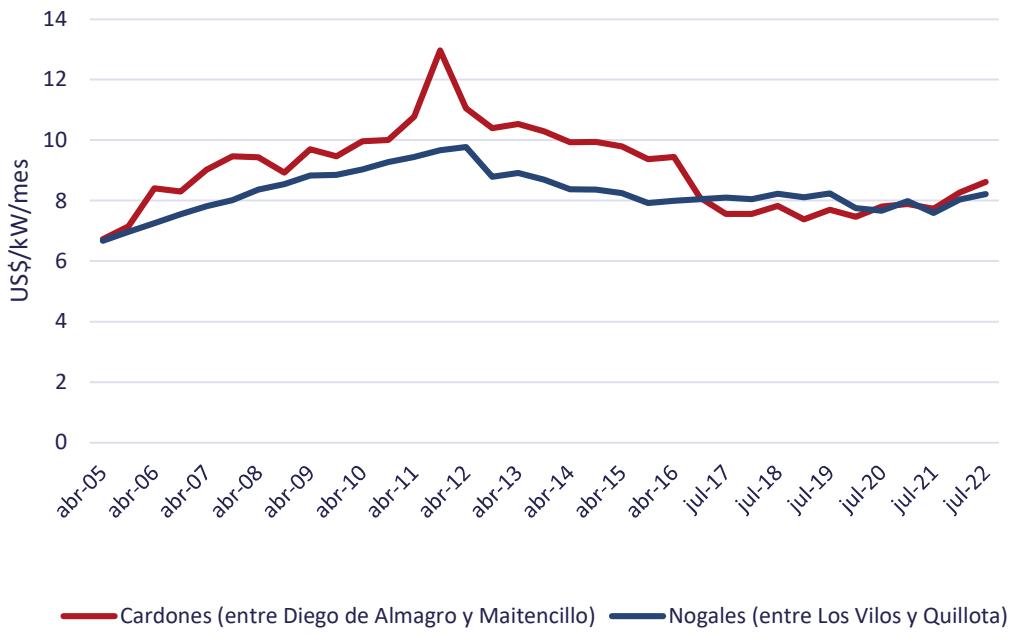


Ilustración 4: Evolución precio nudo (US\$/kW/mes)

Segmento energía

Las cuatro centrales de **Enlasa Generación**, en base a petróleo diésel, generan y venden energía cuando:

- I) Hay restricciones de oferta en el sistema eléctrico o en algún subsistema por:
 - a) Fallas o mantenciones de centrales,
 - b) Déficit de generación hidroeléctrica o
 - c) Falta de inversiones en nuevas centrales. También por en horas de demanda máxima o aumentos inesperados de la demanda.
- II) Restricciones en los sistemas de transmisión.
- III) En horas de demanda máxima.
- IV) Aumentos inesperados de la demanda.
- V) En horas de disminución de generación solar durante el atardecer.

Las ventas de energía son pagadas a costo marginal del sistema, esto se determina en forma horaria por la unidad más cara en operación en el sistema o subsistema respectivo en determinada hora. En este ítem, la sociedad no tiene contratos con empresas, por lo que no tiene clientes fijos predeterminados. En la Ilustración 5 se presenta la evolución de las ventas físicas de la empresa y se aprecia que, a junio de 2022, existe un aumento donde se ha generado 162 GWh.

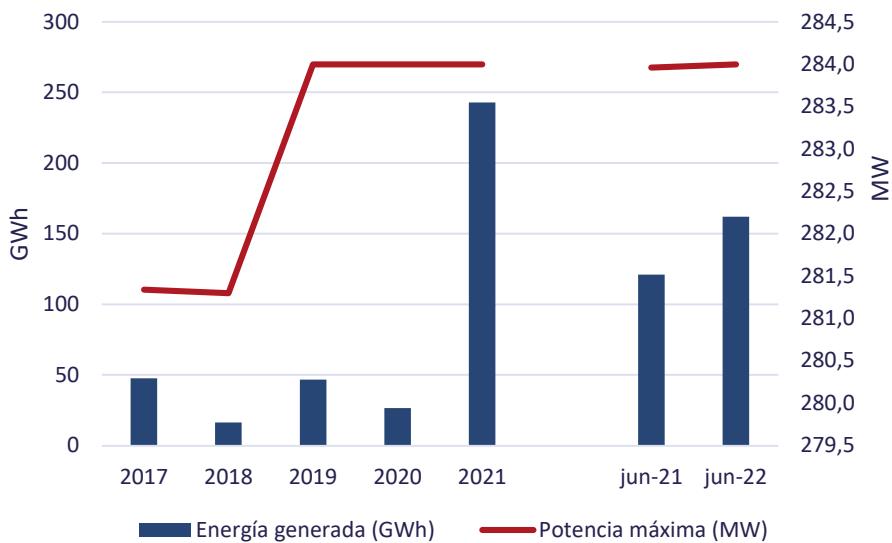


Ilustración 5: Evolución de las ventas físicas (2017-junio 2022)

Evolución de los ingresos y EBITDA

Al diciembre de 2021, la venta de energía representa aproximadamente el 75,2% de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 48,6 millones (US\$ 3,7 millones a diciembre de 2020). El EBITDA energía presenta un comportamiento variable alcanzando para 2021 los US\$ 8,6 millones (US\$ 0,2 millones a diciembre de 2020). El margen EBITDA por energía alcanzó un 17,7% al año 2021.

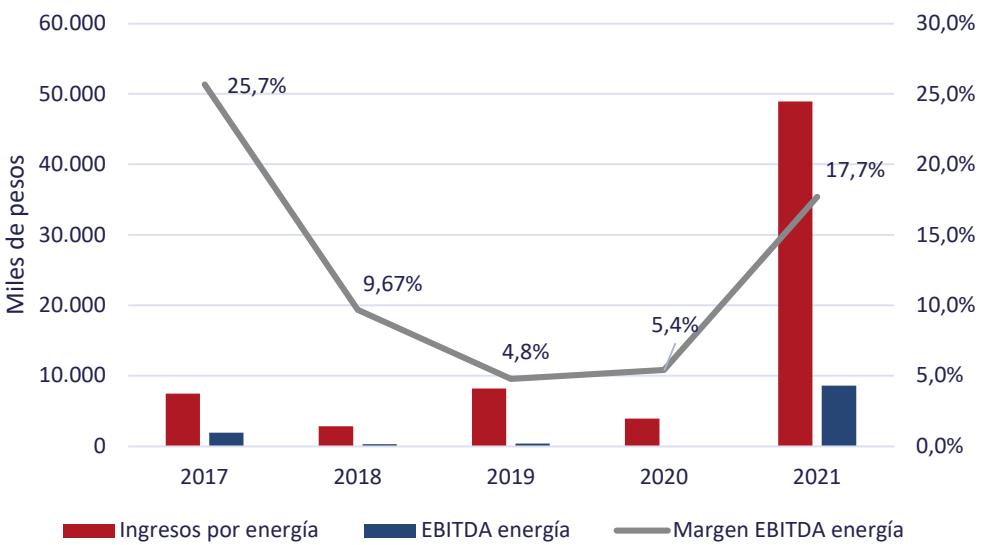


Ilustración 6: evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Energia.

Análisis financiero⁵

Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Entre 2017 y el año móvil finalizado en junio de 2022, la empresa ha promediado ingresos por actividades ordinarias de US\$ 42,1 millones anuales, no obstante, en los últimos doce meses finalizados en junio de 2022 alcanzó una de las cifras más altas del periodo con US\$ 94,6 millones, explicado por las mayores ventas de energía durante 2021 y el primer semestre de 2022.

El margen EBITDA tiende a disminuir en los períodos de mayor venta de energía, tal como sucedió en este último periodo. No obstante, la generación de energía incrementa el resultado en términos absolutos y, con ello, la rentabilidad de los activos.

En tanto, en el año móvil finalizado en junio de 2022 el EBITDA de la compañía fue de US\$ 19,5 millones, mientras que el margen EBITDA llegó a 20,7%, ratio que a diciembre de 2021 fue de 25,6%.

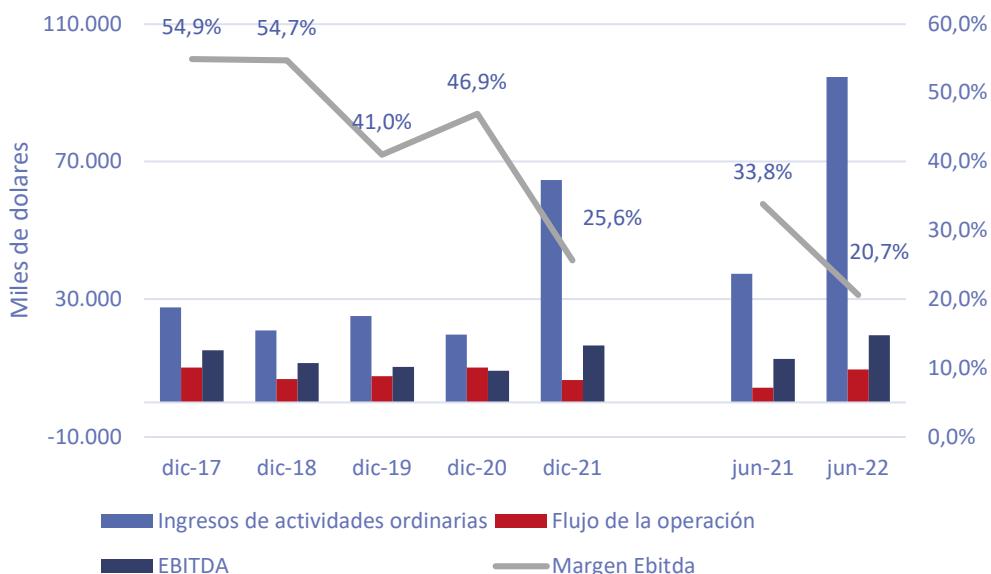


Ilustración 7: Evolución del margen EBITDA (2017- jun22(anualizado))

⁵ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a junio de 2022.

Endeudamiento⁶

La deuda financiera de **Enlasa Generación** presentó una reducción constante en el periodo 2017 a 2020, para crecer en 2021 y volver a bajar a junio de 2022, pero manteniendo niveles superiores a los exhibido en 2020 y 2019. A diciembre de 2017, exhibía una deuda financiera de US\$ 47,8 millones, mientras que, a junio de 2022, las obligaciones financieras totalizaron los US\$ 33,5 millones.

La relación deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁷ que ascendía a 3,8 veces en 2017, se sitúa en 2,8 a junio 22, periodo en el cual el FCLP exhibió un valor de US\$ 12,1 millones.

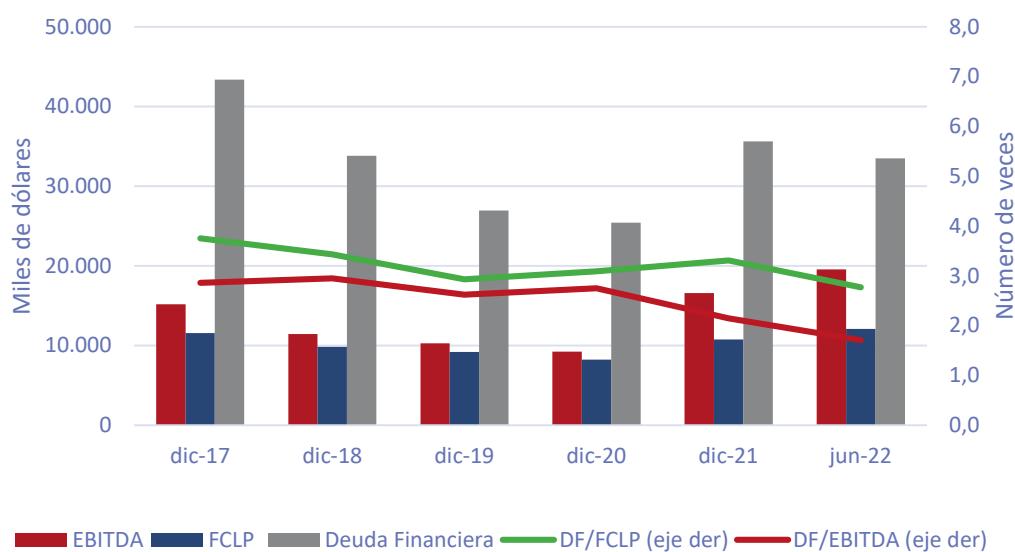


Ilustración 8: Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP. (2017-jun2022(anualizado))

El perfil de vencimientos de la compañía, a septiembre de 2022, considerando amortizaciones e intereses, es adecuado con la generación de caja de la empresa. Este patrón se repite durante todo el periodo de vigencia del bono. Es posible apreciar que aún en un escenario de nulas ventas de energía al SEN, por parte de **Enlasa Generación**, la compañía genera holguras frente al calendario de vencimientos que mantiene la compañía, lo que le permite soportar periodos de estrés financieros o hacer frente a requerimientos imprevistos de caja.

⁶ La Compañía se encuentra evaluando opciones de financiamientos para nuevas inversiones

⁷ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

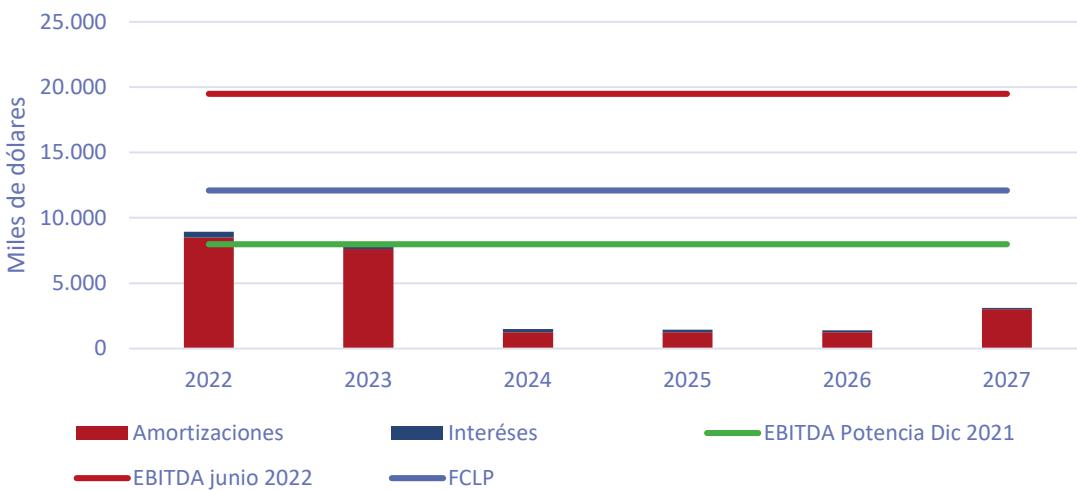


Ilustración 9: Evolución del perfil de vencimiento septiembre 2022.

Evolución de la liquidez

Enlaza Generación, a excepción de diciembre 2020, ha presentado adecuados niveles de liquidez, los que se han posicionados por sobre la unidad, finalizando el año móvil a junio de 2022 en 1,23 veces.

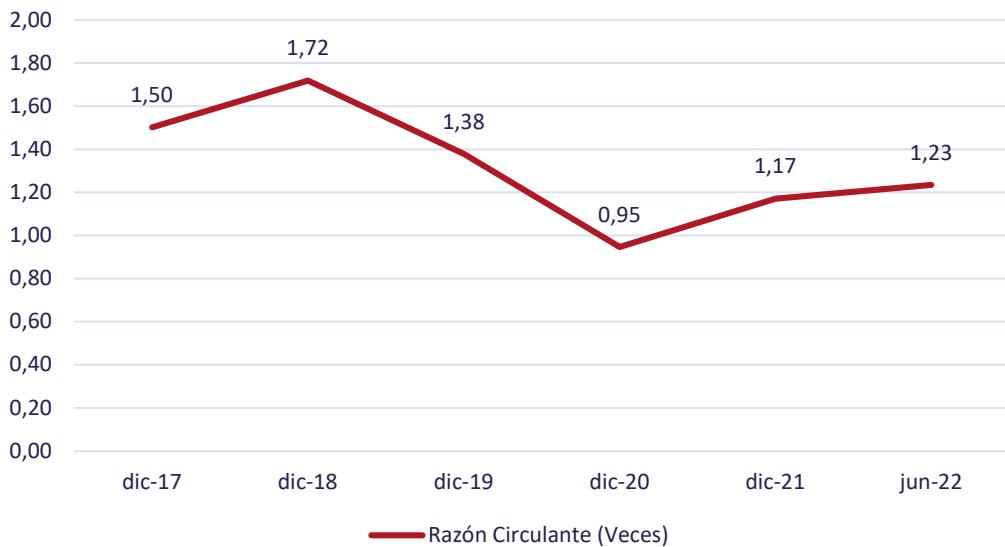


Ilustración 10: Razón circulante (2017-jun 2022)

Evolución de la rentabilidad⁸

Entre 2017 y 2020 los ratios de rentabilidad presentan una disminución producto, principalmente, de menores utilidades alcanzadas en estos periodos, sin embargo desde 2021 a junio de 2022 anualizado se presenta una recuperación finalizando con una rentabilidad del activo de 6,9% y de 12,5% para la rentabilidad del patrimonio, ambas explicadas por las mayores ventas del segmento de energía.

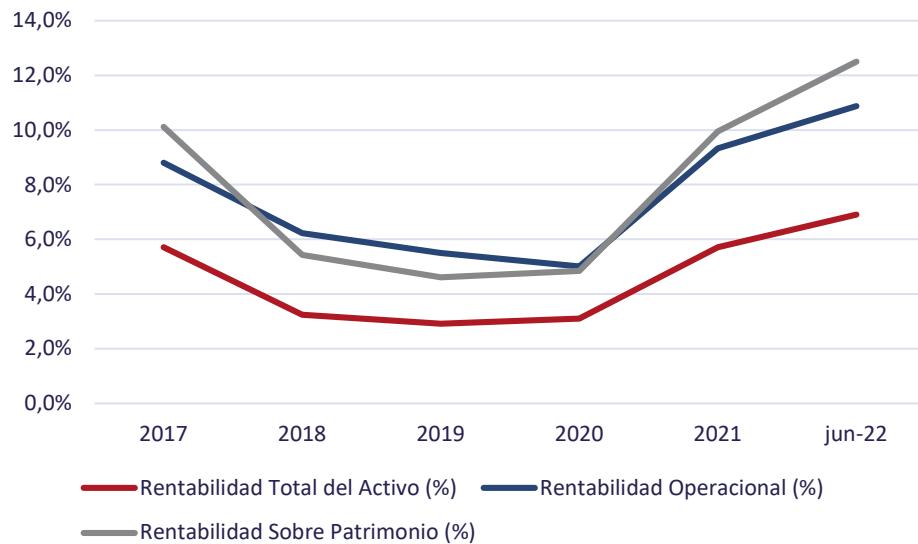


Ilustración 11: Evolución de las rentabilidades (2017-jun 2022 UDM)

Covenants

La serie B tiene los siguientes resguardos financieros:

Covenant	Definición	30-jun-22
Endeudamiento financiero neto	Obligaciones financieras netas sobre patrimonio inferior a 1,50 veces	0,17
Endeudamiento adicional	El emisor no podrá asumir nuevas obligaciones si la relación entre obligaciones financieras neta a EBITDA es mayor o igual a 5 veces (no aplica si la nueva obligación no aumenta el valor de las obligaciones financieras netas)	0,65
Negative Pledge	No entregar más del 10% del total de activos del emisor en garantía a un nuevo crédito financiero o una nueva emisión de bonos	Cumple

⁸ Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.

Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.

Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

Ratios financieros⁹

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Liquidez (veces)	2,64	2,90	2,24	2,63	1,47	1,34
Razón Circulante (Veces)	1,50	1,72	1,38	0,95	1,17	1,23
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,50	1,72	1,38	0,93	1,16	1,16
Razón Ácida (veces)	1,32	1,45	1,10	0,80	1,05	1,03
Rotación de Inventarios (veces)	6,56	4,64	6,32	5,67	19,11	18,12
Promedio Días de Inventarios (días)	55,65	78,61	57,72	64,33	19,10	20,15
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,16	6,74	11,83	4,82	3,40	4,04
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	59,24	54,16	30,84	75,70	107,46	90,35
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,96	7,60	15,18	6,82	4,72	10,22
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	61,25	48,00	24,05	53,54	77,38	35,72
Diferencia de Días (días)	2,01	-6,16	-6,79	-22,16	-30,08	-54,63
Ciclo Económico (días)	-53,64	-84,78	-64,51	-86,50	-49,18	-74,77

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Endeudamiento (veces)	0,43	0,38	0,35	0,37	0,47	0,48
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,74	0,61	0,55	0,58	0,89	0,92
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,29	0,24	0,26	0,37	0,87	0,90
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,86	2,95	2,66	2,75	2,15	1,71
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,35	0,34	0,38	0,36	0,47	0,58
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	76,52%	73,48%	67,46%	63,02%	55,87%	49,60%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	4,03%	2,68%	0,01%	3,38%	3,49%	0,57%
Veces que se gana el Interés (veces)	5,45	3,27	3,59	3,99	9,61	9,51

⁹ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020	jun-22
Margen Bruto (%)	31,20%	47,75%	47,44%	39,76%	43,38%	19,62%
Margen Neto (%)	16,99%	27,57%	19,66%	13,74%	17,59%	9,46%
Rotación del Activo (%)	28,52%	20,80%	17,23%	21,95%	17,99%	67,28%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	4,94%	5,75%	3,24%	2,95%	3,14%	7,08%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,86%	5,71%	3,24%	2,92%	3,10%	6,91%
Inversión de Capital (%)	148,72%	141,45%	137,37%	137,31%	143,32%	137,83%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	8,51	4,30	3,25	7,89	-33,71	12,66
Rentabilidad Operacional (%)	7,82%	8,80%	6,22%	5,50%	5,01%	10,88%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,89%	10,11%	5,43%	4,62%	4,85%	12,50%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	56,51%	37,89%	34,43%	44,64%	37,96%	74,58%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	68,80%	52,25%	52,56%	60,24%	56,62%	80,38%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	5,11%	7,22%	11,13%	13,10%	14,62%	3,73%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	13,69%	14,87%	10,09%	8,54%	7,80%	19,62%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	38,45%	54,93%	54,69%	41,01%	46,95%	20,66%

Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,02%	0,21%	0,35%	3,12%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,13%	3,01%	3,42%	3,44%	2,18%	2,05%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	86,60%	87,37%	89,46%	95,69%	92,73%	90,39%

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."