



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a  
Elisa Villalobos H.  
Tel. (56) 22433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

## Enlasa Generación Chile S.A.

Octubre 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	AA Estable
EEFF base	30 de junio de 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 10 años	Nº 772 de 13.12.2013
Serie A (BENGE-A)	Primera emisión
Serie B (BENGE-B)	Primera emisión
Serie C (BENGE-C)	Primera emisión

Estado de resultados individuales IFRS								
Miles de US\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Ene-Jun 2015	Ene-Jun 2016
Total ingresos	48.920	145.951	102.537	79.649	41.325	54.650	46.432	23.970
Costo de ventas	-40.405	-124.310	-88.521	-66.164	-32.738	-42.972	-39.170	-17.310
<b>Ganancia bruta</b>	<b>8.515</b>	<b>21.641</b>	<b>14.016</b>	<b>13.485</b>	<b>8.587</b>	<b>11.678</b>	<b>7.262</b>	<b>6.660</b>
Gtos. de administración	-1.387	-1.632	-2.892	-2.661	-2.002	-1.729	-844	-693
Otros ingresos/otros gastos por función	-68	-4.985	1.067	408	297	254	149	0
<b>Resultado operacional</b>	<b>7.060</b>	<b>15.024</b>	<b>12.191</b>	<b>11.232</b>	<b>6.882</b>	<b>10.203</b>	<b>6.567</b>	<b>5.967</b>
Gastos financieros	-16.073	-5.559	-4.426	-3.632	-6.629	-2.533	-1.429	-1.169
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>-7.613</b>	<b>6.424</b>	<b>7.071</b>	<b>6.114</b>	<b>-384</b>	<b>4.894</b>	<b>3.981</b>	<b>4.031</b>
EBITDA	14.727	26.280	20.983	18.741	12.338	15.245	9.860	8.500

Estado de situación financiera individual IFRS							
Miles de US\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Activos corrientes	25.420	20.807	25.949	19.391	13.405	14.461	23.742
Activos no corrientes	159.230	144.545	123.192	122.761	120.093	118.393	118.050
<b>Total activos</b>	<b>184.650</b>	<b>165.352</b>	<b>149.141</b>	<b>142.152</b>	<b>133.498</b>	<b>132.854</b>	<b>141.792</b>
Pasivos corrientes	22.972	15.701	21.008	17.144	9.352	9.542	17.948
Pasivos no corrientes	101.057	84.856	60.447	52.855	53.560	51.925	51.217
Pasivos totales	124.029	100.557	81.455	69.999	62.912	61.467	69.165
Patrimonio	60.621	64.795	67.686	72.153	70.586	71.387	72.627
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>184.650</b>	<b>165.352</b>	<b>149.141</b>	<b>142.152</b>	<b>133.498</b>	<b>132.854</b>	<b>141.792</b>
Deuda financiera	104.329	80.654	69.608	62.720	57.513	53.845	53.337

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Enlasa Generación Chile S.A. (Enlasa Generación)** es filial de Energía Latina S.A. (Energía Latina), la cual es una empresa que opera en el Sistema Interconectado Central (SIC), cuyo principal objetivo es la venta de potencia y, si las condiciones de mercado lo ameritan, la venta de energía en el mercado *spot*. La sociedad posee cuatro centrales generadoras en base a petróleo diésel con una potencia nominal instalada de 330,2 MW, lo que equivale a 268,8 MW de potencia firme.

Durante 2015 **Enlasa Generación** obtuvo ingresos por cerca US\$ 56,7 millones, de los cuales 28,3% correspondió a venta de potencia y 71,5% a venta de energía (durante 2014 los ingresos ascendieron a US\$ 41,3 millones, básicamente por una menor generación eléctrica). El EBITDA de la compañía fue de US\$ 15,2 millones y, según balance, cerró el año con pasivos financieros de US\$ 53,8 millones. A junio de 2016 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 24,0 millones y mantiene pasivos financieros por US\$ 53,3 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\$ 12 millones, que en el caso extremo de nulas ventas de energía, le permiten disponer de una importante holgura respecto del calendario de vencimientos que debe enfrentar la emisora. De esta forma, la tabla de amortización del bono emitido por **Enlasa Generación** implica un perfil de pago acorde con el flujo de caja que actualmente genera por si sólo el negocio de venta de potencia.

Debe considerarse, además, la estabilidad de los ingresos por potencia dado que la estructura de precio se determina para períodos de cuatro años. Sumado a lo anterior, al amparo de la estructuración de precio, cada seis meses se indexa el precio nudo de la potencia.

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.

Dentro del proceso de evaluación también se ha considerado el que la compañía no mantiene contrato de ventas de energía por lo que no cuenta con clientes fijos predeterminados y, por lo

tanto, no presenta riesgo de incumplimiento o de variación en los costos de generación<sup>1</sup> tal como se puede observar en otras empresas del sector.

El proceso de evaluación también incorpora como elemento positivo la existencia de una administración con conocimiento del sector eléctrico y la existencia de cuatro centrales distribuida a lo largo del Sistema Interconectado Central (SIC).

Junto con lo anterior, siempre dentro de la perspectiva de largo plazo de los procesos de clasificación, se ha considerado como elemento restrictivo un aumento en la capacidad instalada, cambios regulatorios, caídas en la demanda de energía (aunque menos probable) y ya que podrían influencias negativamente los ingresos de potencia. Cabe señalar en este punto que el precio de potencia<sup>2</sup> que actualmente rige, correspondiente al estudio vigente a contar de 2012, debe ser revisado y se estima que durante la primera mitad de 2017 comience a regir los nuevos valores para este ítem. Según estimaciones de la compañía y dado que no se estiman en cambios en los fundamentos que determinan el precio de la potencia (como son los cambios tecnológicos o cambios relevantes en la oferta de capacidad firme instalada en el sistema) debería mantenerse cercano a los niveles que actualmente exhibe. Sin embargo, este elemento será monitoreado por esta clasificadora. Con todo, se deja constancia que la deuda de la empresa está centrada en el mediano plazo.

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

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

A futuro, la clasificación podría verse mejorada ante una baja sustancial en los pasivos financieros del emisor.

Por el contrario, para el mantenimiento de la clasificación, asumiendo que no existe incremento de los pasivos, se requiere que se respete la estructura utilizada en cuanto de un adecuado calce entre pago de pasivos y generación de caja originada por la venta de potencia.

---

<sup>1</sup> Aun cuando una central tenga contratado sólo su propia capacidad productiva, nunca está exenta de siniestros que la obliguen a recurrir al mercado *spot*.

<sup>2</sup> El precio de potencia es fijado considerando un estudio realizado por la Comisión Nacional de Energía (CNE) cada cuatro años, donde se determina el precio y las fórmulas de indexación.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

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

### Fortalezas complementarias

- Probabilidad de incrementar flujo por venta de energía.

### 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 SIC (con baja probabilidad de ocurrencia con perjuicios de difícil determinación).
- Sinistro plantas (riesgo cuyo efecto sobre el emisor es susceptible de aminorar vía seguros y de baja probabilidad de ocurrencia, dado que son 155 motores generadores y 2 turbinas).
- Fuerte exceso de oferta energética a firme (muy bajo riesgo en el mediano plazo).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2015

**Enlase Generación** obtuvo ingresos por US\$ 54,7 millones, de los cuales un 28,3% corresponde a ventas de potencia, mientras que un 71,5% a se originan por la venta de energía.

Los ingresos por venta, en relación con el período anual anterior, aumentaron un 51,3% producto de la mayor comercialización de energía en el mercado *spot*. En 2014, la compañía generó 101,9 GWh, mientras que en 2015 esta cifra alcanzó los 218,0 GWh. De esta forma, las ventas por generación, que en 2014 totalizaron US\$ 25,8 millones, en 2015 alcanzaron US\$ 39,1 millones, lo que corresponde a un aumento de 51,3%.

Los costos de venta, en concordancia con la mayor producción de energía, aumentaron un 31,3%, así el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, fue de 21,4%, mientras que en 2014 fue de 20,8%. De esta forma, el EBITDA de la compañía totalizó US\$ 15,2 millones, un aumento de 23,6% respecto de 2014.

La deuda financiera de la compañía totalizó US\$ 53,8 millones, que respecto a 2014 disminuyó en un 6,4%.

## **Resultados a junio de 2016**

En los primeros seis meses de 2016, la compañía obtuvo ingresos por US\$ 24,0 millones lo que representa una disminución de 48,4% respecto a igual semestre de 2015. Esta contracción se debe a las menores ventas de energía, en virtud a que la generación disminuyó desde 213,8 GWh en junio de 2015, a 113,6 GWh en junio 2016, asociada a la mayor producción hídrica y a carbón ocurrida en el SIC. De esta manera, los ingresos por generación retrocedieron en más de 59,0%, totalizando US\$15,8 millones. Los ingresos por potencia crecen 3,7% en el período, a US\$ 8,1 millones.

El margen bruto se disminuyó en 8,3%. Así, el margen bruto sobre los ingresos culminó el primer semestre del año en 27,8%, mientras que, en el mismo periodo finalizado en 2015, este indicador fue de 15,6%.

El EBITDA de la compañía finalizó el periodo en US\$ 8,5 millones, lo que representa una disminución de 13,8%, respecto a junio de 2015. El margen EBITDA a junio de 2016 de la sociedad fue de 35,5%, mientras que a junio de 2015 era de 21,2%.

La deuda financiera de la compañía totalizó los US\$ 53,3 millones, lo que significa una disminución de 0,9% respecto a la exhibida por la compañía a diciembre de 2015, producto del pago de la quinta cuota del bono emitido, pero que fue compensado con la obtención de financiamiento para inversión por US\$ 2 millones utilizada en la ampliación de las plantas.

## **Definición 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. Durante 2012 a 2015, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado un EBITDA de US\$ 11,9 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 estrechez de oferta del sistema interconectado central ofrece una alta probabilidad de venta de energía y, por ende, de mayores flujos para **Enlase Generación**. Entre 2012 y 2015 por esta línea de negocio la empresa ha promediado ingresos por US\$ 52,2 millones con un EBITDA promedio de energía de US\$ 5,7 millones. A junio de 2016, las ventas ascienden a US\$ 15,8 millones.

**Experiencia y formación de los equipos directivos:** Los ejecutivos de la empresa presentan una amplia experiencia profesional con conocimiento específico en el sector eléctrico chileno.

**Diversidad geográfica de plantas:** **Enlase Generación** dispone de cuatro centrales que operan en el Sistema Interconectado Central, 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 firme de 54,0 MW), Coquimbo (Central El Peñón, con una capacidad instalada de 98,9 MW y potencia firme de 81,0 MW), Teno (Central Teno, con una capacidad instalada de 64,8 MW y potencia firme de 53,8 MW) y Puerto Montt (Central Trapén, con capacidad instalada de 98,0 MW y potencia firme de 80,0 MW).

## 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. Con todo, se tiene como atenuante que, por una parte, en materia regulatoria, en Chile tienden a predominar criterios técnicos y, por otra parte, las condiciones actuales del mercado eléctrico, y aquellas esperadas para al menos los próximos dos 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 los operadores del SIC, la empresa no es inmune ante el incumplimiento de alguna de las empresas que forman parte del SIC (los tres principales generadores, que concentran el 57,2% de la potencia instalada en el SIC, 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 155 motores generadores y 2 turbinas.

**Riesgo de aumento de la potencia firme instalada:** Un crecimiento mayor de la potencia a firme instalada, frente al crecimiento de la demanda eléctrica, podría afectar y disminuir los ingresos por potencia, junto restringir la probabilidad de generación de energía. Además, la construcción de nuevas centrales, con costos de generación más bajo, disminuiría las posibilidades de Enlase de despechar energía.

Según los datos de Systep a septiembre de 2016, las centrales de generación en construcción, con fecha de entrada entre 2016 a 2019, aportarían 2.115 MW de potencia al SIC, que representa un aumento considerable a la potencia firme instalada. Actualmente, este sistema tiene una potencia instalada, a septiembre de 2016, igual a 16.936 MW.

## Descripción del negocio

**Enlase Generación** vende potencia y energía al Sistema Interconectado Central (SIC) mediante sus cuatro centrales termoeléctricas en base a petróleo diésel (Centrales San Lorenzo, El Peñón, Teno y Trapén), las cuales entraron en operación comercial en 2009. En total, tiene una potencia nominal instalada de 330,2 MW equivalentes a 268,8 MW de potencia firme, lo que corresponde a 1,5% de la potencia instalada en el SIC a septiembre de 2016.

Se entiende por potencia firme como la potencia que cada central puede entregar al sistema con un elevado nivel de seguridad en las horas de demanda máxima del sistema.



Central	Ubicación	Capacidad Nominal Instalada	Potencia a Firme	Tecnología	Combustible	Capacidad Estanques /Autonomía	Fecha declaración comercial
San Lorenzo	Diego de Almagro	68,5 MW	54,0 MW	2 turbinas de 30 MW; 3 motores generadores de 2,5 MW; 1 motor generador de 1,0 MW.	Diesel	1.900 m <sup>3</sup> /85 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 <sup>3</sup> / 100 hrs.	27/07/2009, 29/11/2009 y 09/2014
Teno	Teno	64,8 MW	53,8 MW	36 motores-generadores de 1,8 MW	Diesel	800 m <sup>3</sup> /64 hrs	06-05-2009
Trapén	Pto. Montt	98,0 MW	80,0 MW	50 motores-generadores de 1,8 MW; 7 motores generadores de 1,14 MW	Diesel	2.000 m <sup>3</sup> / 100 hrs	24-02-2009

## Antecedentes de administración y propiedad

El directorio de Energía Latina S.A., matriz de **Enlasa Generación**, está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Fernando Del Sol Guzmán	Presidente
Horacio Pavez García	Director
Fernando Franke García	Director
Juan León Bavarovic	Director
Marco Comparini Fontecilla	Director
Fernando Tisné Maritano	Director
Alejandro Arrau De La Sotta	Director

La administración de la compañía se describe a continuación:

Nombre	Cargo
Jorge Brahm Barril	Gerente General
Cristián Flanagan Bórquez	Gerente de Finanzas y Desarrollo
Juan Apablaza Salinas	Gerente de Operaciones
Segundo Díaz Ramírez	Contador General
Karen Weishaupt Pereira	Subgerente de Administración y Finanzas

**Enlase Generación** es controlada, en un 99,9%, por Energía Latina. Por su parte, Energía Latina tiene como propietarios, a junio de 2016, a:

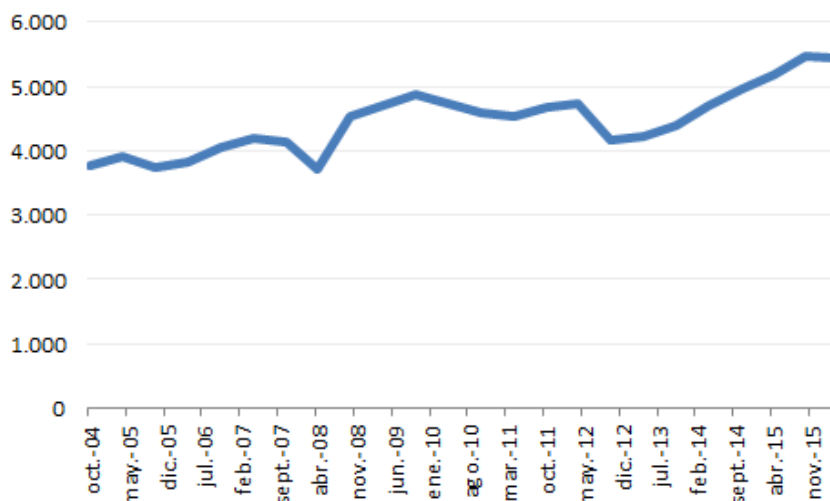
Nombre	% de propiedad
Penta Vida Cia. de Seguros de Vida S.A.	18,2%
Moneda Corredora de Bolsa Limitada	14,7%
Del Sol Mercado Futuros Ltda.	11,1%
Chiletech S.A. AFI para Chiletech Fondo	9,7%
FS Inversiones Ltda.	5,6%
Inversiones Mardos S.A.	4,7%
Sociedad de Ahorro Villuco Ltda	4,3%
Sociedad de Ahorro Tenaya Dos Ltda	4,3%
Sociedad de Ahorro Atacalco Dos Ltda	4,3%
Sociedad de Ahorro Alisios Dos Ltda	4,3%
BTG Pactual Chile S.A. C. De B.	4,1%
Agrosonda Inversiones Limitada	2,9%
Otros	11,7%

## Generación de flujos

La venta de potencia, es decir de la capacidad instalada de **Enlase Generación** en el SIC, es pagada por los generadores del sistema, independiente de los despachos realizados por cada central. Los pagos se efectúan mensualmente donde el Centro de Despacho Económico de Carga del SIC (CDEC-SIC) determina a qué empresa se 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 (en abril y octubre).

Ilustración 1  
**Evolución precio nudo en el SIC**  
(\$/Kw/mes. Nudo Polpaico)



Fuente: CNE

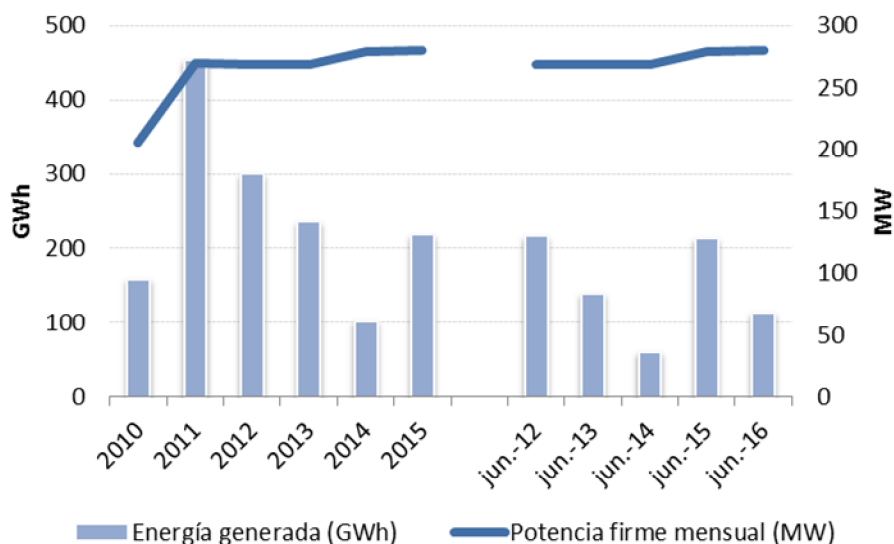
Por otra parte, las centrales de la empresa generan y venden energía cuando hay restricciones de oferta; esto puede ocurrir por fallas, mantenciones, déficit de generación hidroeléctrica o falta de inversiones en nuevas centrales. También por restricciones en los sistemas de transmisión, en horas de demanda máxima o aumentos inesperados de la demanda.

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 generadoras, por lo que no tiene clientes fijos predeterminados.

En la Ilustración 2 se presenta la evolución de las ventas físicas de la empresa. Se aprecia que a junio de 2016 se han generado 113,6 GWh, inferior en un 46,9% a lo generado en el primer semestre de 2015.

Ilustración 2  
**Evolución de las ventas físicas**  
(2010-Junio 2016)



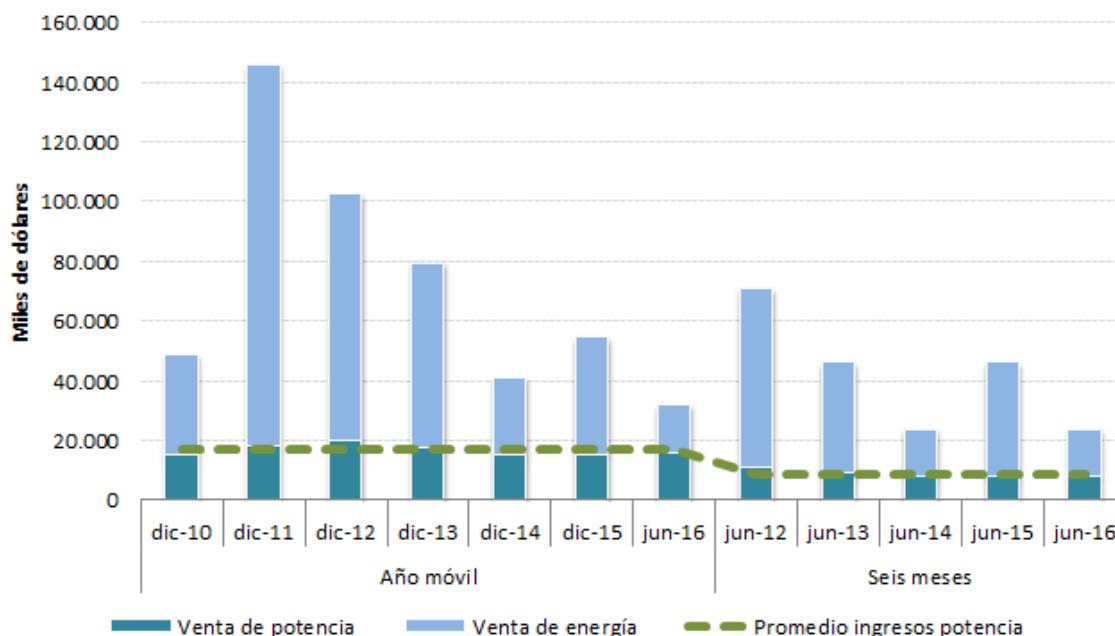
## Evolución indicadores financieros

### Evolución de ingresos y EBITDA

Entre 2010 y el año móvil finalizado en junio de 2016, la empresa ha promediado ingresos por actividades ordinarias de US\$ 72,2 millones anuales, no obstante, que en los últimos doce meses finalizados en junio de 2016 sólo alcanzó la cifra de US\$32,2 millones.

Por un lado, las ventas de potencia han promediado los US\$ 16,9 millones, fluctuando entre un máximo de US\$20,1 millones en 2012 y un mínimo de US\$15,5 millones en 2014; por otro las ventas de energía han aportado US\$ 55,1 millones, alcanzando un máximo de US\$ 127,3 millones en 2011 y un mínimo de US\$ 16,7 millones en el año móvil terminado a junio de 2016 (ver Ilustración 3).

Ilustración 3  
**Evolución de los ingresos por segmento**  
(MUS\$ 2010-Junio 2016)

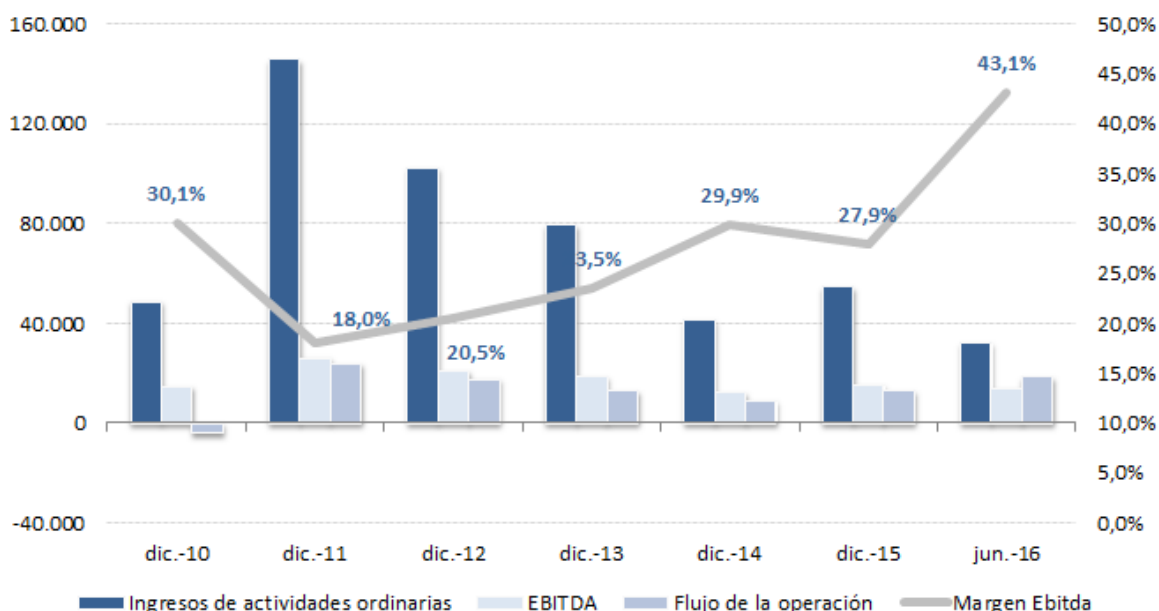


La Ilustración 3 muestra, además, la participación de los ingresos provenientes por la venta de potencia en los ingresos totales de la compañía. Se aprecia que la misma alcanzó un máximo de 49,0% en los doce meses finalizados a junio de 2016, explicado por la menor venta de energía en relación con ejercicios anteriores.

Tal como se aprecia en la Ilustración 4, el margen EBITDA tiende a disminuir en los períodos de mayor venta de energía, tal como sucedió en 2011. No obstante, la generación de energía incrementa el resultado en términos absolutos y con ello la rentabilidad de los activos.

En el año móvil finalizado en junio de 2016 el EBITDA de la compañía fue de US\$ 13,9 millones, mientras que el margen EBITDA llegó a 43,1%, mientras que a diciembre de 2015 este ratio fue de 27,9%.

Ilustración 4  
**Evolución del margen EBITDA**  
(2010- Año móvil a junio 2015)



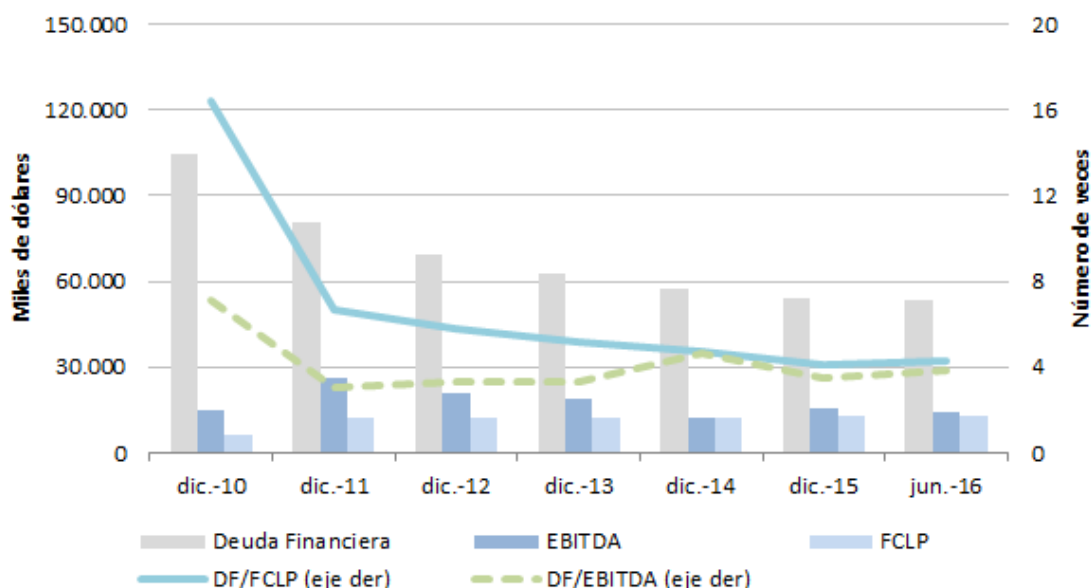
## Evolución del endeudamiento financiero

La deuda financiera de **Enlase Generación** ha presentado una reducción constante en el periodo de evaluación. A diciembre de 2010, exhibía una deuda financiera de US\$ 104 millones, mientras que a diciembre de 2012 se redujo a US\$ 69,6 millones, la que en totalidad correspondía a deudas bancarias. A junio de 2016, las obligaciones financieras totalizaron los US\$ 53,3 millones compuesta en un 82,5% por el bono emitido por la compañía, mientras que un 8,8% corresponde a deuda con bancos y el resto a instrumentos de cobertura.

Pese a la constante disminución en el valor de la deuda financiera, si se compara ésta en relación al EBITDA, se aprecia que esta razón ha mostrado un comportamiento contrario, puesto que la caída en los pasivos financieros ha tenido lugar en conjunto con una merma en la generación de EBITDA, debido a las menores ventas de energía. De esta manera, mientras a diciembre de 2011 la relación entre deuda financiera y EBITDA fue de 3,1 veces, a diciembre de 2012 fue de 3,3 veces, al igual que en diciembre de 2013, en 2014 subió a 4,7 veces, dada la menor generación de energía, mientras que en 2015 finalizó en 3,5 veces. En los doce meses finalizados a junio de 2016, dada la menor generación de energía, este indicador se incrementó a 3,8.

Por su parte, a junio de 2016 el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>3</sup> registró un valor de US\$ 13,9 millones. De esta forma, el ratio deuda financiera sobre FCLP se situó en 4,25 veces, el que a diciembre de 2015 era de 4,14 veces y a diciembre de 2014 era de 4,7 veces, mostrando una tendencia decreciente más consistente que el comportamiento del indicador DF/EBITDA.

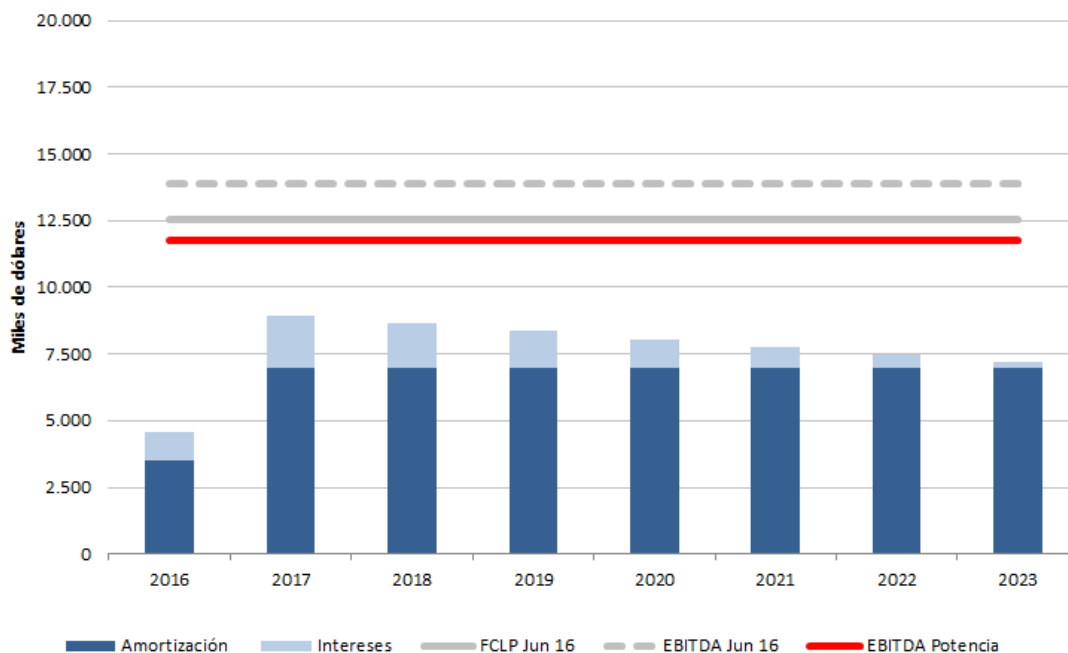
Ilustración 5  
**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
(2010- Año móvil a junio 2016)



El programa de vencimientos de la compañía a julio de 2016, considerando amortizaciones e intereses, presenta un perfil adecuado a la generación de caja de la compañía. Este patrón se repite durante todo el periodo de vigencia del bono. Es posible apreciar que ante nulas ventas de energía al SIC, por parte de **Enlasa Generación**, aun así se generan 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.

<sup>3</sup> 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 6  
**Evolución del perfil de vencimientos. Julio 2016**  
(Miles de dólares)

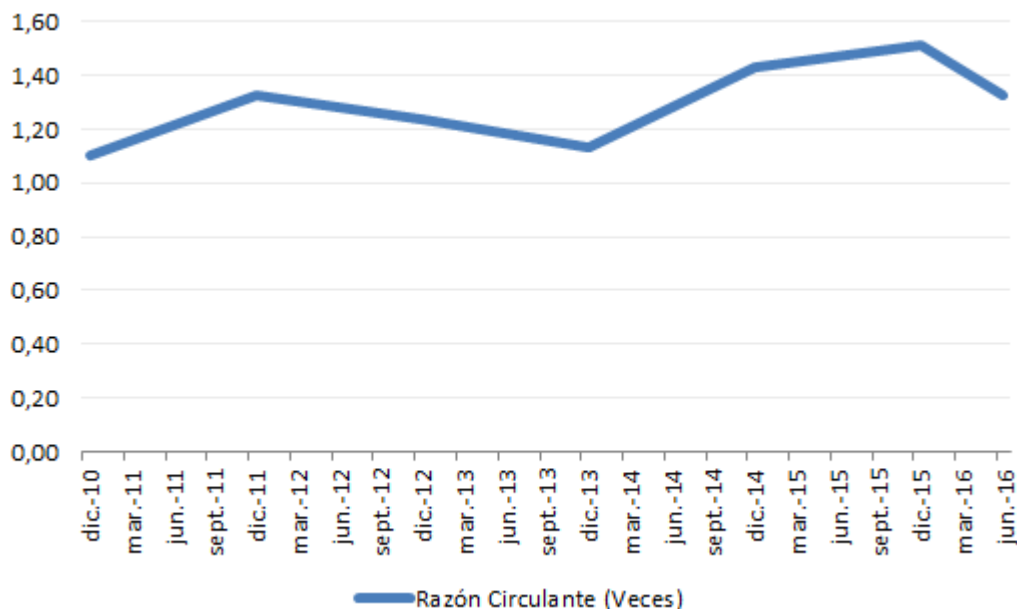


## Evolución de la liquidez

**Enlase Generación** ha presentado adecuados niveles de liquidez, los que se han mostrado sobre la unidad durante todo el periodo de evaluación, finalizando el año móvil a junio de 2016 en 1,3 veces. Cerca del 12,9% de los vencimientos financieros al 30 de junio de 2016 corresponden a vencimientos menores a un año, cifra que equivale al 38,5% de los pasivos corrientes de la empresa.



Ilustración 7  
**Evolución de la razón circulante**  
(Veces. 2010 – junio 2016)



## Evolución de la rentabilidad<sup>4</sup>

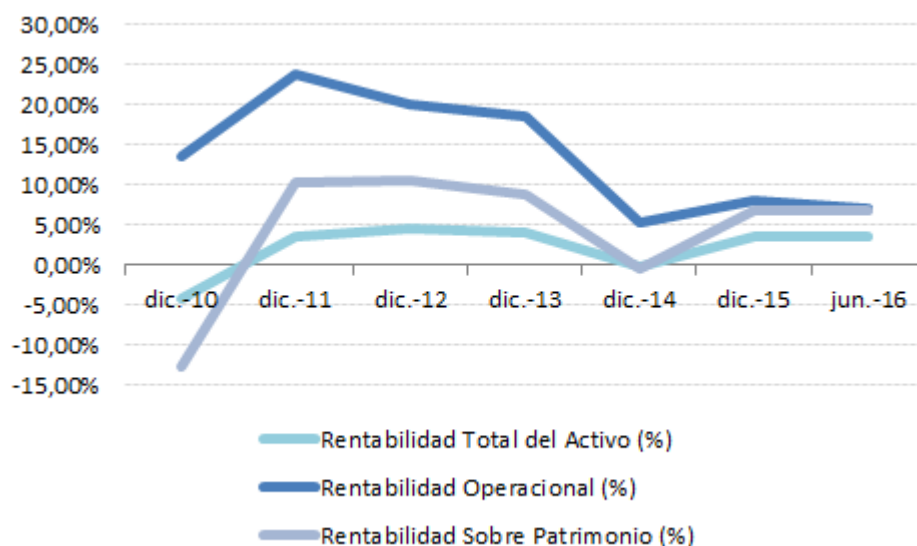
En términos de rentabilidad, **Enlase Generación** ha mostrado indicadores bastantes variables. A diciembre de 2010, la rentabilidad del activo y sobre patrimonio tuvo un desempeño negativo, llegando a valores iguales a -4,1% y de -12,6% respectivamente. Lo anterior, se explica por las pérdidas que obtuvo la empresa, iguales a US\$ 8,1 millones, debido a los altos costos financieros que ascendían a US\$ 16,0 millones y que, en parte, correspondían a gastos extraordinarios asociados a la reversión del *swap* de tasa efectuado al reestructurar la deuda al largo plazo.

A partir de 2011, y hasta 2013, las rentabilidades del activo y del patrimonio mostraron cierto nivel de estabilidad, situándose en valores cercanos al 4,0% y al 9,0%, respectivamente. Pero en 2014, ambas mediciones cayeron a valores de -0,3%, en el caso de la rentabilidad del activo, y de -0,5%, en el caso de la rentabilidad sobre patrimonio, influidos por el gasto financiero extraordinario correspondiente a US\$ 3,8 millones originados al prepagar la deuda bancaria con los fondos obtenidos producto de la colocación del bono (si se excluye dicho efecto, la rentabilidad es de 2,6% y 4,9%, respectivamente). A junio de 2016 los valores de rentabilidad

<sup>4</sup> Rentabilidad total del activo = utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución); rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio); rentabilidad patrimonio = utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

se han incrementado, a valores acordes con los registrados en el período 2011-2013 (ver Ilustración 8).

Ilustración 8  
**Evolución de las rentabilidades**  
(Porcentajes. 2010 – junio 2016)



## Antecedentes de los instrumentos

La compañía colocó el 23 de enero de 2014 el bono de la serie B (con cargo a la línea de bonos N° 772) por UF 1.500.000 para el refinanciamientos de pasivos del emisor.

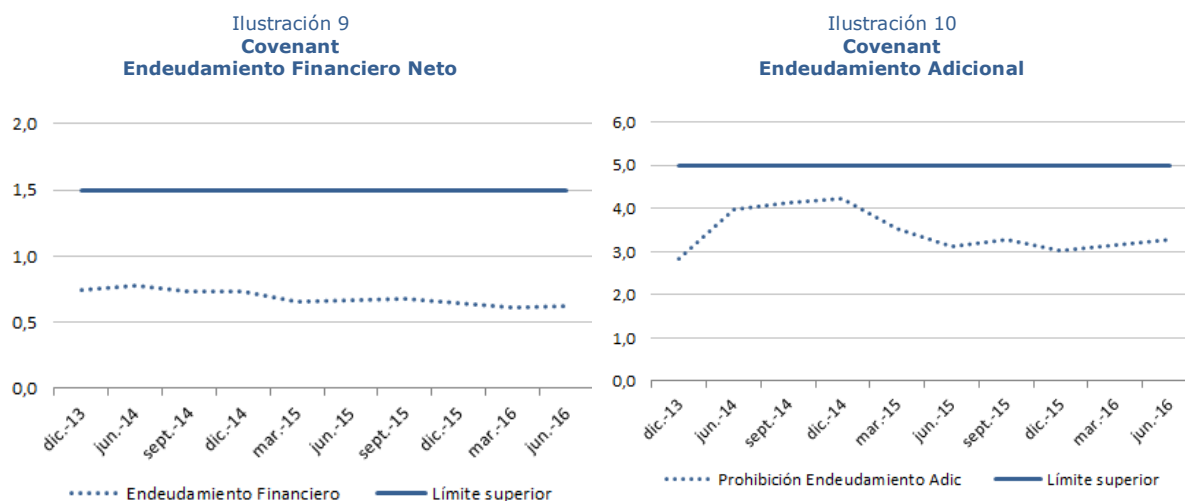
Serie	Monto nominal (UF)	Tasa de interés de carátula	Fecha de vencimiento	Rescate anticipado
B	1.500.000	3,5%	15-nov-23	15-nov-16

## Covenants

La serie B tiene los siguientes resguardos financieros:

Covenant	Definición	30-jun-16
Endeudamiento financiero neto	Obligaciones financieras netas sobre patrimonio inferior a 1,50 veces	0,62
Capacidad de generación	Mantener una capacidad instala de generación a firme mínima de 220 MW	279,9 MW

Covenant	Definición	30-jun-16
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)	3,27
<i>Negative Pledge</i>	No entregar más del 10% del total de activos del emisor en garantía a un nuevo crédito financiero o una nueva emisión de bonos	
<i>Cross Default y Cross Acceleration</i>	Por obligaciones mayores al 5% del total de activos del emisor	



**Obligaciones financieras netas:** Deuda financiera total – (caja total + activos de cobertura + capital de trabajo por ventas de energía – acreedores comerciales combustibles)

- Deuda financiera total: Otros pasivos financieros, corrientes + otros pasivos financieros, no corrientes.
- Caja total: Efectivo y equivalentes al efectivo + depósitos a plazo de duración superior a noventa días.
- Activos de cobertura: Derivado de cobertura.
- Capital de trabajo por ventas de energía: Deudores comerciales por venta de energía neto de provisión de incobrables.
- Acreedores comerciales combustible: Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes.

**EBITDA:** Ganancia (pérdida) por actividades de operación antes de impuestos + valor absoluto de la depreciación + valor absoluto de la amortización.

*"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."*