



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Elisa Villalobos H.  
Tel. (56) 22433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

## **Enlasa Generación Chile S.A.**

**Octubre 2014**

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 Tendencia	<b>AA Estable</b>
EEFF base	
30 de junio de 2014	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos a 10 años	N° 772 de 13.12.2013
Serie A	Primera emisión
Serie B	Primera emisión
Serie C	Primera emisión

Estado de resultados individuales IFRS						
Miles de US\$	2010	2011	2012	2013	Ene-Jun 2013	Ene-Jun 2014
Total ingresos	48.920	145.951	102.537	79.649	46.283	23.906
Costo de ventas	-40.405	-124.310	-88.521	-66.164	-38.961	-18.886
Ganancia bruta	8.515	21.641	14.016	13.485	7.322	5.020
Gastos de administración	-1.387	-1.632	-2.892	-2.661	-1.276	-1.249
Otros ingresos/otros gastos por función	-68	-4.985	1.067	408	1.265	138
<b>Resultado operacional<sup>1</sup></b>	<b>7.060</b>	<b>15.024</b>	<b>12.191</b>	<b>11.232</b>	<b>7.311</b>	<b>3.909</b>
Gastos financieros	-16.073	-5.559	-4.426	-3.632	-1.894	-5.219
Resultado del ejercicio	-8.095	7.012	7.071	6.114	4.382	-1.510
EBITDA	14.727	26.280	20.983	18.741	11.709	6.745

Balance general individual IFRS					
Miles de US\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
Activos corrientes	25.420	20.807	25.949	19.391	14.017
Activos no corrientes	159.230	144.545	123.192	122.761	123.085
<b>Total activos</b>	<b>184.650</b>	<b>165.352</b>	<b>149.141</b>	<b>142.152</b>	<b>137.102</b>
Pasivos corrientes	22.972	15.701	21.008	17.144	10.205
Pasivos no corrientes	101.057	84.856	60.447	52.855	56.199
Pasivos totales	124.029	100.557	81.455	69.999	66.404
Patrimonio	60.621	64.795	67.686	72.153	70.698
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>184.650</b>	<b>165.352</b>	<b>149.141</b>	<b>142.152</b>	<b>137.102</b>
Deuda financiera	104.329	80.654	69.608	62.720	61.495

<sup>1</sup> Resultado operacional definido como: Ingresos totales + costos de ventas + gastos de administración + otros gastos por función + otros ingresos por función.

## 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 323,3 MW, lo que equivale a 283,9 MW de potencia firme.

Durante 2013 **Enlasa Generación** obtuvo ingresos por cerca US\$ 79,6 millones, de los cuales 22,1% correspondió a venta de potencia y 77,7% a venta de energía (durante 2012 los ingresos ascendieron a US\$ 102,5 millones, básicamente por una mayor generación de energía). El EBITDA de la compañía fue de US\$ 18,7 millones y, según balance, cerró el año con pasivos financieros de US\$ 62,7 millones. A junio de 2014 la empresa ha generado ingresos por US\$ 23,9 millones y mantiene pasivos financieros por US\$ 61,5 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Enlasa Generación** en "Categoría AA" se ha considerado el bajo riesgo de su modelo de negocio que, dadas las condiciones actuales del sector eléctrico, implica que la compañía es capaz de generar un EBITDA "piso" por venta de potencia del orden de US\$ 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** 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*, situación que en la actualidad y en el corto plazo 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 generación<sup>2</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.

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 las tarifas 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 **Enlisa 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.

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>2</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.

## 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 y 2 turbinas).
- Fuerte exceso de oferta energética (muy bajo riesgo en el mediano plazo).

## Hechos relevantes recientes

### Resultados a diciembre de 2013

**Enlasa** obtuvo ingresos por US\$ 79,6 millones, de los cuales un 22,1% corresponde a ventas de potencia, mientras que un 77,7% a se originan por la venta de energía.

Los ingresos por venta disminuyeron un 22,3% producto de menores ventas energía. En 2012, la compañía generó 299,3 GWh, mientras que en 2013 esta cifra alcanzó los 235,4 GWh. De esta forma, las ventas por generación, en 2012, totalizaron los US\$ 82 millones, las que al cierre de 2013 llegaron a US\$ 61,9 millones, lo que corresponde a una disminución de 24,5%.

Los costos de venta, producto de la menor venta de energía, disminuyeron un 25,3%, así el margen bruto como porcentaje de los ingresos fue de 16,9%, mientras que en 2012 fue de 13,7%. De esta forma, el EBITDA de la compañía totalizó US\$ 18,7 millones, una disminución de un 10,7% respecto de 2012.

La deuda financiera de la compañía totalizó US\$ 62,7 millones, que respecto a 2012 disminuyó en un 10,8%, la que, prácticamente en su totalidad, estaba constituida por préstamos bancarios.

## Resultados a junio de 2014

En los primeros seis meses de 2014, la compañía obtuvo ingresos por US\$ 23,9 millones lo que se traduce en una disminución de 48,3% en relación con igual semestre de 2013. Por un lado, esta baja se explica por las menores ventas de energía, las que cayeron un 56,8% respecto a junio de 2013. En los primeros seis meses de 2013, la compañía vendió 139,9 GWh, mientras que a junio de 2014 generó 60,3 GWh. Por otra parte, los ingresos por potencia cayeron un 14,5% por el menor precio de ésta.

Producto de lo anterior, puesto que el principal componente de los costos de venta corresponde a los componentes variables originados por la generación a petróleo, éstos cayeron un 51,5%. Así, el margen bruto sobre los ingresos culminó el primer semestre del año en 21,0%, mientras que, en el mismo periodo finalizado en 2013, este indicador fue de 15,8%.

El EBITDA de la compañía finalizó el periodo en US\$ 6,7 millones, lo que representa una disminución de 10,7%, respecto a junio de 2013. El margen EBITDA de la sociedad fue de 28,2%, mientras que a junio de 2013 era de 25,3%.

La deuda financiera de la compañía totalizó los US\$ 61,5 millones, levemente inferior a la exhibida por la compañía a diciembre de 2013.

## Hechos recientes

El 23 de enero de 2014, Enlasa colocó un bono en el mercado de valores por UF 1.500.00 a diez años y a una tasa de interés fija del 3,5% anual. Los recursos obtenidos se destinaron principalmente para cancelar la totalidad de pasivos financieros corrientes y no corrientes con entidades bancarias. Con la colocación del bono se disminuyó la tasa de interés de la deuda, alargándose el plazo de amortización desde el año 2018 al 2023. En forma simultánea se contrató un *Cross Currency Swap* que transformó la deuda a dólares a una tasa fija igual a 4,12%.

## 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 2011 a 2013, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado un EBITDA promedio de US\$ 11,6 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**. Durante 2012 y 2013 por esta línea de negocio la empresa tuvo ingresos por US\$ 82,1 millones y US\$ 61,9 millones. A junio de 2014, las ventas ascienden a US\$ 16 millones.

**Experiencia y formación de los equipos directivos:** Los ejecutivos de las empresas 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 68,8 MW y potencia firme de 62,2 MW), Coquimbo (Central El Peñón, con una capacidad instalada de 99,5 MW y potencia firme de 84,8 MW), Teno (Central Teno, con una

capacidad instalada de 65 MW y potencia firme de 58,2 MW) y Puerto Montt (Central Trapén, con capacidad instalada de 90 MW y potencia firme de 78,7 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 algunas de las plantas las cuales, en promedio, representan el 25% de los ingresos de la compañía. 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 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 2014 a 2020, aportarían 2.207,8 MW de potencia neta al SIC, equivalentes a 985,3 MW de potencia a firme. Mientras que este sistema tiene una potencia instalada, a diciembre de 2013, igual a 14.147 MW, equivalente a 10.784 MW de potencia firme. Con esto, la potencia crecería a tasas anuales iguales a 2,1%, entre 2014 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 Chile S.A.**, vende potencia y energía al Sistema Interconectado Central (SIC) en el mercado spot, 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 323,3 MW equivalentes a 283,9 MW de potencia firme, lo que corresponde al 2% de la potencia a firme instalada en el SIC.

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	68,8 MW	62,2 MW	2 turbinas de 30 MW; 3 motores generadores de 2,5 MW; 1 motor generador de 1,3 MW.	Diesel	900 m <sup>3</sup> /40 hrs.	17/09/2009 y 15/01/2010
El Peñón	Coquimbo	99,5 MW	84,8 MW	50 motores-generadores de 1,8 MW; 6 motores generadores de 1,58 MW.	Diesel	2.000 m <sup>3</sup> / 100 hrs.	27/07/2009 y 29/11/2009
Teno	Teno	65,0 MW	58,2 MW	36 motores-generadores de 1,8 MW	Diesel	800 m <sup>3</sup> /62 hrs	06-05-2009
Trapén	Pto. Montt	90,0 MW	78,7 MW	50 motores-generadores de 1,8 MW	Diesel	2.000 m <sup>3</sup> / 100 hrs	24-02-2009

## Antecedentes de administración y propiedad

El directorio de la compañía 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
Eduardo Guerrero Núñez	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 100%, por Energía Latina. Por su parte, Energía Latina tiene como propietarios, a septiembre de 2014, a:

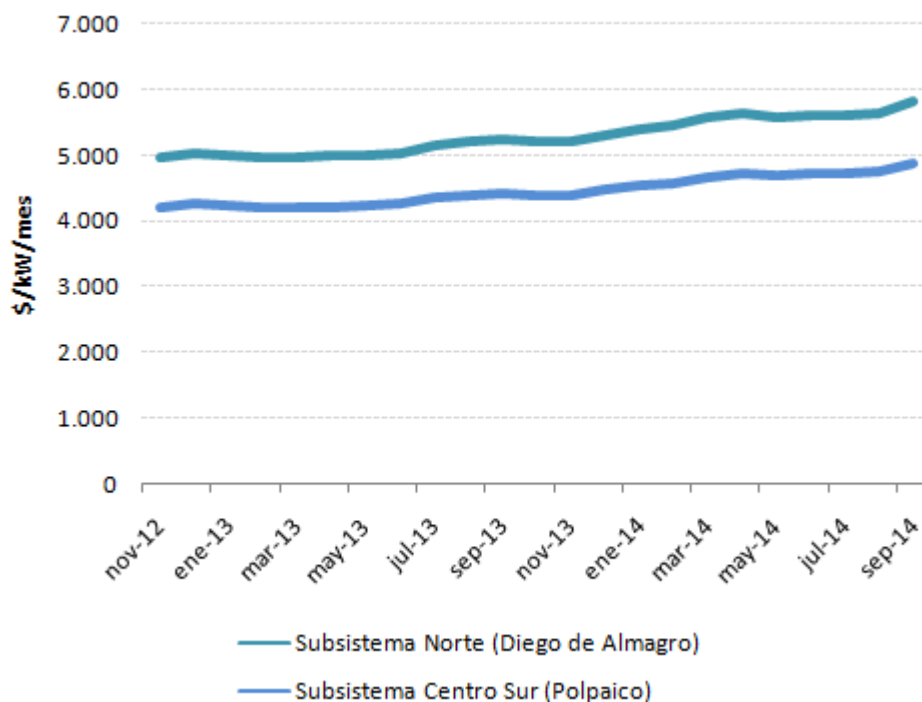
Nombre	% de propiedad
Penta Vida Cia. de Seguros de Vida	18,2%
Moneda Corredora de Bolsa Limitada	14,7%
Del Sol Mercado Futuros Ltda.	11,1%
Chiletech S.A. AFI para Chiletech Fondo	9,7%
BTG Pactual Chile S.A.C. de B.	5,9%
F S Inversiones Ltda.	5,6%
Valores Security S.A.C de B.	4,2%
Inversiones Mardos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

## Generación de flujos

La venta de potencia, es decir de la capacidad instalada de **Enlasa** 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, que es fijado 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)



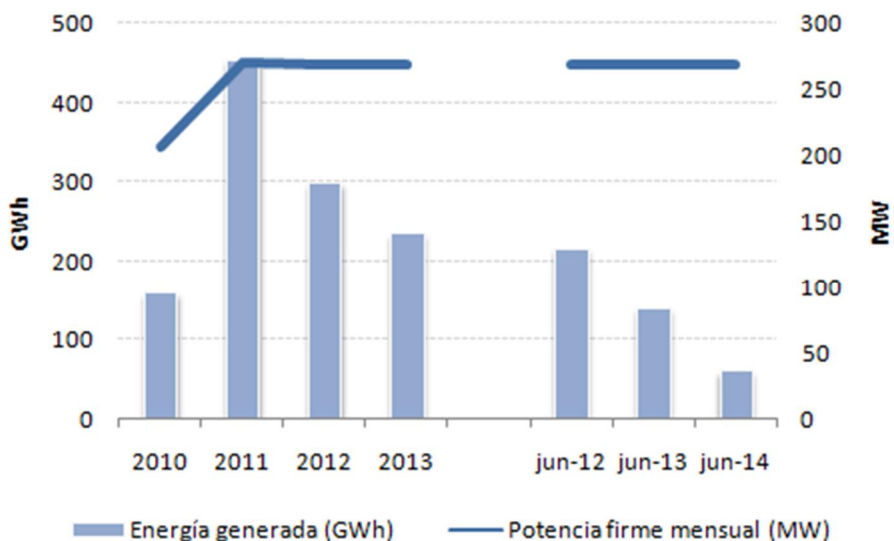
Por otra parte, las centrales de la empresa generan y venden energía cuando hay restricciones de oferta –esto puede ocurrir por fallas, mantenciones, déficit de generación hidroeléctrica o falta de inversiones en nuevas centrales–. También por restricciones en los sistemas de transmisión, en horas de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

Ilustración 2  
**Evolución de las ventas físicas**  
 (2010-Junio 2014)

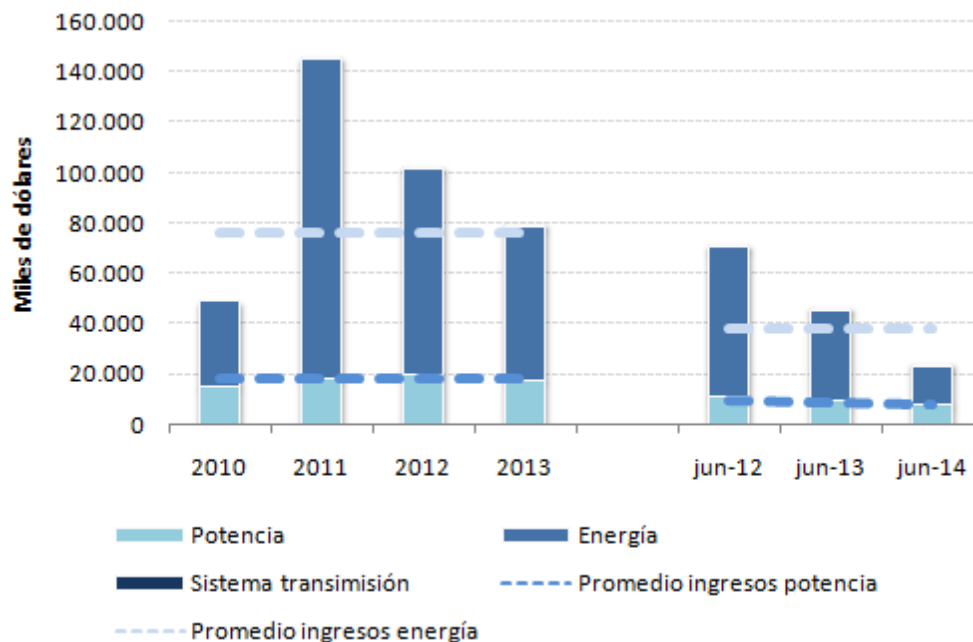


## Evolución indicadores financieros

### Evolución de ingresos y EBITDA

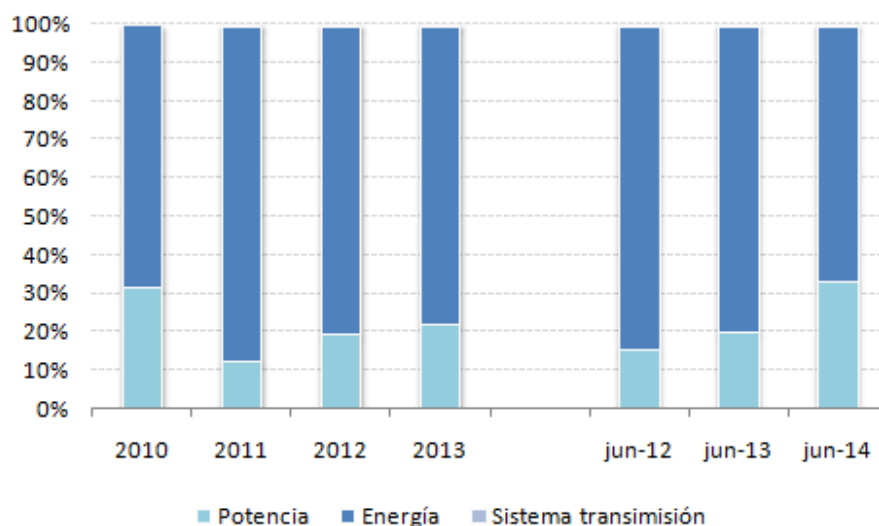
Entre 2010 y 2013, la empresa ha promediado ingresos por actividades ordinarias de US\$ 94,3 millones. Por un lado, las ventas de potencia han promediado los US\$ 17,8 millones, por otro las ventas de energía han aportado US\$ 76,2 millones, alcanzando máximos de US\$ 127,3 millones en 2011 y mínimos de US\$ 33,4 millones en 2010. Cabe señalar, que en 2010 la empresa contaba con 205 MW de potencia firme.

Ilustración 3  
**Evolución de los ingresos por segmento**  
 (MUS\$ 2010-Junio 2014)



Durante 2013, el 77,7% de los ingresos de **Enlasa** provinieron de la venta de energía al mercado *spot* del SIC, como se aprecia en la Ilustración 4. Mientras que a junio de 2014, el 66,7% de los ingresos se generó por la venta de energía, cifra que comparada con junio de 2013 alcanza el 79,9%.

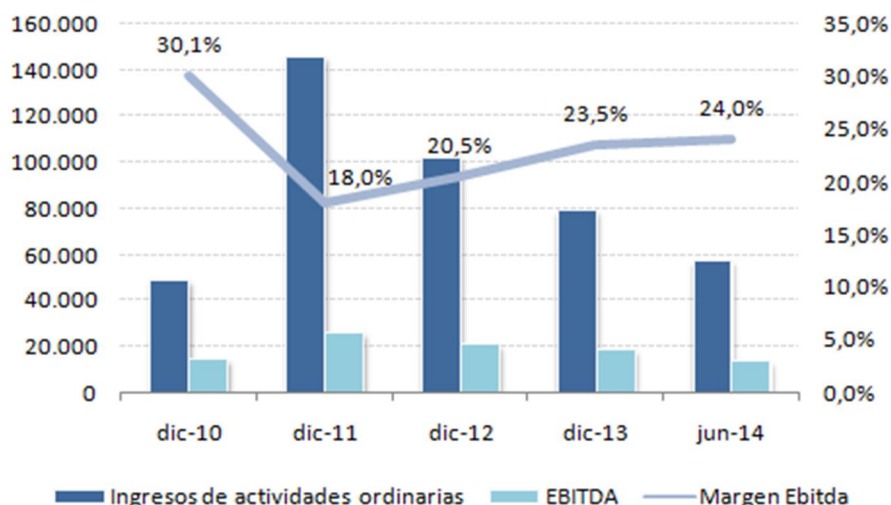
Ilustración 4  
**Participación de los ingresos por segmento**  
 (2010-Junio 2014)



Tal como se aprecia en la Ilustración 5, 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 2014 el EBITDA de la compañía fue de US\$ 13,8 millones, mientras que el margen EBITDA llegó a 24%, mientras que a diciembre de 2013 este ratio fue de 23,5%.

Ilustración 5  
**Evolución del margen EBITDA**  
 (2010- Año móvil a junio 2014)



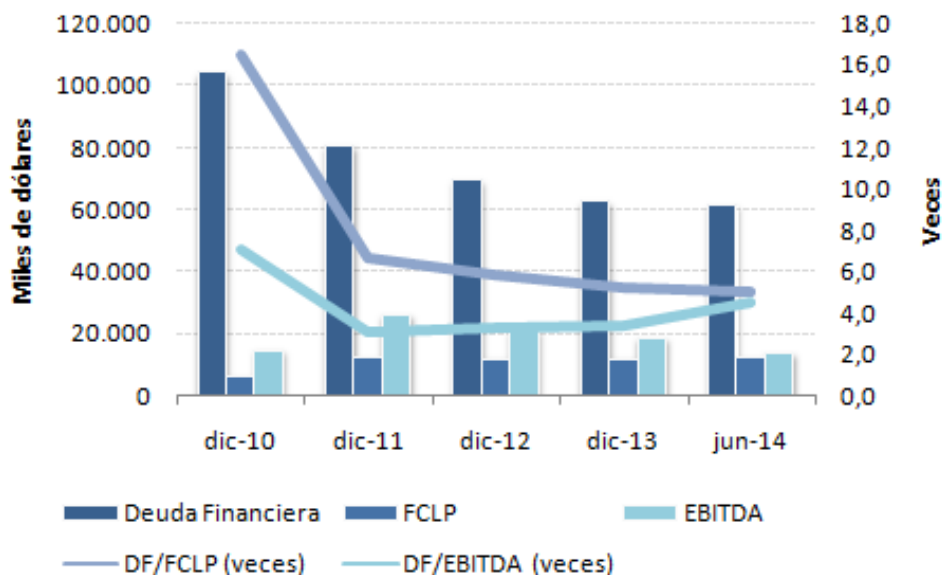
## Evolución del endeudamiento financiero

La deuda financiera de **Enlasa** ha presentado constantes caídas 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. Mientras que a junio de 2014, las obligaciones financieras totalizaron los US\$ 61,5 millones compuesta en su totalidad por el bono emitido por la compañía. Pese a la constante disminución de la deuda financiera, ésta en relación al EBITDA ha mostrado un comportamiento contrario, puesto que la generación de EBITDA ha ido disminuyendo por las menores ventas de energía. 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 junio de 2014 subió a 4,5 veces.

Por su parte, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>3</sup> finalizó junio de 2014 en US\$ 12,3 millones, de esta forma el ratio deuda financiera sobre FCLP fue de 5,0 veces, el que a diciembre de 2013 era de 5,2 veces y a diciembre de 2012 era de 5,8 veces.

<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.

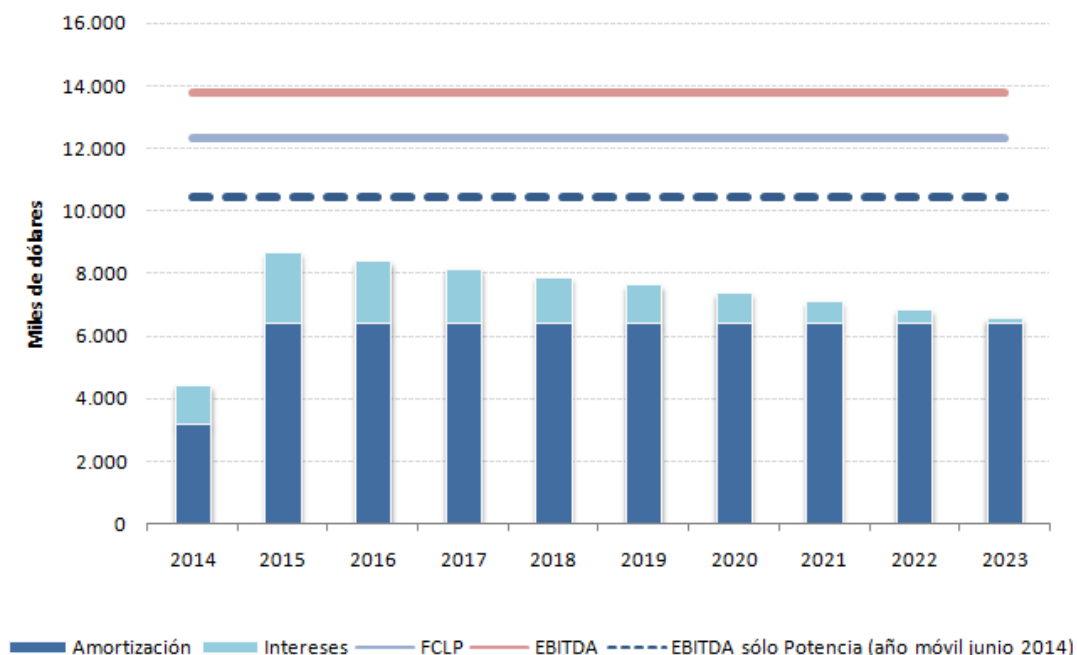
Ilustración 6  
**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
 (2010- Año móvil a junio 2014)



El perfil de vencimientos de la compañía, 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**, aún 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.



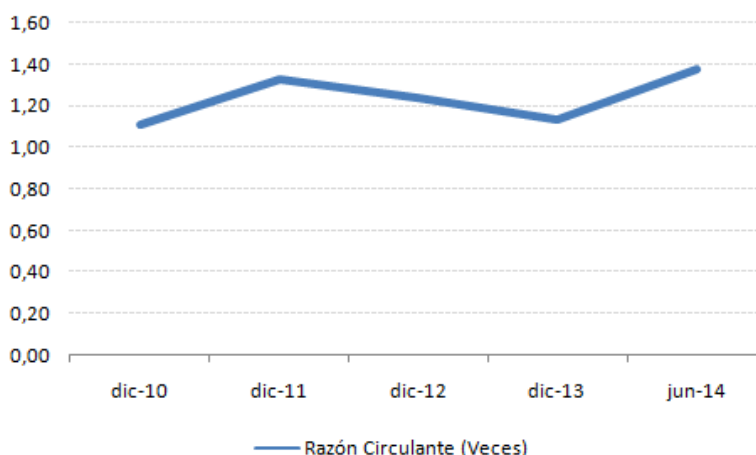
Ilustración 7  
**Evolución del perfil de vencimientos**  
 (Miles de dólares)



## Evolución de la liquidez

**Enlasa** 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 2014 en 1,37 veces. Cerca del 10,9% de los vencimientos financieros al 30 de junio de 2014 corresponden a vencimientos menores a un año, cifra que equivale al 65,9% de los pasivos corrientes de la empresa.

Ilustración 8  
**Evolución de la razón circulante**  
 (Veces. 2010 – junio 2014)



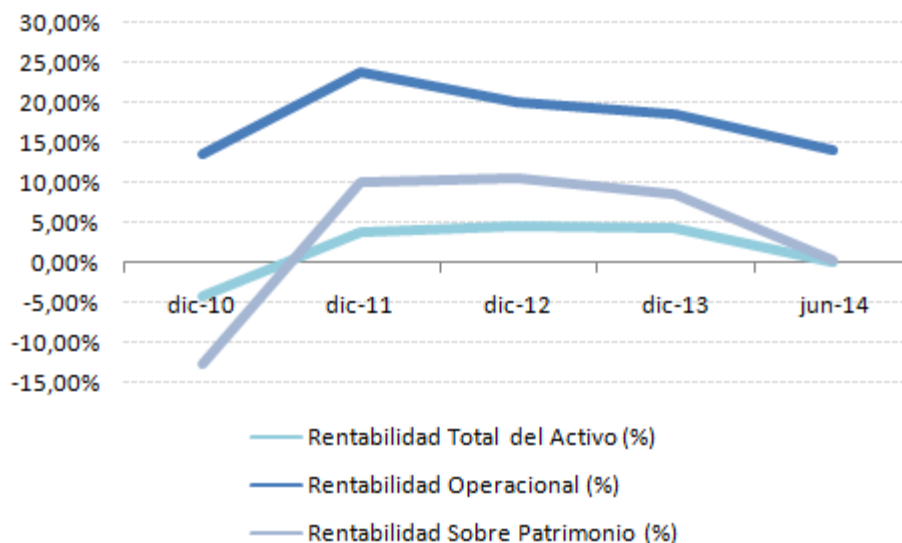
### Evolución de la rentabilidad<sup>4</sup>

En términos de rentabilidad, **Enlasa** 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 el año móvil a junio de 2014, ambas mediciones cayeron a valores de 0,1%, en el caso de la rentabilidad del activo, y de 0,3%, en el caso de la rentabilidad sobre patrimonio. Esto se debe a que durante los seis primeros meses de 2014, la compañía registró pérdidas por US\$ 1,5 millones producto del gasto financiero extraordinario correspondiente a US\$ 3,9 millones originados al prepagar la deuda bancaria con los fondos obtenidos producto de la colocación del bono.

<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.

Ilustración 9  
Evolución de las rentabilidades  
(Veces. 2010 – junio 2014)



## 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 refinanciamiento 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-14
Endeudamiento financiero neto	Obligaciones financieras netas sobre patrimonio inferior a 1,50 veces	0,78
Capacidad de generación	Mantener una capacidad instala de generación a firme mínima de 220 MW.	269 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)	3,98

<b>Covenant</b>	<b>Definición</b>	<b>30-jun-14</b>
<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)

- a. Deuda financiera total: Otros pasivos financieros, corrientes + otros pasivos financieros, no corrientes.
- b. Caja total: Efectivo y equivalentes al efectivo + depósitos a plazo de duración superior a noventa días.
- c. Activos de cobertura: Derivado de cobertura.
- d. Capital de trabajo por ventas de energía: Deudores comerciales por venta de energía neto de provisión de incobrables.
- e. 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."*