



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Enlaza Generación Chile S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Benjamín Espinosa R.  
Carlos García B.  
[benjamin.espinosa@humphreys.cl](mailto:benjamin.espinosa@humphreys.cl)  
[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

FECHA  
Octubre 2021

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos	<b>AA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	30 de junio 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 772 de 13.12.2013
Serie B (BENGE-B)	Primera emisión
Serie D (BENGE-D)	Segunda emisión
Serie E (BENGE-E)	Segunda emisión

**Estados de Resultados Consolidados IFRS**

Miles de US\$	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Ingresos de activ. ordinarias	38.187	27.635	20.938	25.090	19.686	29.087
Costo de ventas	-26.272	-14.439	-11.004	-15.114	-11.146	-22.163
<b>Ganancia bruta</b>	<b>11.915</b>	<b>13.196</b>	<b>9.934</b>	<b>9.976</b>	<b>8.540</b>	<b>6.924</b>
Gastos de administración	-1.953	-1.994	-2.331	-3.286	-2.878	-1.050
Otros ingresos/ otros gastos por función	29	8	54	-313	-94	41
<b>Resultado operacional</b>	<b>9.991</b>	<b>11.210</b>	<b>7.657</b>	<b>6.377</b>	<b>5.568</b>	<b>5.915</b>
Gastos financieros	-2.284	-1.900	-1.638	-1.349	-1.175	-480
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>6.489</b>	<b>7.620</b>	<b>4.117</b>	<b>3.447</b>	<b>3.463</b>	<b>4.105</b>
EBITDA	14.684	15.179	11.452	10.290	9.242	8.509

**Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS**

M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Activos corrientes	16.925	19.207	15.417	11.590	10.403	18.596
Activos no corrientes	116.987	113.682	106.129	102.695	98.997	99.913
<b>Total activos</b>	<b>133.912</b>	<b>132.889</b>	<b>121.546</b>	<b>114.285</b>	<b>109.400</b>	<b>118.509</b>
Pasivos corrientes	12.437	12.786	8.967	8.410	10.987	12.301
Pasivos no corrientes	46.909	43.896	37.046	32.106	29.369	36.096
Pasivos totales	59.346	56.682	46.013	40.516	40.356	48.397
Patrimonio Total	74.566	76.207	75.533	73.769	69.044	70.112
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>133.912</b>	<b>132.889</b>	<b>121.546</b>	<b>114.285</b>	<b>109.400</b>	<b>118.509</b>
Deuda financiera <sup>1</sup>	47.830	43.371	33.812	27.332	25.432	30.516

<sup>1</sup> Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los períodos 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). Actualmente está construyendo su primer parque solar por 8,2 MWp, diversificando su base de ingresos regulados, ya que éste inyectará energía a régimen de precio estabilizado.

Durante 2020, **Enlasa Generación** obtuvo ingresos por cerca US\$ 19,7 millones, de los cuales 80% correspondió a venta de potencia y 18,6% a venta de energía (durante 2019 los ingresos ascendieron a US\$ 25,1 millones). El EBITDA de la compañía fue de US\$ 9,2 millones y, según balance, cerró el año con una deuda financiera de US\$ 25,4 millones. A junio de 2021, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 29,1 millones y mantiene pasivos financieros por US\$ 30,5 millones<sup>2</sup>.

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\$ 10 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 56,4% del total de ingresos.

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 generación<sup>3</sup>, tal como se puede observar en otras empresas del sector.

Otro elemento positivo considerado en el análisis es la existencia de una administración 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 plazo.

<sup>2</sup> Considera pasivos por arrendamiento financieros de MUS\$ 409.

<sup>3</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*.

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).

Además, la clasificación de riesgo considera que **Enlasa Generación**, dado que es la principal filial operativa del grupo, debe destinar recursos a su matriz, Energía Latina, para que ésta responda a sus obligaciones financieras, las cuales fueron adquiridas con el objetivo de financiar parte del primer proyecto de Inersa, no obstante, a juicio de la clasificadora, se trata de un pasivo que es adecuadamente manejable por la sociedad.

En términos contingentes, durante la crisis provocada por el Covid-19 los flujos de la compañía no fueron mayormente afectados por la pandemia, dadas las características de su modelo de negocio que es esencialmente la venta de potencia que implica relacionarse con el sistema eléctrico en general y no con clientes particulares (venta energía al mercado spot). Por otra parte, la empresa presenta una sólida posición de liquidez para enfrentar el pago de sus pasivos de corto plazo, además de disponer de líneas de créditos disponibles con bancos (US\$ 10 millones en líneas comprometidas) y de sus principales proveedores.

Cabe señalar que la compañía se encuentra evaluando la posibilidad de una emisión de bonos, la cual tendría vencimientos hasta el año 2031. 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.

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 o su nivel de endeudamiento relativo. Con todo, para efectos de mantener la clasificación, la empresa debe mantener un adecuado calce de flujos y no afectarlo más allá de lo mostrado para el año 2031.

## 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 2020

**Enlasa Generación** obtuvo ingresos por US\$ 19,7 millones, de los cuales un 80% corresponde a ventas de potencia, mientras que el 18,6% restante se originó por la venta de energía.

Los ingresos por venta, en relación con el período anterior, disminuyeron un 21,5% producto de la menor comercialización de energía en el mercado *spot*. En 2019, la compañía generó 26,5 GWh, mientras que en 2018 esta cifra alcanzó los 46,7 GWh.

Los costos de venta, en concordancia con la menor producción de energía, disminuyeron un 26,3%, así el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, fue de 43,4%. El EBITDA de la compañía totalizó US\$ 9,2 millones, lo que representa una disminución de 10,2% respecto de 2019. La deuda financiera de la compañía finalizó en US\$ 25,4 millones.

### Resultados a junio 2021

En los primeros seis meses de 2021, la compañía obtuvo ingresos por US\$ 29,1 millones lo que representa un aumento por sobre el 155% respecto de igual semestre de 2020. Este crecimiento se debe a las mayores ventas de energía, en virtud que la generación pasó desde 23,3 GWh en el primer semestre de 2020 a 121,3 GWh a igual período 2021.

Por consiguiente, el margen bruto aumentó un 62,9% respecto de junio de 2020. Así, el margen bruto sobre los ingresos culminó el primer semestre del año 2021 en 23,8%.

El EBITDA de la compañía concluyó el periodo en US\$ 8,5 millones, lo que representa un aumento de 66,8%, respecto de junio de 2020. El margen EBITDA, a junio de 2021, fue de 29,3%, mientras que a junio de 2020 era de 44,8%. La deuda financiera de la compañía totalizó US\$ 30,5 millones en junio de 2021.

## Hechos recientes

**Enlasa Generación** está en proceso de una eventual emisión de dos series de bonos (D y E) con cargo a la línea N°772. Si bien cada serie es por UF 1.125 millones, el máximo a colocar entre ambas series no puede superar el monto referido. El uso de los fondos provenientes de la colocación, según lo informado, será aproximadamente un 17% al refinamiento de pasivos; alrededor de un 53% al financiamiento de proyectos de generación y transmisión del Emisor y/o sus Filiales; y, el restante, a otros fines corporativos generales del Emisor y/o sus Filiales, incluyendo el refinamiento de deuda de la matriz Energía Latina S.A.

## 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 2020, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado un EBITDA del orden de US\$ 14,2 millones, generando para diciembre 2020 US\$ 9,2 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 2020, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado ingresos por US\$ 28,2 millones con un EBITDA promedio de energía de US\$ 2,9 millones. A junio de 2021, las ventas de este segmento ascienden a US\$ 21 millones.

En cuanto a las nuevas inversiones, se consideran cuatro proyectos en evaluación, siendo Teno Solar, Peñón Solar, Peñón Solar II y el último proyecto consiste en una ampliación a la subestación de Central San Lorenzo. Estos proyectos lograrían una mayor diversificación en los ingresos a través de parques solares a régimen de precio estabilizado.

**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:** **Enlasa Generación** dispone de cuatro centrales 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 70,8 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).

## 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 demanda<sup>4</sup>, 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.

A agosto de 2021, el Sistema Eléctrico Nacional (SEN) tiene una potencia instalada de 28.946 MW aproximadamente y atiende una demanda máxima de 11.227 MWh/h<sup>5</sup>.

## 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), las cuales entraron en operación comercial desde 2009. 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 2020.

<sup>4</sup> 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).

<sup>5</sup> <https://www.coordinador.cl/>

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 Enlaza SpA.	11,08%

Energía Latina es controlada en base a un pacto controlador desde junio 2013, donde están presentes accionistas como FS Enlaza SpA, DSMF Enlaza 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.

## Estructura productiva

La sociedad cuenta con cuatro plantas generadoras, todas a diésel, 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 <sup>3</sup> /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 <sup>3</sup> / 100 hrs.	27/07/2009, 29/11/2009 y 09/2014
Teno	Teno	70,8 MW	59,0 MW	36 motores-generadores de 1,8 MW; 4 motores-generadores de 1,5 MW.	Diesel	800 m <sup>3</sup> /64 hrs	06-05-2009 y 01-04-2017
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 <sup>3</sup> / 117 hrs	24-02-2009

## Composición de los flujos

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

Dentro de sus líneas de negocio, destaca por su elevada importancia la venta de potencia, ya sea en términos de ingresos como en EBITDA, y por la estabilidad de sus flujos en el tiempo. De esta forma, en los últimos cinco años los ingresos de este segmento han representado entre el 43,5% y el 86,5% del total de ingresos, en el caso del EBITDA este porcentaje ha variado entre 72,6% y 97,8%.

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 56,4% del total de ingresos y en términos de EBITDA entre 2,2% y 22,4% del total. Se observa una mayor cantidad de ingresos de energía en el pasado ya que la compañía despachaba mayores volúmenes. Las ventas de este segmento requieren de precios *spot* elevados. Sin embargo, en junio 2021 se aprecia un aumento en las ventas, llegando a MUS\$ 21,2.

En las Ilustraciones 1 y 2 se muestra la evolución del ingreso y EBITDA, respectivamente, por líneas de negocios entre los años 2016 y 2020.

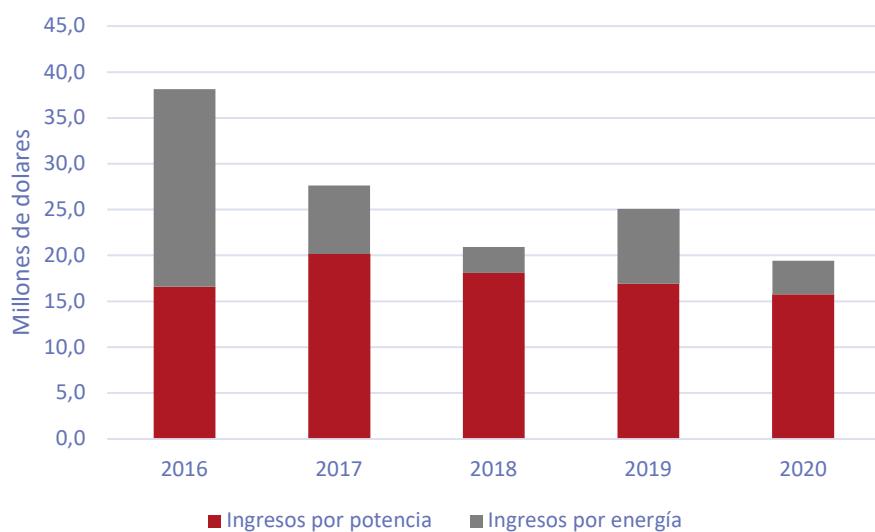


Ilustración 1: Estructura de ingresos por segmento (2016-2020)

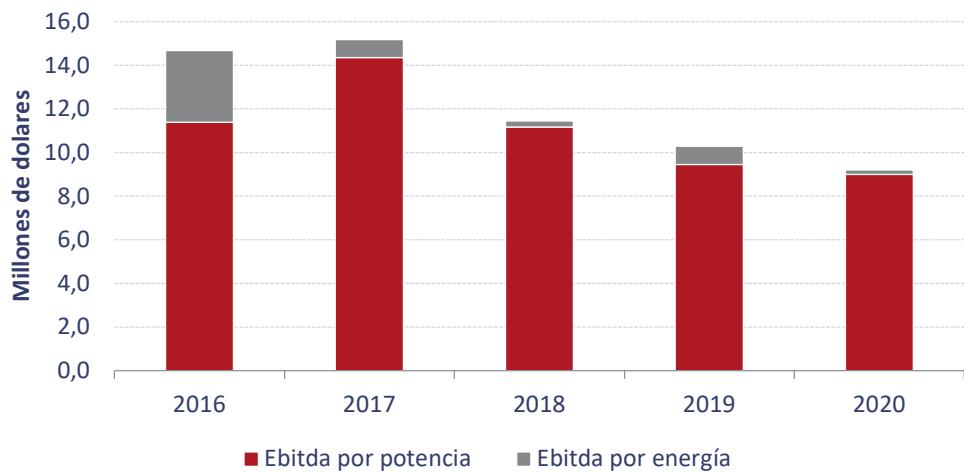


Ilustración 2: Estructura de EBITDA por segmento (2016-2020)

## Líneas de negocio

Como ya se mencionó, el emisor opera a través de dos líneas de negocio. Donde a junio de 2021, los ingresos totales de **Enlasa Generación** totalizaron US\$ 29,1 millones. En términos de EBITDA total, en el mismo periodo, alcanzó US\$ 8,5 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 2020, la venta de potencia representa aproximadamente el 80% de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 15,8 millones (US\$ 16,9 millones a diciembre de 2019). El EBITDA potencia a diciembre de 2020 alcanza US\$ 9,2 millones (US\$ 9,5 millones a diciembre de 2019). El margen EBITDA por potencia alcanzó un 57,3% en el año 2020.

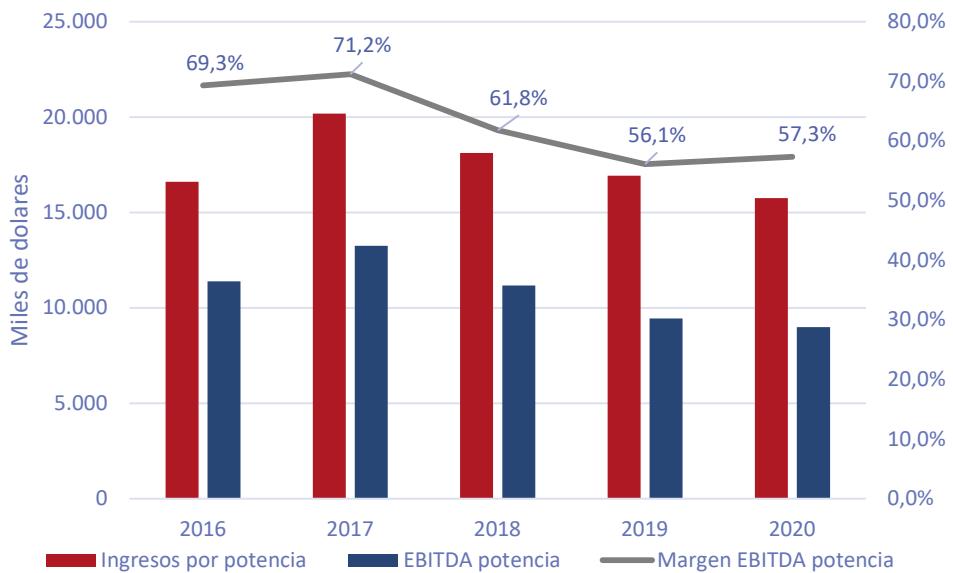


Ilustración 3: Evolución ingresos, EBITDA y Margen EBITDA potencia

## 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 2021. 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 2021 en valores alrededor de 7,734 US\$/kW/mes en el subsistema de Diego de Almagro y de 7,784 US\$/kW/mes en Polpaico. No obstante, los últimos registros continúan siendo superiores a los exhibidos en 2005.

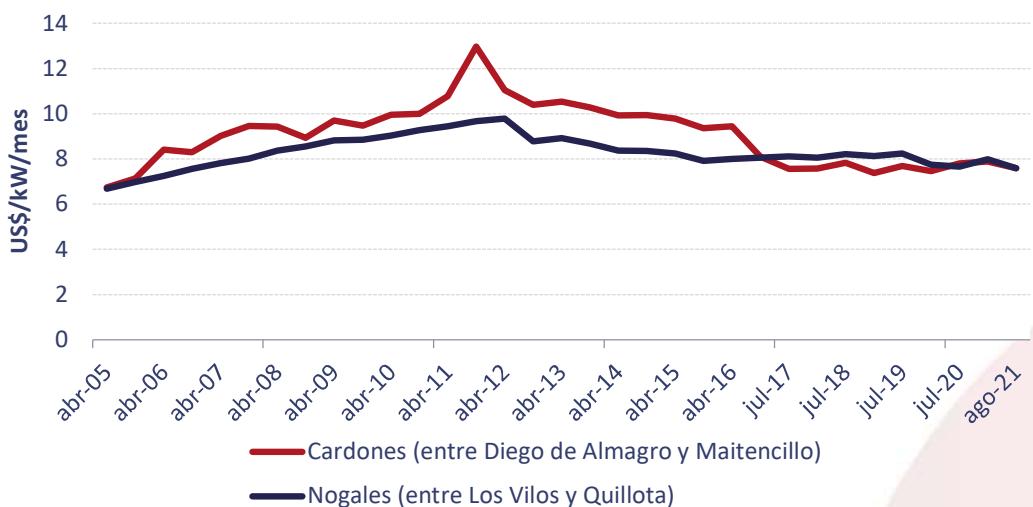


Ilustración 4: Evolución precio nudo (US\$/kW/mes)

## Segmento energía

Las cuatro centrales de **Enlasa Generación** 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 2021, existe un aumento donde se ha generado 121 GWh, cifra alrededor de cinco veces superior a lo generado en el primer semestre de 2020.

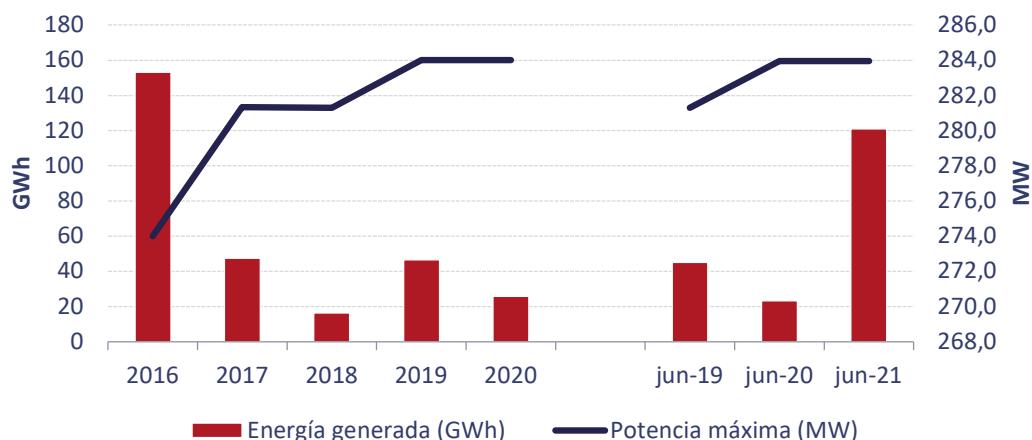


Ilustración 5: Evolución de las ventas físicas (2016-jun2021)

## Evolución de los ingresos y EBITDA

Al diciembre de 2020, la venta de energía representa aproximadamente el 18,6% de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 3,7 millones (US\$ 8,2 millones a diciembre de 2019). El EBITDA energía presenta un comportamiento variable alcanzando para 2020 los US\$ 0,2 millones (US\$ 0,8 millones a diciembre de 2019). El margen EBITDA por energía alcanzó un 5,4% al año 2020.

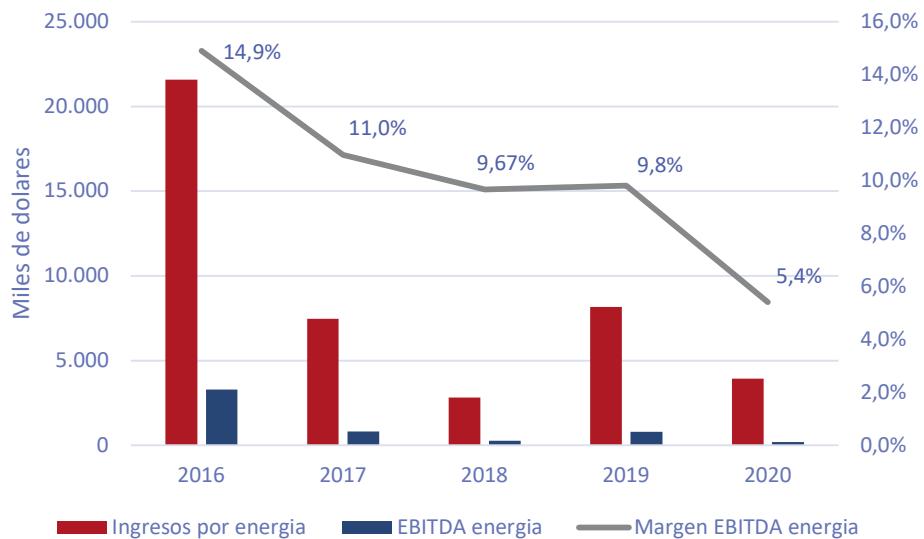


Ilustración 6: evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Energía.

## Análisis financiero<sup>6</sup>

### Evolución de los ingresos y EBITDA consolidados

Entre 2016 y el año móvil finalizado en junio de 2021, la empresa ha promediado ingresos por actividades ordinarias de US\$ 28,2 millones anuales, no obstante, en los últimos doce meses finalizados en junio de 2021 alcanzó una de las cifras más altas del periodo con US\$ 37,4 millones, explicado por las mayores ventas de energía durante el primer semestre de 2021, principalmente de la central Trapen<sup>7</sup>.

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 2021 el EBITDA de la compañía fue de US\$ 12,65 millones, mientras que el margen EBITDA llegó a 33,8%, ratio que a diciembre de 2020 fue de 46,9%.

<sup>6</sup> 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 marzo de 2021.

<sup>7</sup> La central Trapen fue requerida para abastecer la demanda de la zona sur del sistema eléctrico nacional producto de restricciones de transferencia en la línea Cautín-Ciruelos, disminución de la cota del lago Chapo y del bajo aporte de las centrales eólicas de la zona.

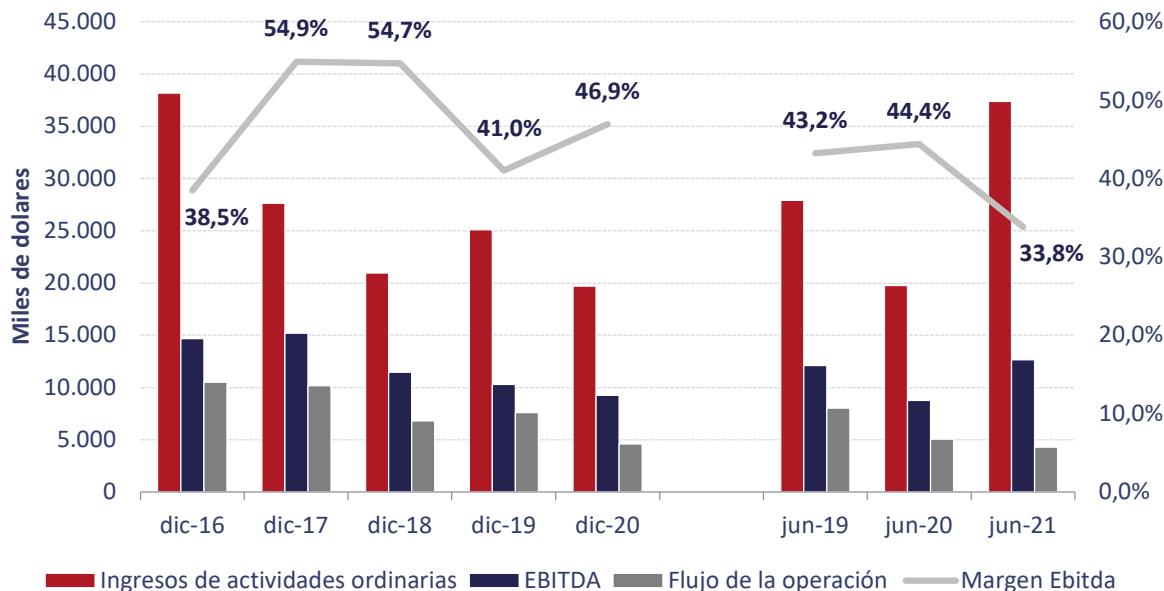


Ilustración 7: Evolución del margen EBITDA (2016-jun21(anualizado))

## Endeudamiento

La deuda financiera de **Enlasa Generación** ha presentado una reducción constante en el periodo de evaluación. A diciembre de 2016, exhibía una deuda financiera de US\$ 47,8 millones, mientras que, a junio de 2021, las obligaciones financieras totalizaron los US\$ 30,5 millones, que si bien es levemente mayor a diciembre de 2020, evidencia una tendencia a la baja en el tiempo.

Desde 2016, cuando la relación deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo(FCLP<sup>8</sup>) era de 3,9 veces, hasta 2019 con la relación en 2,9 veces este indicador de endeudamiento presentó una trayectoria decreciente, sin embargo, en 2020 tuvo un aumento llegando a 3,1 veces, tendencia que se ha mantenido en lo que va del año 2021, donde en los últimos doce meses finalizados en junio de 2021, se tiene un indicador de 3,42 veces (aumento explicado principalmente por mayor deuda financiera asociada al financiamiento de proyecto Teno Solar y créditos de capital de trabajo). A junio de 2021, el FCLP exhibió un valor de US\$ 8,9 millones.

De acuerdo con lo mencionado anteriormente, la compañía se encuentra en la evaluación de una posible emisión de bono que, de realizarse, **Enlasa** presentaría una obligación financiera cercana a MUS\$ 67.100 con una relación deuda financiera a FCLP de 2021 que alcanzaría las 5,6 veces. Es importante mencionar que este aumento en la deuda financiera conllevaría inversiones en activos de alrededor de MUS\$ 32.900.

<sup>8</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.

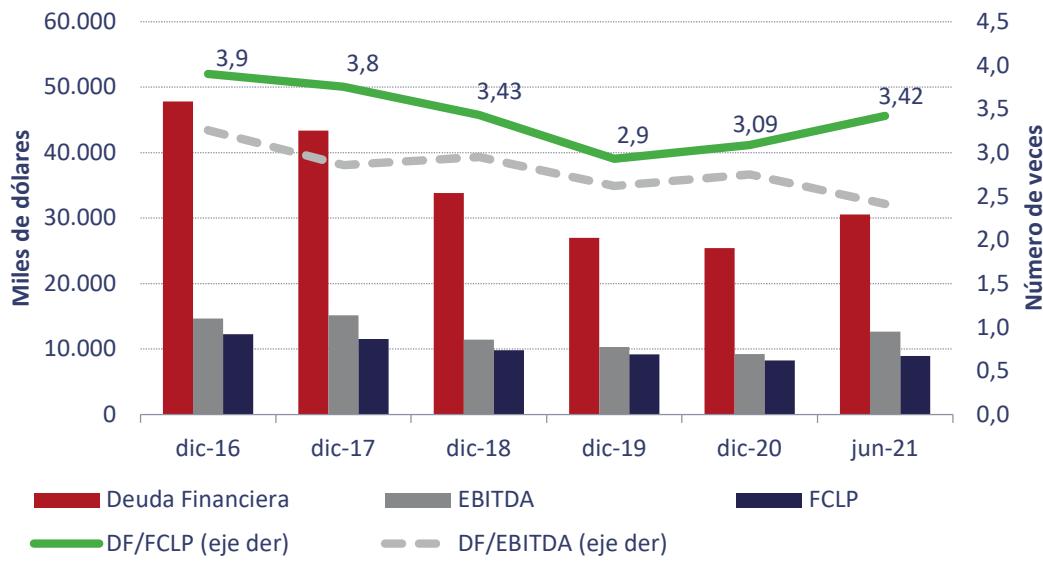


Ilustración 8: Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP. (2016-jun2021(anualizado))

El perfil de vencimientos de la compañía, a junio de 2021, 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.

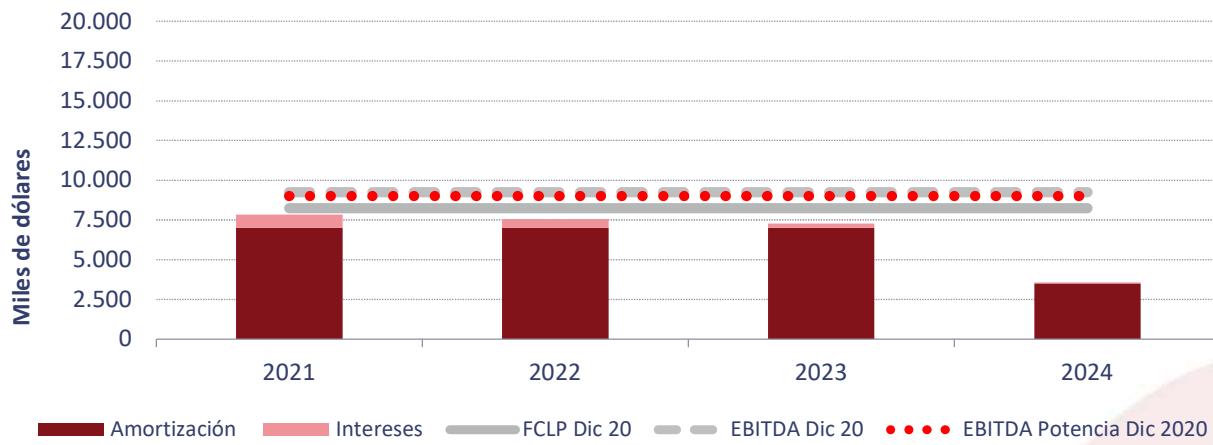


Ilustración 9: Evolución del perfil de vencimiento junio 2021

## Evolución de la liquidez

**En lasa Generación** ha presentado adecuados niveles de liquidez, los que se han mostrado por sobre la unidad durante todo el periodo de evaluación a excepción de diciembre 2020, finalizando el año móvil a junio de 2021 en 1,51 veces.

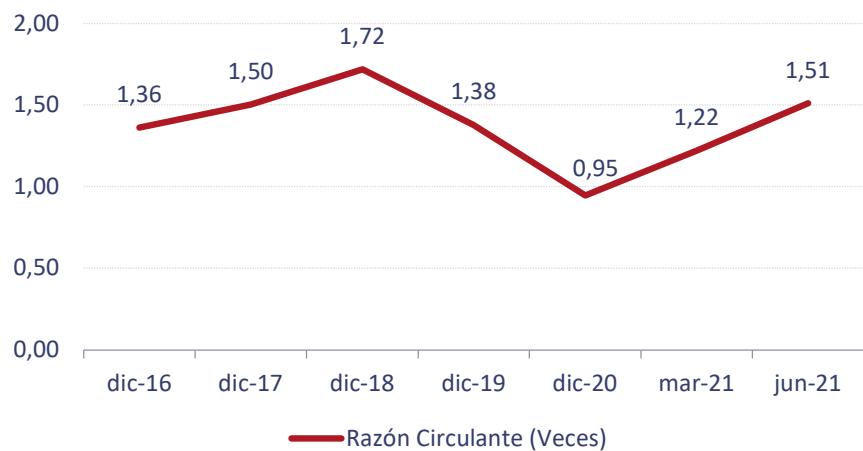


Ilustración 10: Razón circulante (2016-jun 2021(anualizado))

## Evolución de la rentabilidad<sup>9</sup>

A partir de 2017 los ratios presentan una disminución producto, principalmente, de menores utilidades alcanzadas en estos periodos, sin embargo a junio de 2021 anualizado se presenta una recuperación finalizando con una rentabilidad del activo de 5,2% y de 8,6% para la rentabilidad del patrimonio, ambas explicadas por las mayores ventas del segmento de energía.

<sup>9</sup> 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.

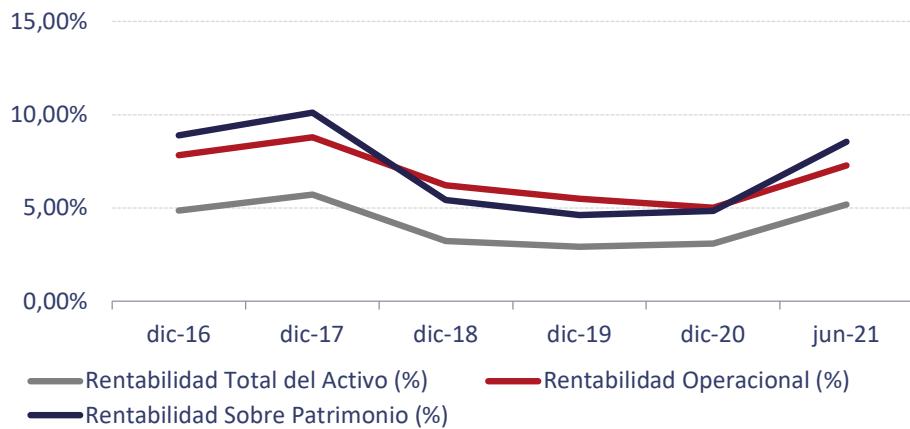


Ilustración 11: Evolución de las rentabilidades

## Covenants

La serie B tiene los siguientes resguardos financieros:

Covenant	Definición	30-jun-21
Endeudamiento financiero neto	Obligaciones financieras netas sobre patrimonio inferior a 1,50 veces	0,32
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)	1,79
<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	Cumple

## Ratios financieros<sup>10</sup>

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez (veces)	1,77	2,64	2,90	2,24	2,63
Razón Circulante (Veces)	1,36	1,50	1,72	1,38	0,95
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,36	1,50	1,72	1,38	0,93
Razón Ácida (veces)	1,19	1,32	1,45	1,10	0,80
Rotación de Inventarios (veces)	13,17	6,56	4,64	6,32	5,67
Promedio Días de Inventarios (días)	27,72	55,65	78,61	57,72	64,33
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,76	6,16	6,74	11,83	4,82
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	37,39	59,24	54,16	30,84	75,70
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	9,78	5,96	7,60	15,18	6,82
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	37,33	61,25	48,00	24,05	53,54
Diferencia de Días (días)	-0,06	2,01	-6,16	-6,79	-22,16
Ciclo Económico (días)	-27,78	-53,64	-84,78	-64,51	-86,50

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (veces)	0,44	0,43	0,38	0,35	0,37
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,80	0,74	0,61	0,55	0,58
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,27	0,29	0,24	0,26	0,37
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,26	2,86	2,95	2,66	2,75
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,31	0,35	0,34	0,38	0,36
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	80,60%	76,52%	73,48%	67,46%	63,02%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	3,28%	4,03%	2,68%	0,01%	3,38%
Veces que se gana el Interés (veces)	3,58	5,45	3,27	3,59	3,99

<sup>10</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

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

<b>Otros indicadores</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,21%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	2,99%	3,13%	3,01%	3,42%	3,44%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	88,50%	86,60%	87,37%	89,46%	95,69%

*“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.”*