



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 2019

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 2019

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

Estado de resultados individuales IFRS						
Miles de US\$	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Jun 2019
Total ingresos	41.325	54.650	38.187	27.635	20.938	16.733
Costo de ventas	-32.738	-42.972	-26.272	-14.439	-11.004	-10.734
Ganancia bruta	8.587	11.678	11.915	13.196	9.934	5.999
Gtos. de administración	-2.002	-1.729	-1.953	-1.994	-2.331	-1.278
Otros ingresos/otros gastos por función	297	254	29	8	54	-246
Resultado operacional	6.882	10.203	9.991	11.210	7.657	4.475
Gastos financieros	-6.629	-2.533	-2.284	-1.900	-1.638	-701
Resultado del ejercicio	-384	4.894	6.489	7.620	4.117	2.891
EBITDA	12.338	15.245	14.684	15.179	11.451	6.623

Estado de situación financiera individual IFRS						
Miles de US\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Activos corrientes	13.405	14.461	16.925	19.207	15.417	13.051
Activos no corrientes	120.093	118.393	116.987	113.682	106.129	104.054
Total activos	133.498	132.854	133.912	132.889	121.546	117.105
Pasivos corrientes	9.352	9.542	12.437	12.786	8.967	8.261
Pasivos no corrientes	53.560	51.925	46.909	43.896	37.046	34.796
Pasivos totales	62.912	61.467	59.346	56.682	46.013	43.057
Patrimonio	70.586	71.387	74.566	76.207	75.533	74.048
Patrimonio y pasivos, total	133.498	132.854	133.912	132.889	121.546	117.105
Deuda financiera	57.513	53.845	47.830	43.371	33.812	30.885

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Enlase Generación Chile S.A. (Enlase 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 283,2 MW de potencia máxima (marcada durante cinco horas continuas).

Durante 2018, **Enlase Generación** obtuvo ingresos por cerca US\$ 20,9 millones, de los cuales 87,0% correspondió a venta de potencia y 13,0% a venta de energía (durante 2017 los ingresos ascendieron a US\$ 27,6 millones). El EBITDA de la compañía fue de US\$ 11,5 millones y, según balance, cerró el año con pasivos financieros de US\$ 33,8 millones.

A junio de 2019, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 16,7 millones y mantiene pasivos financieros por US\$ 30,9 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Enlase 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\$ 11,2 millones (valor a diciembre de 2018)¹, 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. De esta forma, la tabla de amortización del bono emitido por **Enlase 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 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.

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

¹ Incluye reliquidación de potencia.

(considerando que las centrales solo son despachadas cuando el costo marginal del sistema es superior al declarado por cada central) y, por lo tanto, no presenta riesgo de incumplimiento o de variación en los costos de generación², tal como se puede observar en otras empresas del sector.

Otro elemento positivo considerado en el análisis es la existencia de una 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, 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 está centrada en el mediano plazo.

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

Además, la clasificación de riesgo considera que **Enlase 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 es adecuadamente manejable por la sociedad. Adicionalmente, la compañía tiene como principal fuente de pago de la deuda de Energía Latina la recuperación del crédito fiscal asociado al impuesto específico del petróleo que fue acumulado producto de la generación del pasado (US\$ 5,2 millones).

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.

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 a un adecuado calce entre pago de pasivos y generación de caja originada por la venta de potencia.

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Probabilidad de incrementar 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 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).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2018

Enlasa Generación obtuvo ingresos por US\$ 20,9 millones, de los cuales un 86,6% corresponde a ventas de potencia, mientras que el 13,4% restante se origina por la venta de energía.

Los ingresos por venta, en relación con el período anual anterior, disminuyeron un 24,2% producto de la menor comercialización de energía en el mercado *spot*. En 2018, la compañía generó 16,4 GWh, mientras que en 2017 esta cifra alcanzó los 47,4 GWh.

Los costos de venta, en concordancia con la menor producción de energía, disminuyeron un 23,8%, así el margen bruto, como porcentaje de los ingresos, fue de 47,4%, mientras que en 2017 fue de 47,8%. De esta forma, el EBITDA de la compañía totalizó US\$ 11,5 millones, una disminución de 24,6% respecto de 2017.

La deuda financiera de la compañía totalizó US\$ 33,8 millones, que respecto de 2017 disminuyó en un 22,0%.

Resultados a junio de 2019

En los primeros seis meses de 2019, la compañía obtuvo ingresos por US\$ 16,7 millones lo que representa un aumento de 71,9% respecto de igual semestre de 2018. Este crecimiento se debe a las mayores ventas de energía, en virtud a que la generación pasó desde 5,2 GWh en el primer semestre de 2018 a 45,1 GWh a igual período 2019, asociada a la mayor generación de la central de Trapén por restricciones en la oferta del sistema (déficit hídrico).

El margen bruto aumentó un 15,3% respecto de junio de 2018. Así, el margen bruto sobre los ingresos culminó el primer semestre del año 2019 en 35,9%.

El EBITDA de la compañía concluyó el periodo en US\$ 6,6 millones, lo que representa un crecimiento de 10,4%, respecto de junio de 2018. El margen EBITDA, a junio de 2019, fue de 39,6%, mientras que a junio de 2018 era de 61,6%, esto dada la mayor generación de energía.

La deuda financiera de la compañía totalizó US\$ 30,9 millones en junio de 2019, lo que significa una disminución de 8,7% respecto del resultado exhibido por la compañía a diciembre de 2018.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Suficiencia de los flujos por potencia: Los flujos del emisor, por venta de potencia, son altamente predecibles y, dada las actuales condiciones del sector eléctrico, con baja exposición a bajas de relevancia en el mediano plazo. Entre 2012 y 2018, por esta línea de negocios, la empresa

ha promediado un EBITDA del orden de US\$ 12,0 millones, siendo US\$ 7.002³ el máximo vencimiento anual de la deuda.

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 ofrece una alta probabilidad de venta de energía y, por ende, de mayores flujos para **Enlase Generación**. Entre 2012 y 2018, por esta línea de negocios, la empresa ha promediado ingresos por US\$ 34,4 millones con un EBITDA promedio de energía de US\$ 3,7 millones. A junio de 2019, las ventas ascienden a US\$ 7,9 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 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 62,2 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 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 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.

³ No incluye intereses.

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 demanda⁴, 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.

Actualmente, este Sistema Eléctrico Nacional (SEN) tiene una potencia instalada de 25.339 MW aproximadamente y atiende una demanda máxima de 10.694 MW⁵.

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 283,2 MW de potencia máxima, lo que corresponde a 1,2% de la potencia instalada en el SEN a diciembre de 2018.

La empresa es controlada, en un 99,9%, por Energía Latina. Por su parte, esta última tiene como principales propietarios, a junio de 2019, a:

Nombre	% de propiedad
Penta Vida Cia. de Seguros de Vida S.A.	18,23%
Inversiones Mardos S.A.	14,38%
Del Sol Mercado Futuros Ltda.	11,08%
Otros	56,31%

⁴ 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).

⁵ <https://www.coordinador.cl/>

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	62,2 MW	2 turbinas de 30 MW; 3 motores generadores de 2,5 MW; 1 motor generador de 1,0 MW.	Diesel	900 m ³ /37 hrs.	17/09/2009, 15/01/2010 y 09/2014
El Peñón	Coquimbo	98,9 MW	81,0 MW	50 motores-generadores de 1,8 MW; 6 motores generadores de 1,15 MW; 2 motores generadores de 1 MW.	Diesel	2.000 m ³ /100 hrs.	27/07/2009, 29/11/2009 y 09/2014
Teno	Teno	70,8 MW	59,0 MW	36 motores-generadores de 1,8 MW; 4 motores-generadores de 1,5 MW.	Diesel	800 m ³ /64 hrs	06-05-2009 y 01-04-2017
Trapén	Pto. Montt	98,0 MW	81,0 MW	50 motores-generadores de 1,8 MW; 7 motores generadores de 1,14 MW	Diesel	2.000 m ³ /117 hrs	24-02-2009

Composición de los flujos

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

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 28,4% y el 86,6% del total de ingresos, en el caso del EBITDA este porcentaje ha variado entre 72,0% y 97,5%.

La línea de negocio de venta de energía, cuenta con una participación de los ingresos que ha variado, en los últimos cinco años entre un 13,4% y un 71,6% del total de ingresos y en términos de EBITDA entre 2,5% y 28,0% del total. Las ventas de este segmento requiere de precios *spot* elevados.

En las Ilustraciones 1 y 2 se muestra la composición y evolución del ingreso y EBITDA, respectivamente, por línea de negocio.

Ilustración 1
Estructura de ingresos por segmento
(2012 – Jun 2019 UDM)

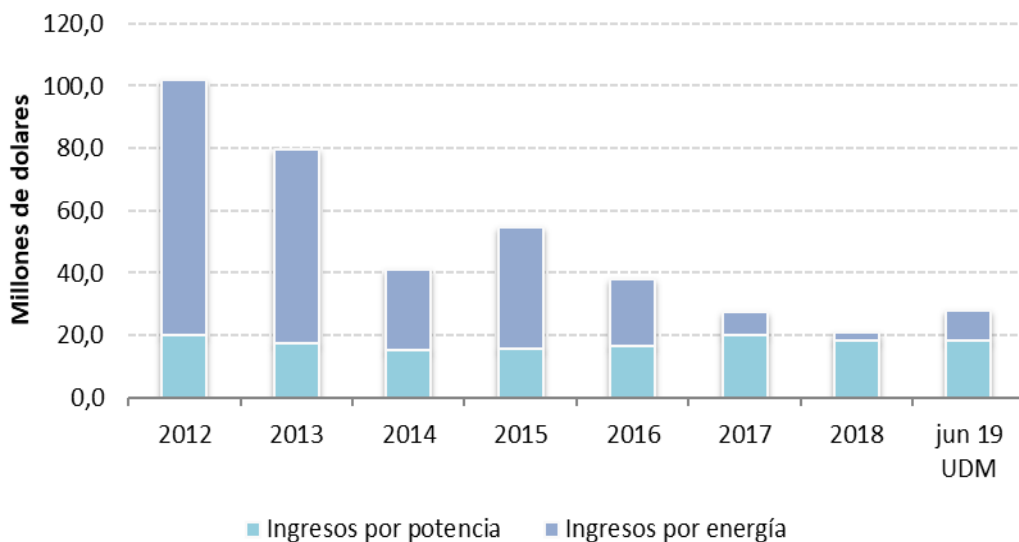
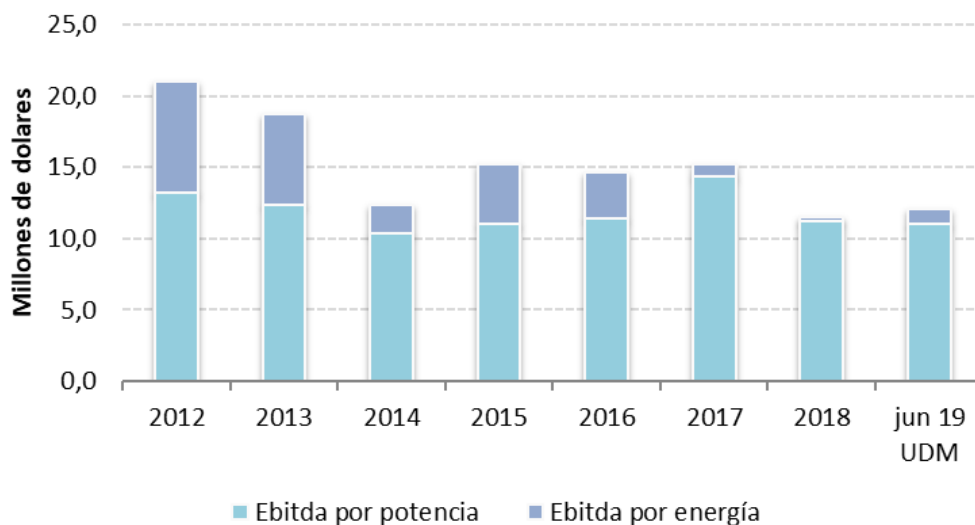


Ilustración 2
Estructura de EBITDA por segmento
(2012 – Jun 2019 UDM)



Líneas de negocio

Como ya se mencionó, el emisor opera a través de dos líneas de negocio. Durante el año móvil a junio de 2019, los ingresos totales de **Enlasa Generación** totalizaron US\$ 27,9 millones que provienen en un 64,9% a la venta de potencia y un 35,1% a la venta de energía. En términos de EBITDA, en el mismo periodo, alcanzó US\$ 12,1 millones generando un 91,3% la venta de potencia y un 8,7% a venta de energía.

Segmento Potencia

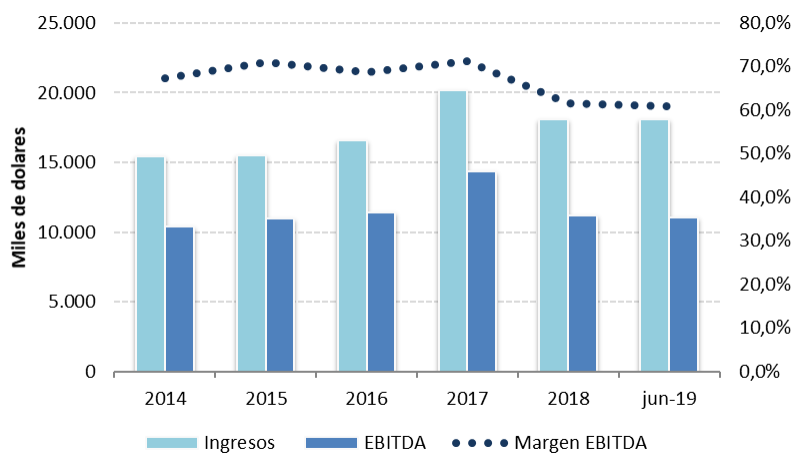
El segmento de la venta de potencia corresponde a la capacidad instalada que posee **Enlasa Generación** en el SEN; ésta es pagada por los generadores del sistema, independiente de los despachos realizados por cada central. Los pagos se efectúan mensualmente y el Coordinador Eléctrico Nacional determina a que 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 (en abril y octubre).

Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a junio de 2019, la venta de potencia representa aproximadamente el 64,9% de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 18,1 millones (US\$ 18,1 millones a diciembre de 2018). El EBITDA a junio de 2019 alcanza US\$ 11,0 millones (US\$ 11,2 millones a diciembre de 2018). El margen EBITDA alcanzó un 60,8% al año móvil a junio de 2019.

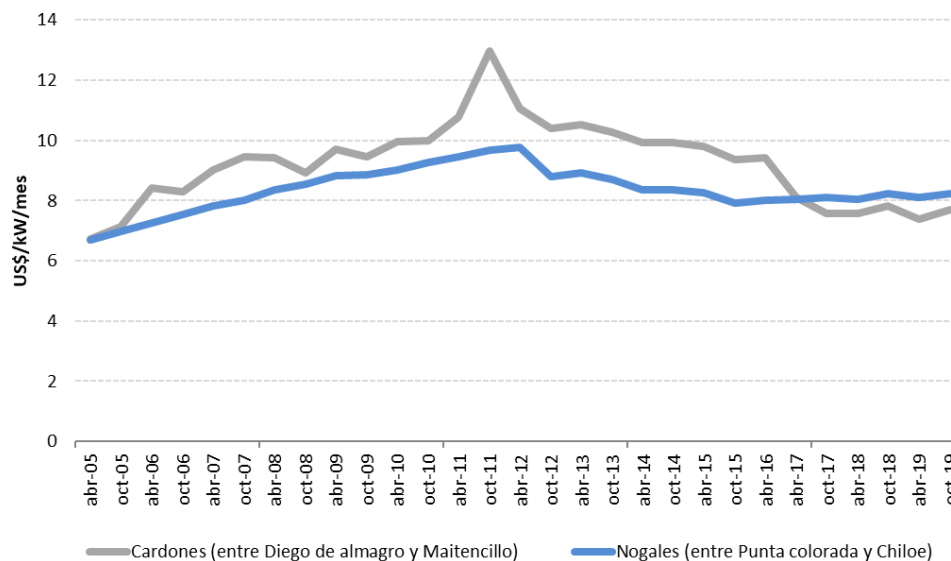
Ilustración 3
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Potencia
(2014 – Jun 2019 UDM)



Precio nudo de la potencia

La Ilustración 6 muestra la evolución del precio nudo de potencia del subsistema Diego de Almagro y Polpaico entre los años 2005 y 2019. 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 2019 en valores alrededor de 7,700 US\$/kW/mes en el subsistema de Diego de Almagro y de 8,241 US\$/kW/mes en Polpaico. No obstante, los últimos registros continúan siendo superiores a los exhibido en 2005.

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



Fuente: CNE

Segmento Energía

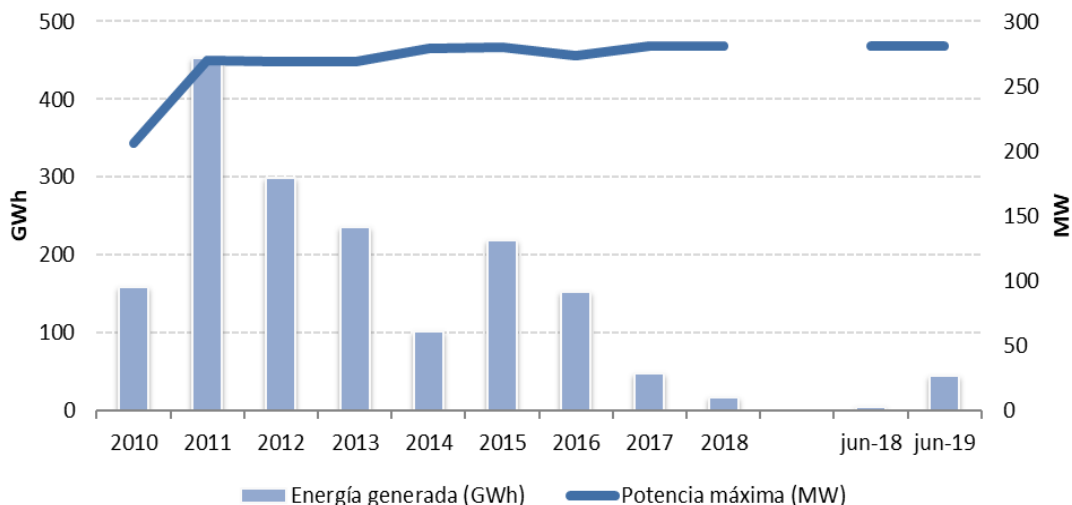
Las cuatro centrales de **Enlasa Generación** generan y venden energía cuando hay restricciones de oferta; esto puede ocurrir por fallas, mantenencias, déficit de generación hidroeléctrica o falta de inversiones en nuevas centrales. También por restricciones en los sistemas de transmisión, en horas de 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 5 se presenta la evolución de las ventas físicas de la empresa y se aprecia que, a junio de 2019, se han generado 45,1 GWh, cifra superior en un 767,3% a lo generado en el primer semestre de 2018.

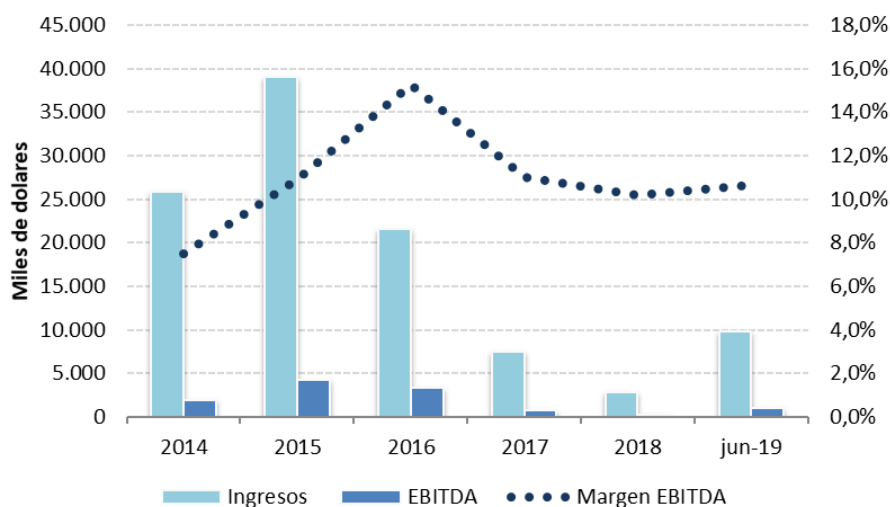
Ilustración 5
Evolución de las ventas físicas
(2010 - Junio 2019)



Evolución de los ingresos y EBITDA

Al año móvil a junio de 2019, la venta de energía representa aproximadamente el 35,1% de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 9,8 millones (US\$ 2,8 millones a diciembre de 2018). El EBITDA presenta un crecimiento a junio de 2019 alcanzando US\$ 1,0 millones (US\$ 0,3 millones a diciembre de 2018). El margen EBITDA alcanzó un 10,7% al año móvil a junio de 2019.

Ilustración 6
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Energía
(2014 - Jun 2019 UDM)



Evolución indicadores financieros⁶

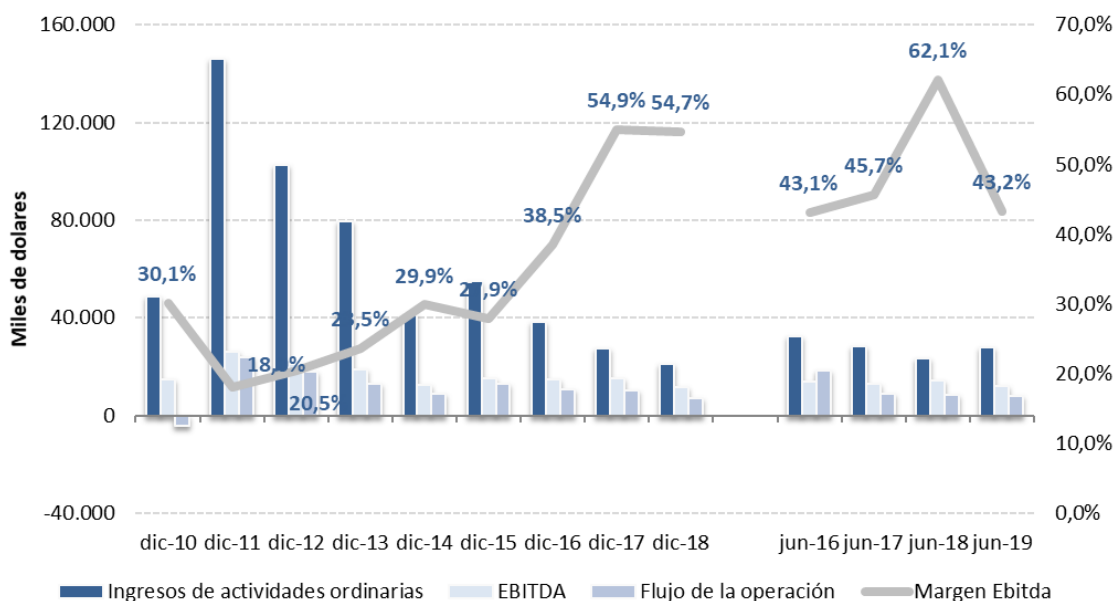
Evolución de ingresos y EBITDA

Entre 2010 y el año móvil finalizado en junio de 2019, la empresa ha promediado ingresos por actividades ordinarias de US\$ 58,8 millones anuales, no obstante, que en los últimos doce meses finalizados en junio de 2019 sólo alcanzó la cifra de US\$ 27,9 millones, explicado por menores ventas de energía los últimos años.

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

En tanto, en el año móvil finalizado en junio de 2019 el EBITDA de la compañía fue de US\$ 12,1 millones, mientras que el margen EBITDA llegó a 43,2%, ratio que a diciembre de 2018 fue de 54,7%, esto dado que produjo mayor nivel de energía en lo que va de 2019.

Ilustración 7
Evolución del margen EBITDA
(2010 - Año móvil a junio 2019)



⁶ Las cifras se han utilizado en año móvil para los indicadores de flujo a junio de 2019.

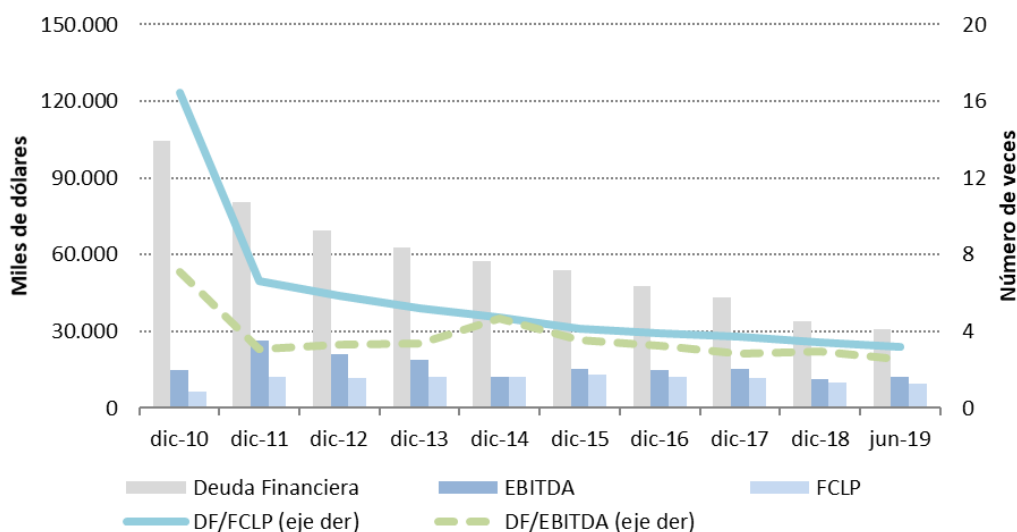
Evolución del endeudamiento financiero

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 2019, las obligaciones financieras totalizaron los US\$ 30,8 millones las cuales en su mayoría corresponden a el bono emitido por la compañía.

Aun cuando la relación deuda financiera a EBITDA se incrementó durante 2014 a 4,7 veces, posteriormente este indicador ha presentado una trayectoria decreciente, pasando de valores de 3,5 a 2,95 veces entre 2015 y 2018. En los doce meses finalizados en junio de 2019, este indicador fue de 2,6 veces.

Por su parte, a junio de 2019, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁷ exhibió un valor de US\$ 9,6 millones. De esta forma, el *ratio* deuda financiera sobre FCLP se situó en 3,2 veces, inferior en comparación con las 3,4 veces registradas en diciembre de 2018, las 3,8 veces de diciembre de 2017 y las 3,9 veces de diciembre de 2016. Como se mencionó anteriormente, la tendencia es decreciente en el tiempo.

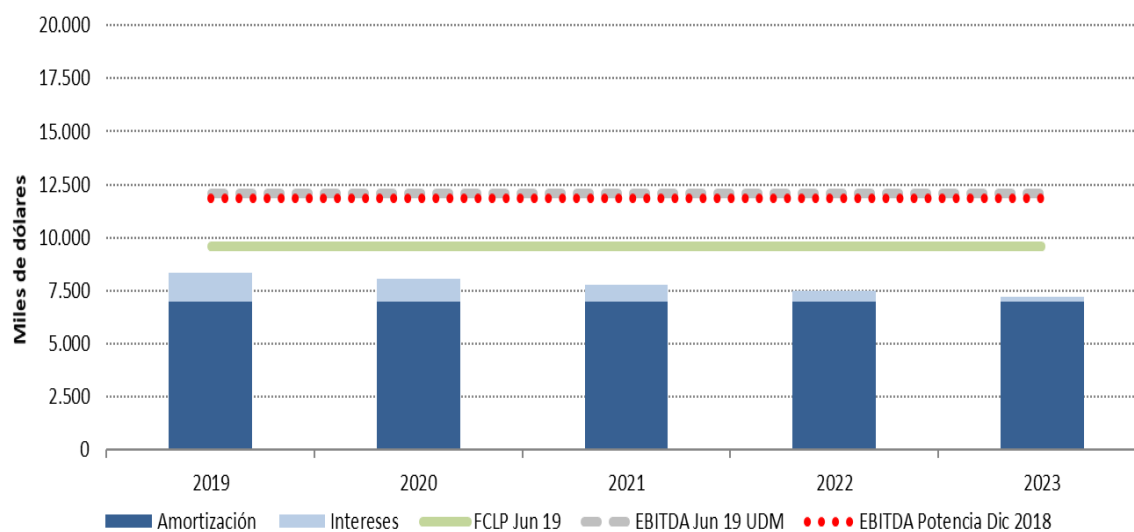
Ilustración 8
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
(2010 - Año móvil a junio 2019)



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

El perfil de vencimientos de la compañía, a junio de 2019, considerando amortizaciones e intereses, es adecuado con la generación de caja de la compañía. 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.

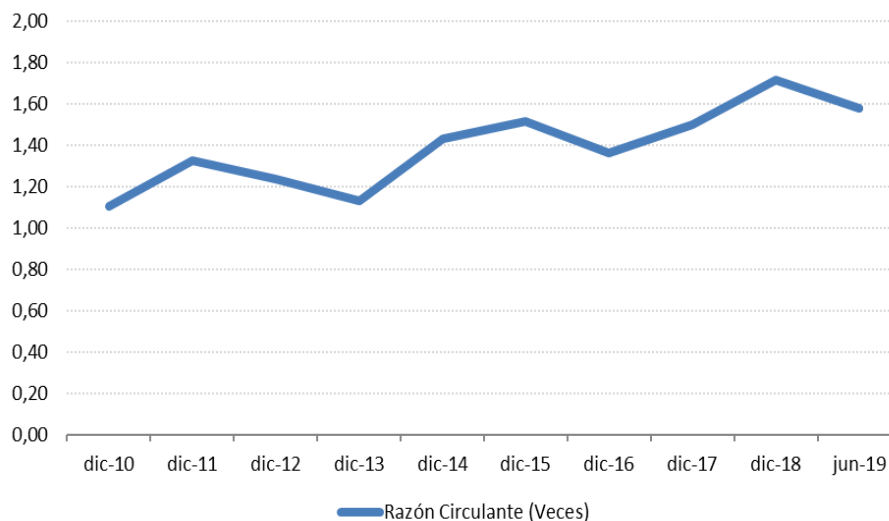
Ilustración 9
Evolución del perfil de vencimientos. Junio 2019
 (Miles de dólares)



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 2019 en 1,6 veces.

Ilustración 10
Evolución de la razón circulante
(Veces. 2010 – junio 2019)



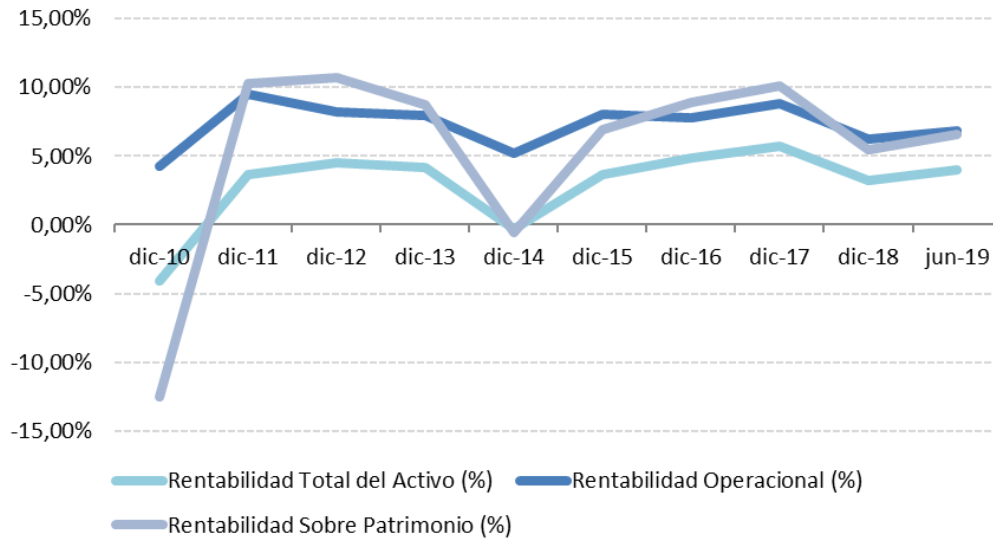
Evolución de la rentabilidad⁸

A partir de 2011, y hasta 2013, las rentabilidades del activo y del patrimonio mostraron cierto nivel de estabilidad, sin embargo, en 2014, ambas mediciones cayeron a valores de -0,3%, en el caso de la rentabilidad del activo, y de -0,5%, en 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 partir de 2015 y 2017, los *ratios* muestran una recuperación, no obstante, presentan una disminución a diciembre de 2018 alcanzando valores de 3,24% y 6,22%, respectivamente. A junio de 2019, la rentabilidad del activo es 4,04% y 6,81% para la rentabilidad del patrimonio, valores acordes con los registrados en el período 2011-2013 (ver Ilustración 11).

⁸ 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 11
Evolución de las rentabilidades
(Porcentajes. 2010 – junio 2019)



Antecedentes de los instrumentos

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

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

Covenants

La serie B tiene los siguientes resguardos financieros:

Covenant	Definición	30-jun-19
Endeudamiento financiero neto	Obligaciones financieras netas sobre patrimonio inferior a 1,50 veces	0,34
Capacidad de generación	Mantener una capacidad instala de generación a firme mínima de 220 MW	281 MW

Covenant	Definición	30-jun-19
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)	2,11
<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
<i>Cross Default y Cross Acceleration</i>	Por obligaciones mayores al 5% del total de activos del emisor	Cumple

"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."