



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Enlasa Generación Chile S.A.

Octubre 2015

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 2015 |

| 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 | Ene-Jun 2014 | Ene-Jun 2015 |
| Total ingresos | 48.920 | 145.951 | 102.537 | 79.649 | 41.325 | 23.906 | 46.432 |
| Costo de ventas | -40.405 | -124.310 | -88.521 | -66.164 | -32.738 | -18.886 | -39.170 |
| Ganancia bruta | 8.515 | 21.641 | 14.016 | 13.485 | 8.587 | 5.020 | 7.262 |
| Gtos. de administración | -1.387 | -1.632 | -2.892 | -2.661 | -2.002 | -1.249 | -844 |
| Otros ingresos/otros gastos por función | -68 | -4.985 | 1.067 | 408 | 297 | 138 | 149 |
| Resultado operacional | 7.060 | 15.024 | 12.191 | 11.232 | 6.882 | 3.909 | 6.567 |
| Gastos financieros | -16.073 | -5.559 | -4.426 | -3.632 | -6.629 | -5.219 | -1.429 |
| Resultado del ejercicio | -7.613 | 6.424 | 7.071 | 6.114 | -384 | -1.510 | 3.981 |
| EBITDA | 14.727 | 26.280 | 20.983 | 18.741 | 12.338 | 6.745 | 9.859 |

| Balance general individual IFRS | | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Miles de US\$ | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 | dic-14 | jun-15 |
| Activos corrientes | 25.420 | 20.807 | 25.949 | 19.391 | 13.405 | 20.182 |
| Activos no corrientes | 159.230 | 144.545 | 123.192 | 122.761 | 120.093 | 120.165 |
| Total activos | 184.650 | 165.352 | 149.141 | 142.152 | 133.498 | 140.347 |
| Pasivos corrientes | 22.972 | 15.701 | 21.008 | 17.144 | 9.352 | 16.806 |
| Pasivos no corrientes | 101.057 | 84.856 | 60.447 | 52.855 | 53.560 | 51.294 |
| Pasivos totales | 124.029 | 100.557 | 81.455 | 69.999 | 62.912 | 68.100 |
| Patrimonio | 60.621 | 64.795 | 67.686 | 72.153 | 70.586 | 72.247 |
| Patrimonio y pasivos, total | 184.650 | 165.352 | 149.141 | 142.152 | 133.498 | 140.347 |
| Deuda financiera | 104.329 | 80.654 | 69.608 | 62.720 | 57.513 | 59.098 |

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 320,2 MW, lo que equivale a 278,9 MW de potencia firme.

Durante 2014 **Enlasa Generación** obtuvo ingresos por cerca US\$ 41,3 millones, de los cuales 37,4% correspondió a venta de potencia y 62,5% a venta de energía (durante 2013 los ingresos ascendieron a US\$ 79,6 millones, básicamente por una mayor generación eléctrica). El EBITDA de la compañía fue de US\$ 12,3 millones y, según balance, cerró el año con pasivos financieros de US\$ 57,5 millones. A junio de 2015 la empresa obtuvo ingresos por US\$ 46,4 millones y mantiene pasivos financieros por US\$ 59,1 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 sí 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*, situación que en la actualidad se ve particularmente favorecida por lo ajustado de la capacidad de generación en relación a la demanda que se registra en el SIC. En los hechos, durante el año en curso y en los anteriores, la sociedad ya 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 generación¹ 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.

Junto con lo anterior, siempre dentro de la perspectiva de largo plazo de los procesos de clasificación, se ha considerado como elemento restrictivo posibles bajas en los ingresos de potencia, ya sea por aumento en la capacidad instalada, cambios regulatorios e, incluso, pero menos probables, por caída en la demanda de energía. 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 **Enlasa Generación** o el normal funcionamiento de las operaciones (aminorado por seguros contratados).

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.

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

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.

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).
- Siniestro plantas (riesgo cuyo efecto sobre el emisor es susceptible de aminorar vía seguros y de baja probabilidad de ocurrencia, dado que son 146 motores generadores y 2 turbinas).
- Fuerte exceso de oferta energética (muy bajo riesgo en el mediano plazo).

Hechos relevantes recientes

Resultados a diciembre de 2014

Enlase Generación obtuvo ingresos por US\$ 41,3 millones, de los cuales un 37,4% corresponde a ventas de potencia, mientras que un 62,5% a se originan por la venta de energía.

Los ingresos por venta, en relación con el período anual anterior, disminuyeron un 48,13% producto de la menor comercialización de energía en el mercado *spot*. En 2013, la compañía generó 235,4 GWh, mientras que en 2014 esta cifra alcanzó los 101,9 GWh. De esta forma, las ventas por generación, que en 2013 totalizaron US\$ 61,9 millones, en 2014 alcanzaron US\$ 25,8 millones, lo que corresponde a una disminución de 58,3%.

Los costos de venta, en concordancia con la menor producción de energía, disminuyeron un 50,5%, así el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, fue de 20,8%, mientras que en 2013 fue de 16,9%. De esta forma, el EBITDA de la compañía totalizó US\$ 12,3 millones, una disminución de un 34,2% respecto de 2013.

La deuda financiera de la compañía totalizó US\$ 57,5 millones, que respecto a 2013 disminuyó en un 8,3%.

Resultados a junio de 2015

En los primeros seis meses de 2015, la compañía obtuvo ingresos por US\$ 46,4 millones lo que representa un incremento de 94,2% respecto a igual semestre de 2014. Esta expansión se debe a las mayores ventas de energía, en virtud a que la generación se incrementó desde 60,3 GWh en junio de 2014, a 214,1 GWh en junio 2015, asociada a la menor producción hídrica ocurrida en el SIC. De esta manera, los ingresos por generación aumentan en más de 140%, totalizando US\$38,5 millones. Los ingresos por potencia caen 0,3% en el período, a US\$ 7,9 millones, debido a la reducción en su precio.

Producto de lo anterior, y dado el incremento en los costos de venta asociados al petróleo requerido para la mayor generación, el margen bruto se incrementó en 44,7%. Así, el margen bruto sobre los ingresos culminó el primer semestre del año en 15,6%, mientras que, en el mismo periodo finalizado en 2014, este indicador fue de 21,0%.

El EBITDA de la compañía finalizó el periodo en US\$ 9,9 millones, lo que representa un aumento de 46,2%, respecto a junio de 2014. El margen EBITDA de la sociedad fue de 21,2%, mientras que a junio de 2014 era de 28,2%.

La deuda financiera de la compañía totalizó los US\$ 59 millones, lo que significa un incremento de 2,8% respecto a la exhibida por la compañía a diciembre de 2014, debido principalmente a compromisos financieros asociados a la compra de petróleo durante el semestre, pero que, de acuerdo a lo señalado por la emisora, habrían sido pagados con posterioridad.

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 con baja exposición a bajas de relevancia en el mediano plazo. Durante 2012 a 2014, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado un EBITDA promedio de US\$ 12,2 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 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 2014 por esta línea de negocio la empresa ha promediado ingresos por US\$ 56,6 millones con un EBITDA promedio de energía de US\$ 5,5 millones. A junio de 2015, las ventas ascienden a US\$ 38,5 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 68,5MW y potencia firme de 62,0 MW), Coquimbo (Central El Peñón, con una capacidad instalada de 96,9MW y potencia firme de 81,0 MW, a los que se adicionarían 2MW de potencia a partir de diciembre de 2015), Teno (Central Teno, con una capacidad instalada de 64,8MW y potencia firme de 56,4 MW, a los que se adicionarían 6MW de potencia a partir de abril

de 2016) y Puerto Montt (Central Trapén, con capacidad instalada de 90,0MW y potencia firme de 79,3 MW, a los que se adicionarían 8MW de potencia a partir de diciembre de 2015).

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 146 motores generadores y 2 turbinas.

Riesgo de aumento de la potencia instalada: Un crecimiento mayor de la potencia 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 la CNE a septiembre de 2014, las centrales de generación en construcción, entre 2015 a 2020, aportarían 2.757,8 MW de potencia neta al SIC. Mientras que este sistema tiene una potencia instalada, a diciembre de 2014, igual a 15.178,9 MW, equivalente a 11.133 MW de potencia firme. Con esto, la potencia crecería a tasas anuales iguales a 1,7%, entre 2015 y 2020, mientras, que la demanda de energía lo haría a tasas anuales promedio de 4,6% en el mismo periodo. De esta forma, este riesgo en el mediano plazo se aminora.

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 320,2 MW equivalentes a 278,9 MW de potencia firme, lo que corresponde a 1,8% de la potencia a firme instalada en el SIC a octubre de 2015.

Se entiende por potencia firme como la potencia máxima que sería capaz de inyectar y transitar en los sistemas de transmisión en las horas de punta del sistema, lo que considera su disponibilidad probable.

| Central | Ubicación | Capacidad Nominal Instalada | Potencia a Firme | Tecnología | Combustible | Capacidad Estanques /Autonomía | Fecha declaración comercial |
|-------------|------------------|-----------------------------|------------------|--|-------------|---------------------------------|----------------------------------|
| San Lorenzo | Diego de Almagro | 68,5 MW | 62,2 MW | 2 turbinas de 30 MW; 3 motores generadores de 2,5 MW; 1 motor generador de 1,0 MW. | Diesel | 1.900 m ³ /85 hrs. | 17/09/2009, 15/01/2010 y 09/2014 |
| El Peñón | Coquimbo | 96,9 MW | 81,0 MW | 50 motores-generadores de 1,8 MW; 6 motores generadores de 1,15 MW. | Diesel | 2.000 m ³ / 100 hrs. | 27/07/2009, 29/11/2009 y 09/2014 |
| Teno | Teno | 64,8 MW | 56,4 MW | 36 motores-generadores de 1,8 MW | Diesel | 800 m ³ /64 hrs | 06-05-2009 |
| Trapén | Pto. Montt | 90,0 MW | 79,3 MW | 50 motores-generadores de 1,8 MW | Diesel | 2.000 m ³ / 100 hrs | 24-02-2009 |

Antecedentes de administración y propiedad

El directorio de Energía Latina S.A., matriz de **Enlase 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 |
| Pedro Ruiz-Clavijo García | 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 |

Enlasa Generación es controlada, en un 99,9%, por Energía Latina. Por su parte, Energía Latina tiene como propietarios, a junio de 2015, a:

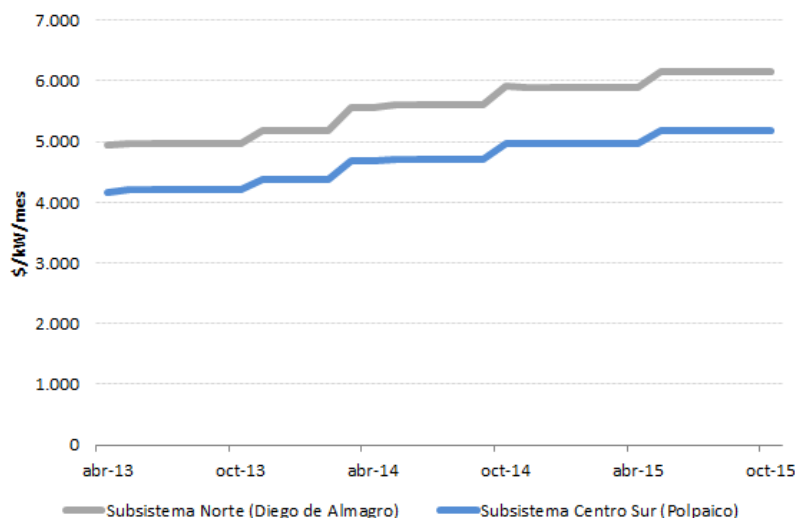
| Nombre | % de propiedad |
|---|----------------|
| Penta Vida Cia. de Seguros de Vida | 18,2% |
| Moneda Corredora de Bolsa Limitada | 13,2% |
| Del Sol Mercado Futuros Ltda. | 11,1% |
| Chiletech S.A. AFI para Chiletech Fondo | 9,7% |
| BTG Pactual Chile S.A.C. de B. | 5,8% |
| F S Inversiones Ltda. | 5,6% |
| Sociedad de Ahorro Villuco Ltda. | 4,2% |
| Sociedad de Ahorro Tenaya Dos Ltda. | 4,2% |
| Sociedad de Ahorro Atacalco Dos Ltda. | 4,2% |
| Sociedad de Ahorro Alisios Dos Ltda. | 4,2% |
| Inversiones Mardos S.A. | 3,5% |
| Agrosonda Inversiones Limitada | 2,9% |
| Otros | 13,3% |

Generación de flujos

La venta de potencia, es decir de la capacidad instalada de **Enlasa 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
(Subsistema norte y centro sur)



Fuente: CNE

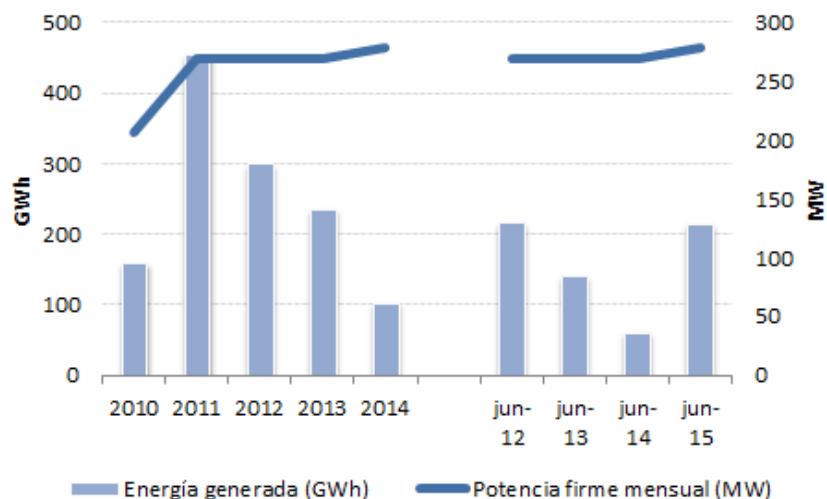
Por otra parte, las centrales de la empresa generan y venden energía cuando hay restricciones de oferta; esto puede ocurrir por fallas, mantenciones, déficit de generación hidroeléctrica o falta de inversiones en nuevas centrales. También por restricciones en los sistemas de transmisión, en horas de 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 2015 se han generado 214,1 GWh, valor superior a la generación total de 2014.

Ilustración 2
Evolución de las ventas físicas
(2010-Junio 2015)



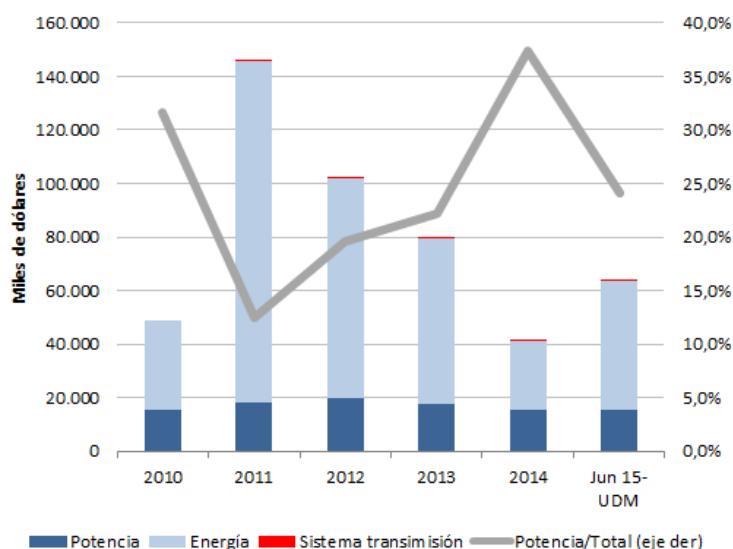
Evolución indicadores financieros

Evolución de ingresos y EBITDA

Entre 2010 y 2014, la empresa ha promediado ingresos por actividades ordinarias de US\$ 83,7 millones. Por un lado, las ventas de potencia han promediado los US\$ 17,4 millones, fluctuando entre un máximo de US\$20 millones en 2012 y un mínimo de US\$15,4 millones en 2014; por otro las ventas de energía han aportado US\$ 66,1 millones, alcanzando un máximo de US\$ 127,3 millones en 2011 y un mínimo de US\$ 25,8 millones en 2014 (ver Ilustración 3).

Se aprecia que en los últimos doce meses finalizados en junio de 2015 los ingresos totales han alcanzado los US\$63,9 millones, impulsados por la recuperación en los ingresos provenientes de venta de energía al sistema.

Ilustración 3
Evolución de los ingresos por segmento
(MUS\$ 2010-Junio 2015)

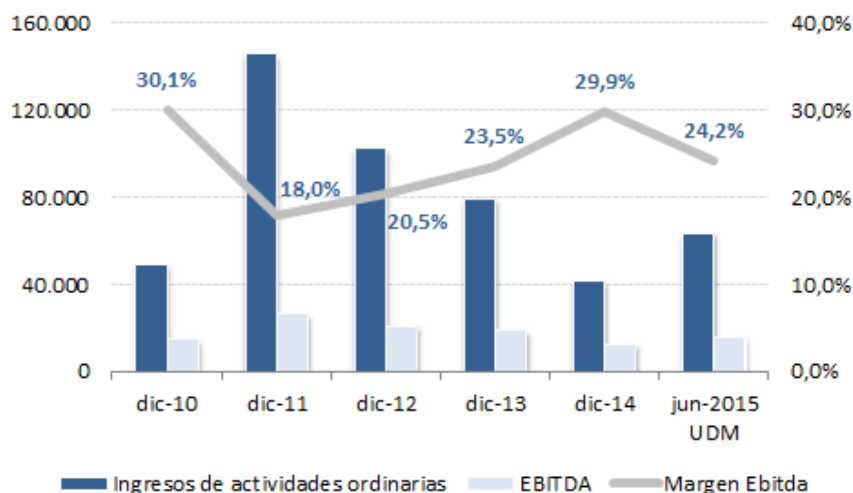


La Ilustración 3 muestra, además, la participación de los ingresos provenientes por la venta de potencia en los ingresos totales de la compañía. Se aprecia que la misma alcanzó un máximo de 37,4% en 2014, pero en el período de doce meses finalizados a junio de 2015 se había situado en poco más de 24%, debido a la ya señalada recuperación de los ingresos por venta de energía

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 periodo con las mayores ventas de energía por parte de **Enlasa**. 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 2015 el EBITDA de la compañía fue de US\$ 15,4 millones, mientras que el margen EBITDA llegó a 24,2%, mientras que a diciembre de 2014 este ratio fue de 29,9%.

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 2015, las obligaciones financieras totalizaron los US\$ 59 millones compuesta en su mayor parte por el bono emitido por la compañía, a excepción de una deuda bancaria corriente por US\$5,5 millones, correspondiente a deuda de capital de trabajo, ya pagada.

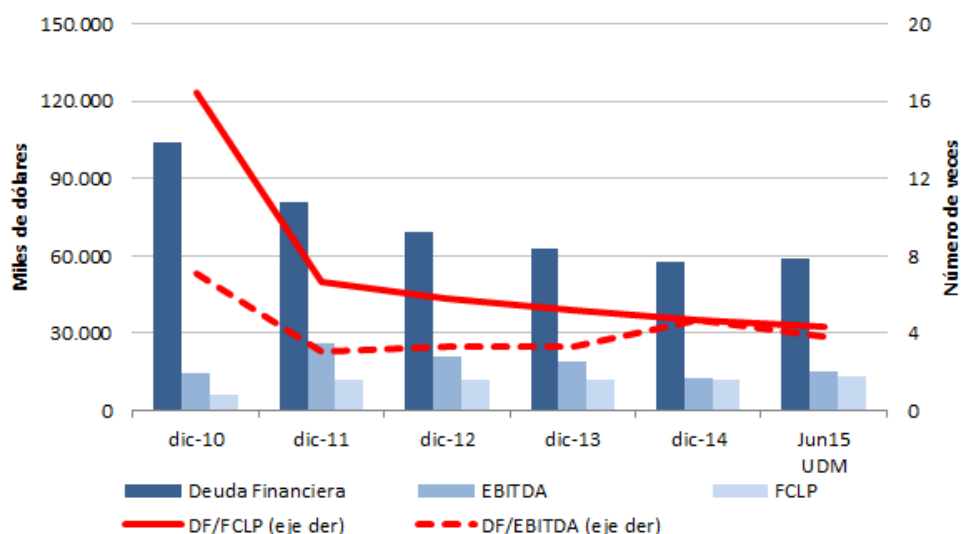
Pese a la constante disminución en el valor de la deuda financiera, si se compara ésta en relación al EBITDA, se aprecia que esta razón ha mostrado un comportamiento contrario, puesto que la caída en los pasivos financieros ha tenido lugar en conjunto con una merma en la generación de EBITDA, debido 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, mientras que a diciembre de 2014 subió a 4,7 veces. A junio de 2015, en virtud de la mayor generación de EBITDA en doce meses, este indicador se redujo a 3,82.

Por su parte, a junio de 2015 el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)² registró un valor de US\$ 13,6 millones. De esta forma, el ratio deuda financiera sobre FCLP se situó en 4,36 veces, el

² 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

que a diciembre de 2014 era de 4,73 veces y a diciembre de 2013 era de 5,2 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 2015)

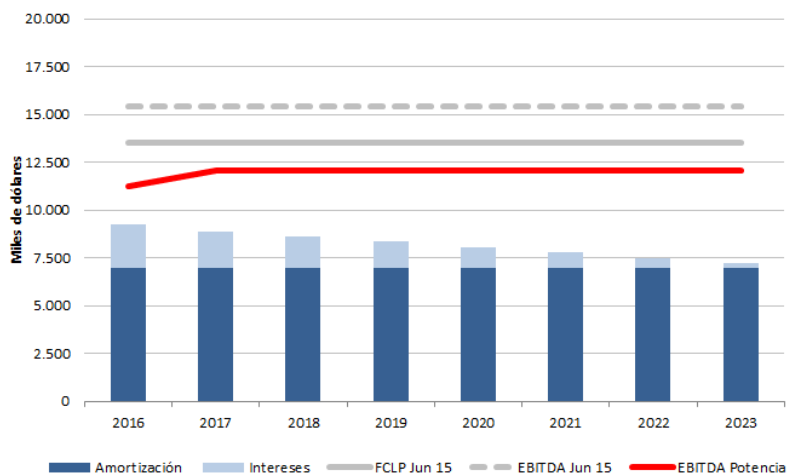


El programa de vencimientos de la compañía a julio de 2015,³ considerando amortizaciones e intereses, presenta un perfil adecuado a la generación de caja de la compañía. Este patrón se repite durante todo el periodo de vigencia del bono. Es posible apreciar que ante nulas ventas de energía al SIC, por parte de **Enlisa 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.

pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

³ El perfil de vencimientos considera una deuda financiera superior a la establecida en los estados financieros a junio de 2015. En efecto, con posterioridad al cierre de éstos, la compañía, por una parte, pagó una deuda de corto plazo asociada a la adquisición de petróleo, y, por otra, adquirió nuevos compromisos por US\$5 millones, destinados a la compra de nuevos motores generadores que incrementarán la potencia instalada de la firma. La deuda planificada para realizar la inversión alcanza a US\$5 millones, de los cuales ya se han tomado US\$3 millones.

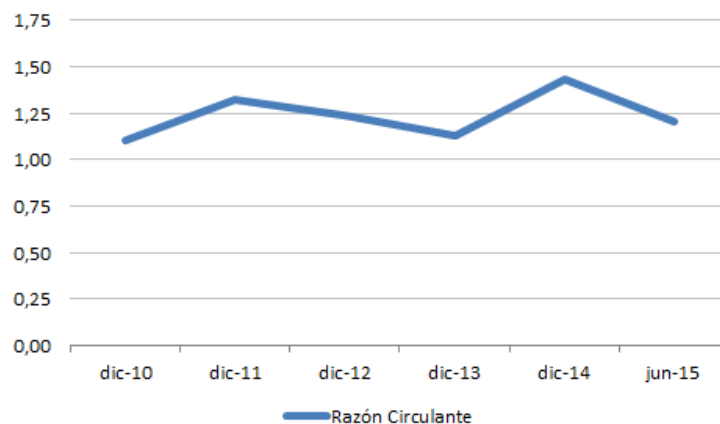
Ilustración 6
Evolución del perfil de vencimientos. Julio 2015
(Miles de dólares)



Evolución de la liquidez

Enlasa 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 2015 en 1,2 veces. Cerca del 19,5% de los vencimientos financieros al 30 de junio de 2015 corresponden a vencimientos menores a un año, cifra que equivale al 68,5% de los pasivos corrientes de la empresa.

Ilustración 7
Evolución de la razón circulante
(Veces. 2010 – junio 2015)

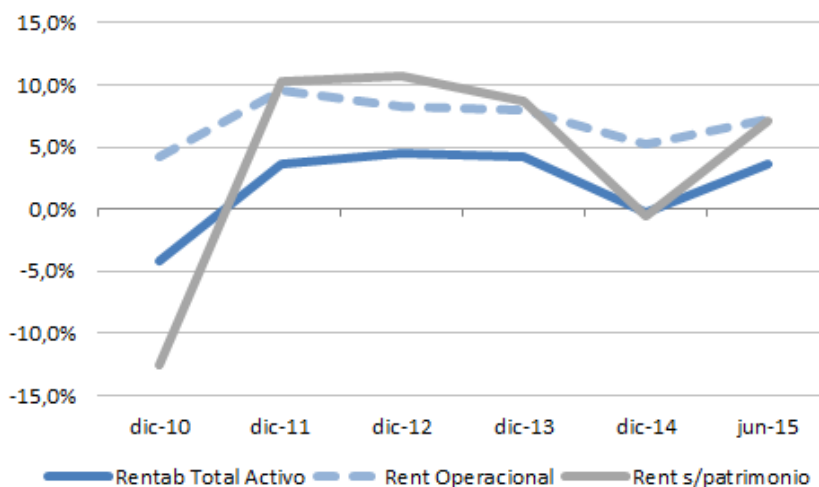


Evolución de la rentabilidad⁴

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 2015 los valores de rentabilidad 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 2015)



⁴ 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.

Antecedentes de los instrumentos

Característica de los títulos de deuda

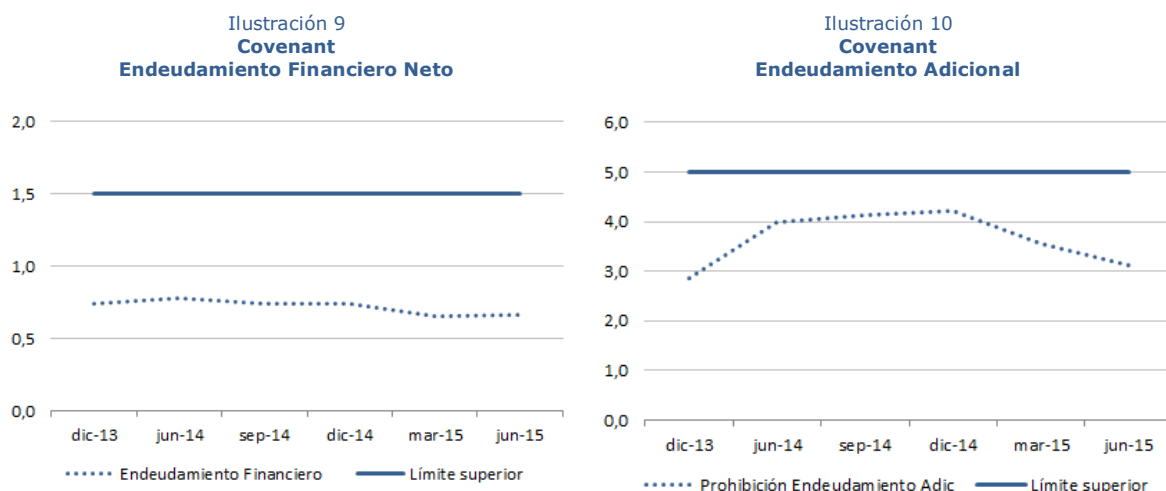
La compañía colocó el 23 de enero de 2014 el bono de la serie B (con cargo a la línea de bonos N° 772) por UF 1.500.000 para el refinanciamientos de pasivos del emisor.

| 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-15 |
|---|---|-----------|
| Endeudamiento financiero neto | Obligaciones financieras netas sobre patrimonio inferior a 1,50 veces | 0,67 |
| Capacidad de generación | Mantener una capacidad instala de generación a firme mínima de 220 MW | 278,9 MW |
| 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) | 3,12 |
| <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.”