

Ratings

Hernán Valenzuela
Analista
hvalenzuela@icrchile.cl

Makarena Gálvez
Subgerente Clasificación
mgalvez@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumento	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia; Líneas/Series de Bonos	AA	Confirmación	Estable	Confirmación	Metodología general de clasificación de empresas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría AA**, con tendencia **“Estable”**, la clasificación asignada a la solvencia y bonos de ENLASE GENERACIÓN CHILE S.A. (en adelante Enlase, la compañía o la empresa).

La clasificación se sustenta principalmente en la diversificación geográfica, estrategia de negocio, estructura de costos, tecnología y situación financiera de la compañía. Al respecto:

Diversificación geográfica: La compañía opera a través de cuatro centrales de generación térmica que usan petróleo diésel, ubicadas en distintas regiones a lo largo del SIC-SING del sistema eléctrico nacional (SEN), lo que permite diversificar riesgos operacionales y de condiciones del mercado, y recoger las imperfecciones del sistema.

Estrategia de negocio: Enlase enfoca su negocio en las ventas de potencia y energía en el mercado spot, y no utiliza la modalidad de contratos de suministro, lo que elimina la exposición a riesgo de precios del combustible. La venta de energía solo se realiza cuando el costo variable de generación es menor o igual al costo marginal horario del sistema, en consecuencia, no hay riesgo de precio en la energía que se genera y no existe la necesidad de compra de energía en el mercado spot. Esto permite a la compañía mantener una sólida generación de flujos de caja con un componente estable y predecible como es la potencia (tarifas reguladas y determinadas semestralmente), con la que cubre sus costos fijos y el servicio de deuda. Por su parte, los despachos de energía solo se realizan cuando el costo marginal horario del sistema sea igual o superior al costo variable declarado por Enlase, por lo que las operaciones de venta de energía generan márgenes positivos, pero de menor magnitud que los márgenes asociados a la comercialización de potencia.

Estructura de costos: El adecuado manejo de costos fijos, le ha permitido a Enlase generar flujos de caja estables para el pago de la deuda, considerando solo ingresos de potencia. Los bajos costos variables no combustibles y adecuado manejo de costos en la generación eléctrica, junto a la dispersión geográfica de la compañía, le permiten mantener un factor de planta en las centrales de motores

generadores (horas equivalentes de despacho a plena carga 2,6% promedio en el ejercicio 2017, y en torno a 0,88% a agosto 2018).

Tecnología: Las centrales generadoras de la compañía cuentan con un total de 159 motores de generación independientes y dos turbinas, lo que permite dar continuidad a la generación de electricidad en situaciones de fallas de los equipos, aislando los motores en reparación sin afectar el funcionamiento del resto de los equipos.

Situación financiera: ICR considera que Enlase mantiene una adecuada situación financiera, impulsada por las características reguladas de la venta de potencia (precios y estabilidad), factores que le entregan un adecuado grado de estabilidad en su capacidad de generación de flujos. Adicionalmente, las obligaciones financieras de la compañía fueron estructuradas de modo tal, que los flujos provenientes de la comercialización de potencia, descontando los costos fijos, fueran suficientes para sostener el servicio de la deuda.

A junio 2018, la compañía generó un EBITDA de US\$6,0 millones, evidenciando una disminución del 11,90% respecto al mismo periodo de 2017, explicado principalmente por el menor margen percibido en el periodo, asociados a un menor importe de ventas de energía, las que disminuyeron en 29,8 GWh, variación equivalente a un margen de US\$ 0,581 millones.

Respecto a sus niveles de deuda, la compañía no ha realizado emisiones recientemente, por lo que su stock de deuda ha disminuido conforme a su perfil de vencimientos. Lo anterior le ha permitido mantener satisfactorios niveles de endeudamiento (0,66 veces a junio 2018 y 0,77 veces a junio 2017). Adicionalmente, el indicador de deuda financiera neta / EBITDA mejoró desde 2,98 veces a junio 2017 hasta 2,22 veces en junio 2018.

En opinión de ICR, la compañía mantiene una posición financiera adecuada, reflejada en el desempeño de sus principales indicadores de deuda, esto considerando un EBITDA proyectado solo asociado a venta de potencia. Al respecto, se espera que el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA, se aproxime a 1,6 veces en el mediano plazo, consistente con su calendario de vencimientos.

Antecedentes de la Compañía¹

Enlase Generación Chile S.A. es una empresa de generación de electricidad, que vende potencia y energía al Sistema Eléctrico Nacional (SEN) en el mercado spot, a través de sus cuatro centrales termoeléctricas en base a petróleo diésel ubicadas a lo largo de Chile. Posee un total de 336,2 MW instalados en el SEN y una potencia máxima de 283,2 MW a través de sus 159 motores generadores y sus dos turbinas².

Central	Ubicación	Potencia instalada
San Lorenzo	Atacama	68,5 MW
El Peñón	Coquimbo	98,9 MW
Teno	Maule	70,8 MW
Trapén	Los Lagos	98,0 MW

Tabla 1: Centrales de la compañía
(Fuente: CMF)

El negocio de la empresa se orienta a la venta de potencia a otras generadoras del sistema eléctrico nacional, por lo que no opera bajo la modalidad de contratos de suministro, e inyecta energía al mercado spot sólo cuando los costos marginales en los puntos de conexión superan el costo variable de generación de sus respectivas centrales. Dicha estrategia permite que la compañía no incurra en riesgo de actividades spot.

Con las ventas de potencia se financian todos los gastos fijos y financieros de la sociedad, así como las amortizaciones de la deuda, y se generan excedentes para los accionistas. Las ventas de energía cubren sus costos variables respectivos y generan excedentes adicionales.

La Industria⁴

El sector eléctrico en Chile contempla actividades de generación, transporte y distribución de energía eléctrica, las que son desarrolladas por el sector privado, cumpliendo el Estado y otros organismos estatales una función reguladora, fiscalizadora y subsidiaria.

Las empresas tienen capacidad de decisión respecto de sus inversiones, la comercialización de sus servicios y la operación de sus instalaciones, siendo, por tanto, responsables de la calidad del servicio otorgado en cada segmento, según lo estipule el marco regulatorio del sector.

En Chile, desde noviembre del 2017 existe un gran sistema eléctrico: el Sistema Eléctrico Nacional ("SEN"), que cubre la zona entre Arica y Chiloé, tiene una capacidad instalada de 24.000 MW y una demanda máxima de 11.000 MW.

Generación Eléctrica

La generación eléctrica es una actividad caracterizada por la libre participación y no obligatoriedad de obtener concesiones, salvo para la construcción y operación de centrales hidroeléctricas.

La compañía es filial de Energía Latina S.A, que posee 99,9% de participación en su propiedad. A su vez, Energía Latina S.A. es controlada mediante un pacto de accionistas³ por el 50.1% de las acciones, conformado por FS Inversiones Limitada, Del Sol Mercado Futuros Limitada, Sociedad de ahorro Villuco Limitada, Sociedad de ahorro Tenaya Dos Limitada, Sociedad de ahorro Atacalco Dos Limitada, Sociedad de ahorro Alisios Dos Limitada y Penta Vida Compañía de Seguros de Vida S.A.

Respecto al directorio de la compañía, a septiembre de 2018 está constituido por siete miembros titulares, elegidos por un periodo de tres años, pudiendo ser reelegidos.

Nombre	Cargo
Fernando del Sol Guzmán	Presidente
Horacio Pavez García	Director
Juan León Babarovic	Director
Felipe Bertín Puga	Director
Ignacio Llanos Vidal	Director
Alejandro Arrau de la Sotta	Director
Fernando Tisné Maritano	Director

Tabla 2: Directorio de la compañía a septiembre de 2018
(Fuente: CMF)

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

Tabla 3: Principales ejecutivos de la compañía
(Fuente: CMF)

En el Sistema Eléctrico Nacional existen tres mercados principales, que se diferencian tanto en el tipo de clientes como en el tipo de tarifa aplicable a cada uno: el mercado de los grandes clientes, el mercado spot y el mercado de las empresas distribuidoras. El precio al que se realizan estas últimas transacciones se obtiene de licitaciones abiertas, transparentes y no discriminatorias, agregando el peaje por el uso de los sistemas de transmisión.

Independiente del mercado final al que abastezca un generador, las transferencias que se hacen entre generadores participantes del sistema, se realizan al valor de costo marginal horario de éste. El organismo encargado de realizar estos cálculos es el Coordinador Eléctrico Nacional.

Transmisión

El sistema de cobro de las empresas transmisoras constituye un peaje cargado a las empresas de generación y a los usuarios finales. Con el origen de la nueva ley de transmisión emitida el año 2016, se da origen a la nueva tarificación implementada en enero pasado, estableciendo que todos los peajes son pagados por los clientes finales. Este peaje permite a las compañías propietarias de las instalaciones

de transmisión recuperar y remunerar sus inversiones en activos de transmisión y recaudar los costos asociados a la operación de dichos activos.

Distribución

De acuerdo a la legislación, se considera distribución a toda la oferta de electricidad con un voltaje máximo de 23 kV, mientras que la oferta a voltajes mayores se entiende como transmisión. Las compañías dedicadas a la distribución eléctrica operan bajo el sistema de concesiones, que definen los territorios en los cuales cada compañía se obliga a servir a los clientes regulados bajo un régimen de tarifa máxima, conjugado con un modelo de empresa eficiente, fijada por la autoridad regulatoria.

El VAD⁵, constituido por los cargos de potencia (kW) y energía (kWh), cargos fijos y nivel de pérdidas eficientes, se fijan cada cuatro años, al igual que sus respectivas fórmulas de indexación.

Adicionalmente, las empresas distribuidoras reciben ingresos por los servicios asociados al suministro de electricidad o que se presten en mérito de la calidad de concesionario de servicio público (“SSAA”), entre los que se incluyen el arriendo de medidores, corte y reposición de servicio, apoyo a empresas de telecomunicaciones y cargo por cancelación fuera de plazo como algunos de los más relevantes. Las tarifas por este tipo de servicios son fijadas cada cuatro años, y son determinadas con ocasión de cada nuevo proceso tarifario de VAD.

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación

Ventas de Potencia y Energía

Las empresas dedicadas a la generación de energía obtienen ingresos por potencia y venta de energía.

Respecto a la potencia, se paga al generador por poner capacidad (instalada) a disposición del sistema. La potencia de suficiencia final es la máxima potencia que el generador es capaz de inyectar sujeto a su indisponibilidad probable ponderada por el factor de ajuste a la demanda. El Coordinador Eléctrico Nacional es quien determina esta potencia, para centrales térmicas, se determina marcando la potencia durante 5 horas continuas. A partir del 1 de marzo de 2016, entró en vigencia una nueva metodología de cálculo para la determinación de las transferencias de potencia entre empresas generadoras, complementado por la “Norma Técnica de Transferencias de Potencia entre empresas generadoras” del 28 de enero de 2016, y al procedimiento del Coordinador Eléctrico Nacional (CEN) denominado “Metodología de cálculo de la potencia de suficiencia” del año 2016.

Por otro lado, la venta de energía, la compañía percibe flujos por el consumo efectivo, pagándose ya sea al costo marginal de producción del sistema (mercado spot) o al monto pactado en caso de los contratos libres. La venta de energía se realiza en forma de contratos financieros. Se firman contratos de suministro con empresas distribuidoras y clientes libres, y se ajustan posiciones en el mercado spot al costo marginal que la CNE determina cada hora. Esto significa que las empresas cuya producción no alcanza a cubrir sus obligaciones, acuden al mercado spot para balancear sus posiciones.

a las características de la industria a la que pertenece.

DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

La operación de Enlase se desarrolla a través de cuatro centrales de generación eléctrica, ubicadas en distintos puntos a lo largo del Sistema Eléctrico Nacional (SEN), lo que permite diversificar riesgos operacionales, de precios y de transmisión. Las centrales utilizan tecnología en base a petróleo diésel y concentran sus actividades en la venta de potencia al SEN, a un precio determinado semestralmente por la Comisión Nacional de Energía (abril y octubre).

Respecto a la venta de energía, la diversificación geográfica de las centrales le permite a la compañía captar los déficits energéticos a lo largo de todo el sistema, por lo que los niveles de generación de la compañía están sujetos a los déficits del sistema y su costo marginal. La venta de energía ha caído por efecto de mayor generación a gas, eólica y solar, pero no afectando la estrategia comercial del negocio que es la venta de potencia.

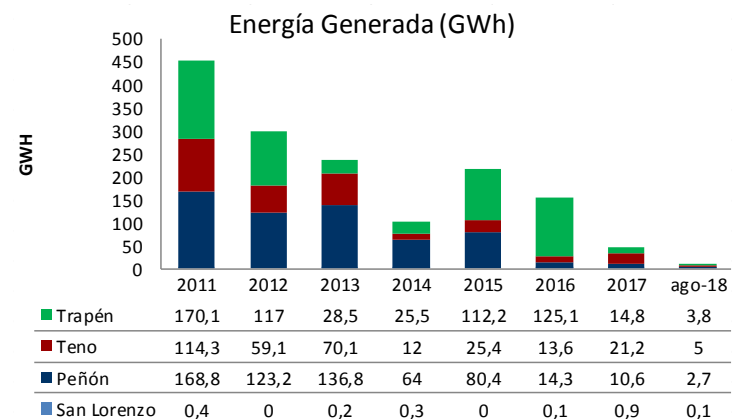


Gráfico 1: Energía anual generada por central. (Fuente: La compañía)

ESTRATEGIA DE NEGOCIOS

Enlase enfoca su negocio en las ventas de potencia, y no utiliza la modalidad de contratos de suministro, lo que elimina la exposición a riesgo de precios del combustible y a compras de energía en el mercado spot. Este conjunto de elementos permite a la compañía mantener una sólida generación de flujos de caja con un componente estable y predecible como es la potencia (tarifas reguladas y determinadas semestralmente), con la que cubre sus costos fijos y el servicio de deuda.

Por su parte, los despachos de energía solo se realizan cuando el costo marginal horario del sistema sea igual o superior al costo variable declarado por Enlase, por lo que las operaciones de venta de energía generan márgenes positivos, pero de menor magnitud que los márgenes asociados a la comercialización de potencia.

El modelo de negocios de Enlase permite mitigar en forma significativa los riesgos asociados a la exposición de la compañía ante la variabilidad del mercado spot, por lo que se estima baja la probabilidad de que éstos afecten significativamente los flujos de caja de la compañía. Asimismo, los flujos originados de las operaciones asociadas a la potencia, permiten a la compañía exhibir estabilidad en la capacidad de generación de EBITDA, ya que mitiga el riesgo asociado a la variabilidad de precios de los combustibles y niveles de generación.

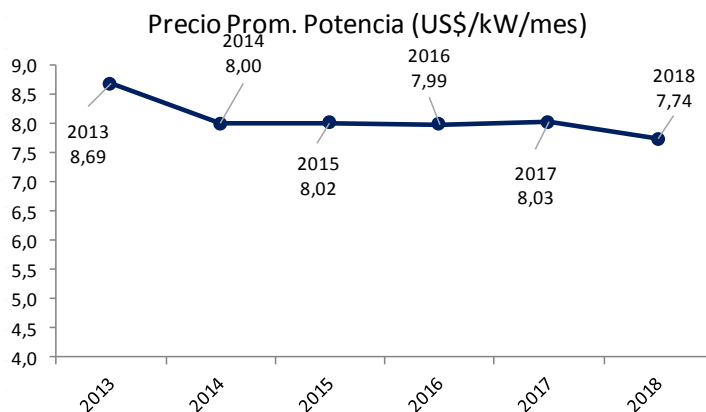


Gráfico 2: Precio promedio Potencia para centrales de Enlase (US\$/KW-mes). (Fuente: La compañía)

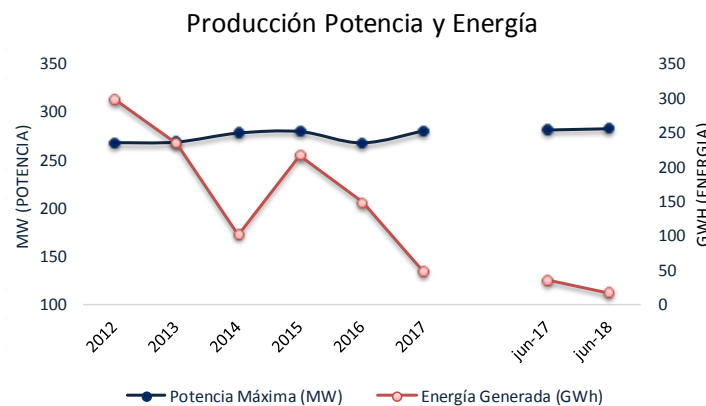


Gráfico 3: Producción de Potencia y Energía. (Fuente: La compañía)

ESTRUCTURA DE COSTOS

Enlase ha mantenido un adecuado manejo de costos fijos, que le permiten tener flujos estables para el pago de la deuda, considerando sólo ingresos de potencia. Los bajos costos variables (sin considerar combustibles), en conjunto con la dispersión geográfica de las plantas, han permitido a la empresa mantener un factor de planta en las centrales de motores generadores (horas equivalentes de despacho a plena carga) de 2,6% promedio en el ejercicio 2017, y en torno a 0,88% a agosto 2018.

La empresa genera energía sólo cuando es competitiva en costos, y al ser una central de alto costo de generación en comparación con otras tecnologías, su factor de planta es bajo, lo que reduce los requerimientos de Capex⁶. De esta manera luego del aumento de capacidad instalada entre los años 2013 y 2015, vemos un comportamiento de la inversión en línea con la estrategia comercial de la compañía, que es la venta de potencia.

En opinión de ICR, la estructura de costos de las operaciones asociadas a la potencia, permiten a la compañía, mantener un flujo controlado para hacer frente al pago de sus obligaciones de deuda.

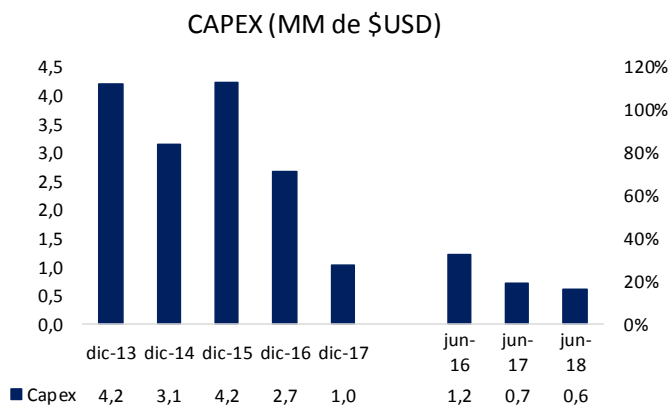


Gráfico 4: Evolución CAPEX Enlase Generación. (Fuente: La compañía)

TECNOLOGÍA

Las centrales generadoras de la compañía cuentan con un total de 159 motores de generación independientes y dos turbinas, lo que permite dar continuidad a la generación de electricidad en situaciones de fallas, aislando los motores en reparación sin afectar el funcionamiento del resto de los equipos.

Respecto a 2013 la empresa aumentó en 10,23% su capacidad instalada nominal de 305 MW a 336,2 MW.

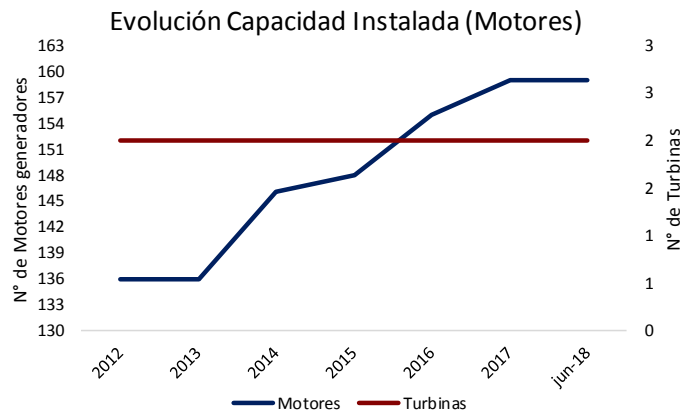


Gráfico 5: Equipos utilizados para generación eléctrica. (Fuente: Memorias anuales y EEFF Trimestrales Enlase Generación Chile S.A)

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A junio de 2018, los ingresos alcanzaron US\$ 9,7 millones, cifra inferior en 31,69% a los ingresos percibidos durante el mismo periodo de 2017. Dicha variación está explicada por el menor importe de ventas de energía, que disminuyeron en 29,8 GWh, equivalente a US\$ 4,56 millones de dólares y gatillada por una mayor generación térmica a gas, eólica y solar del sistema.

Por su parte, los ingresos de potencia⁷ ascendieron a US\$ 8,8 millones, monto superior en US\$ 0,06 millones a los ingresos percibidos a junio 2017.

Consistente con lo anterior, el EBITDA⁸ de la compañía disminuyó en 11,90% en comparación al primer semestre de 2017. Esto provoca un mayor margen EBITDA⁹, indicador que se incrementó desde 47,81% hasta 61,6%, variación explicada por menores costos variables asociados al proceso de generación de energía con petróleo, afectando directamente al ingreso operacional de la compañía.

En términos de los resultados del ejercicio, Enlase exhibió ganancias por US\$ 2,125 millones, inferiores a los US\$ 2,899 millones obtenidos en resultado a junio 2017. Sin embargo, esta diferencia radica en la disminución de los ingresos, menor resultado operacional y consiguiente efecto sobre el EBITDA.

Considerando que, los precios nudos para el periodo comprendido entre octubre 2018 y marzo 2019, ya fueron determinados por el organismo coordinador (7,84 USD/ kW-mes, precio promedio ponderado para centrales de Enlase), y bajo la premisa de que la compañía evidenciaría una potencia máxima cercana a 283,2 MW (de la medición de cinco horas continuas y consecutivas), ICR estima que sería prudente esperar ingresos ciertos de potencia en torno a US\$ 17,693 millones para el año 2018.

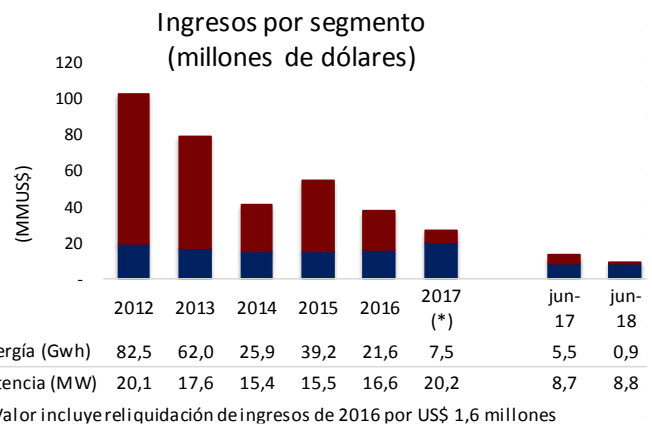


Gráfico 6: Ingresos por actividad a cierre de año y cierre de junio. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, CMF)

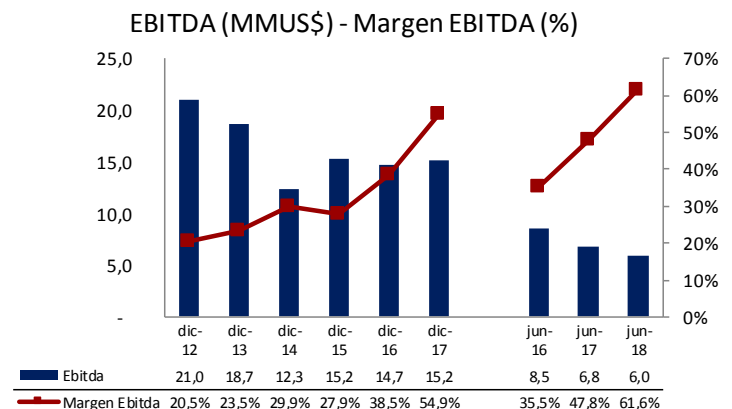


Gráfico 7: EBITDA y margen EBITDA. (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, CMF)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

La deuda financiera de la compañía está compuesta por el bono serie B (90,88% de la deuda financiera total), seguido de préstamos bancarios que representan el 9,12% de su deuda financiera total, dando cuenta de un perfil de amortizaciones similares hasta 2023.

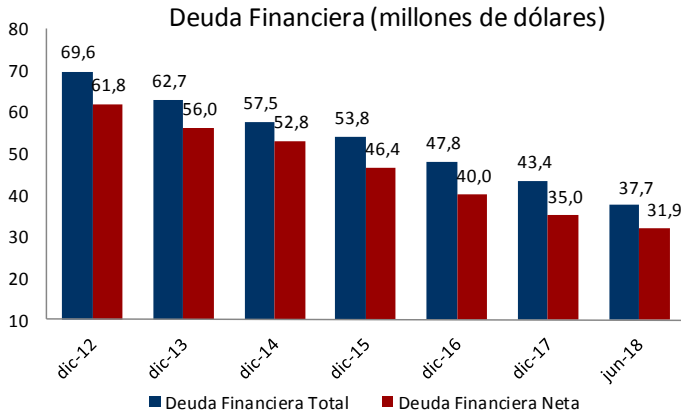


Gráfico 8: Deuda financiera.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Desde la emisión del bono serie B, en enero de 2014 destinado al refinanciamiento del crédito tomado para la construcción de las centrales existentes, la compañía no ha adquirido obligaciones financieras adicionales relevantes, lo anterior, exceptuando la contratación de dos créditos bancarios en julio de 2015 y marzo de 2016, por US\$ 3 millones y US\$ 2 millones, respectivamente.

Consistente con lo anterior, el último pago del bono mantiene su perfil de vencimientos, donde su último pago estaría pactado para noviembre 2023.

A junio 2018, los principales indicadores de deuda de la compañía se fortalecieron, tal que el endeudamiento financiero mejoró a 0,50 veces (0,61 veces a junio 2017), mientras que el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se situó en 2,22 veces (2,98 veces a

junio 2017). Del mismo modo la cobertura de gastos financieros netos ascendió a 9,02 veces, mayor a los 6,81 veces de junio 2017.

Indicador (N° de veces)	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18
Endeudamiento total ¹⁰	0,89	0,86	0,80	0,74	0,77	0,66
Endeudamiento financiero	0,82	0,75	0,64	0,57	0,61	0,50
Endeudamiento financiero neto	0,75	0,65	0,54	0,46	0,52	0,42
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	1,90	6,26	6,79	8,72	6,81	9,02
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹²	4,28	3,04	2,272	2,31	2,98	2,22
Razón circulante ¹³	1,43	1,52	1,36	1,50	1,36	1,61

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación (Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

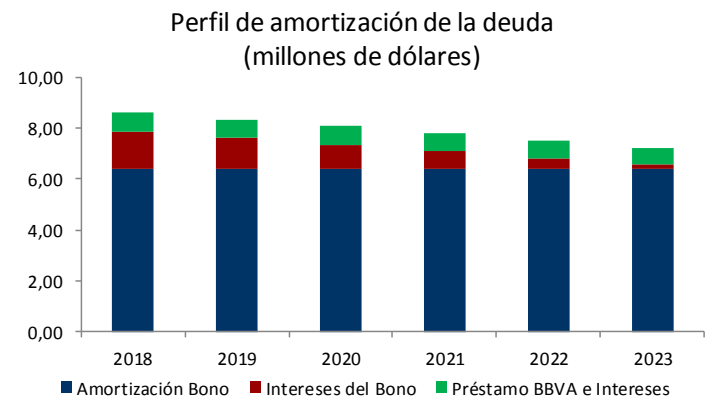


Gráfico 9: Perfil de vencimientos.

(Fuente: La compañía)

El calendario de vencimientos de la deuda, en conjunto con la estabilidad de flujos proveniente de la venta de potencia, a través de una tarifa estable y la regulación, son determinantes en la clasificación de riesgo de Enlase.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de ciertos factores, establecido en la Metodología General de Clasificación de Empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación de Riesgo del Negocio*.
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar ciertos indicadores financieros, establecido en la Metodología General de Clasificación de Empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Evaluación del Riesgo Financiero*.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia.

Para el caso de Enlase Generación Chile, la evaluación del riesgo del negocio, esto es la diversificación geográfica, la tecnología, la estrategia de negocios, las bajas necesidades de inversión y la estructura de costos, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría AA. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, apoyan esta clasificación al tratarse de niveles adecuados, pero que podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos

La compañía mantiene una línea de bonos vigente (N° 772), inscrita el 13 de diciembre de 2013, con un monto máximo de UF 1.500.000 a 10 años. El detalle de las series de bonos inscritas al amparo de esta línea, es el siguiente:

Serie de Bonos Vigentes	
Serie	B
Nemotécnico	BENGE-B
Plazo	10 años
Fecha de inscripción	15-11-2013
Fecha de colocación	23-01-2014
Tasa de Emisión	3,5%
Fecha de vencimiento	15-11-2023
Moneda	UF
Monto inscrito	1.500.000
Monto colocado	1.500.000
Deuda vigente	825.000

Tabla 6: Series de bonos vigentes.
(Fuente: LVA Índices 2018)

El *covenant* financiero, asociado al bono colocado, se cumple con holgura según el siguiente detalle:

Anexo

INFORMACIÓN FINANCIERA RESUMIDA ENLASE (MILLONES DE DÓLARES)								
INDICADORES	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18	
Activos corrientes	19,4	13,4	14,5	16,9	19,2	16,3	14,5	
Activos no corrientes	122,8	120,1	118,4	117,0	113,7	114,2	110,1	
Activos totales	142,2	133,5	132,9	133,9	132,9	130,5	124,6	
Efectivo y equivalentes	0,6	2,6	2,0	2,6	0,8	4,5	3,4	
Activos financieros corrientes	6,1	2,2	5,5	5,3	7,6	1,5	2,4	
Inventarios	3,2	2,1	1,9	2,1	2,3	2,1	2,4	
Pasivos corrientes	17,1	9,4	9,5	12,4	12,8	12,0	9,0	
Pasivos no corrientes	52,9	53,6	51,9	46,9	43,9	44,6	40,4	
Pasivos totales	70,0	62,9	61,5	59,3	56,7	56,6	49,4	
Deuda financiera corriente	11,1	6,3	6,0	6,7	7,9	6,9	7,0	
Deuda financiera no corriente	51,7	51,2	47,9	41,2	35,5	37,8	30,7	
Deuda financiera total	62,7	57,5	53,8	47,8	43,4	44,7	37,7	
Deuda financiera neta	56,0	52,8	46,4	40,0	35,0	38,7	31,9	
Patrimonio	72,2	70,6	71,4	74,6	76,2	73,9	75,2	
Ingresos de explotación	79,6	41,3	54,7	38,2	27,6	14,2	9,7	
Costos de explotación	66,2	32,7	43,0	26,3	14,4	8,5	4,5	
Margen bruto	13,5	8,6	11,7	11,9	13,2	5,7	5,2	
Margen bruto (%)	16,9%	20,8%	21,4%	31,2%	47,8%	40,2%	53,5%	
Resultado operacional	11,2	6,9	10,2	10,0	11,2	4,8	4,1	
Margen operacional (%)	14,1%	16,7%	18,7%	26,2%	40,6%	33,6%	42,1%	
Ingresos financieros	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	
Gastos financieros	3,6	6,6	2,5	2,3	1,9	1,0	0,8	
Gastos financieros netos	3,5	6,5	2,4	2,2	1,7	0,9	0,7	
Utilidad del ejercicio	6,1	-0,4	4,9	6,5	7,6	2,9	2,1	
Razón circulante (Nº de Veces)	1,13	1,43	1,52	1,36	1,50	1,36	1,61	
Razón ácida (Nº de Veces)	0,94	1,21	1,32	1,19	1,32	1,18	1,35	
Endeudamiento total (Nº de Veces)	0,97	0,89	0,86	0,80	0,74	0,77	0,66	
Endeudamiento financiero (Nº de Veces)	0,87	0,82	0,75	0,64	0,57	0,61	0,50	
Endeudamiento financiero neto (Nº de Veces)	0,78	0,75	0,65	0,54	0,46	0,52	0,42	
EBITDA	18,7	12,3	15,2	14,7	15,2	6,8	6,0	
EBITDA 12 meses	18,7	12,3	15,2	14,7	15,2	13,0	14,4	
Margen EBITDA (%)	23,5%	29,9%	27,9%	38,5%	54,9%	47,8%	61,6%	
Cobertura de gastos financieros netos (Nº de Veces)	5,32	1,90	6,26	6,79	8,72	6,81	9,02	
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de Veces)	3,35	4,66	3,53	3,26	2,86	3,44	2,62	
Deuda financiera neta / EBITDA (Nº de Veces)	2,99	4,28	3,04	2,72	2,31	2,98	2,22	
Capex	4,2	3,1	4,2	2,7	1,0	0,7	0,6	
Capex / Ingresos (%)	5,28%	7,62%	7,72%	6,97%	3,72%	4,94%	6,24%	
Retorno sobre el patrimonio ¹⁴ (%)	8,74%	-0,54%	6,89%	8,89%	10,11%	3,92%	2,85%	
Retorno sobre activos ¹⁵ (%)	3,96%	-0,28%	3,67%	4,86%	5,71%	2,22%	5,37%	

Covenant	Exigencia	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Jun-17	Jun-18
Endeudamiento financiero neto	<=1,5 veces	0,75	0,65	0,54	0,52	0,42

Tabla 7: Covenant correspondientes a bonos emitidos
(Fuente: CMF)

La emisión además contempla los siguientes resguardos:

Indicador/Covenant	Limite	A Junio 2018
Nivel de Potencia	No debe ser menor o igual a 220MW	281,3 MW
Prohibición de Endeudamiento Adicional (Obligaciones Financieras Netas / Ebitda)	No debe ser mayor o igual a 5	2,14
Negative pledge	No se podrá otorgar garantías reales para caucionar obligaciones, cuando estas obligaciones excedan el 10% del total de activos del emisor	-

Tabla 8: Resguardos adicionales e indicador a junio 2018
(Fuente: CMF)

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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 veía afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN DE LÍNEAS DE BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Nov-13	AA-	Estable	Primera Clasificación
Oct-14	AA-	Positiva	Cambio de tendencia
Sep-15	AA	Estable	Cambio clasificación/tendencia
Sep-16	AA	Estable	Reseña anual
Sep-17	AA	Estable	Reseña anual
Sep-18	AA	Estable	Reseña anual

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a junio 2018, memoria anual 2017, página web y presentaciones de Enlase); CMF.

² Fuente: Presentación corporativa, septiembre 2018, Enlase Generación Chile S.A.

³ Fuente: Información general de la compañía, nota 1, estados financieros al 30 de junio de 2018, Enlase Generación Chile S.A., pág. 12

⁴ Fuente: Presentación de Enlase; www.centralenergia.cl (glosario).

⁵ VAD = Valor agregado de distribución.

⁶ Capex= Cuenta "compras de propiedades, planta y equipo" /1000

⁷ Potencia de suficiencia final = (Potencia de suficiencia) * (Factor Ajuste Demanda); Considerando que (i) potencia de suficiencia= (potencia máxima) *(factores de disponibilidad); (ii) potencia máxima= (promedio de las potencias más altas generadas en 5 horas continuas y consecutivas) y (iii) factor de disponibilidad= conjunto de factores que miden la disponibilidad de combustible, mantenciones, consumos propios, disponibilidad de instalaciones propias y de transmisión.

⁸ EBITDA = Ganancia(pérdidas) por actividades operacionales – costos de ventas-gastos de administración y ventas +depreciación y amortización.

⁹ Margen EBITDA= EBITDA/ Ingresos totales.

¹⁰ Endeudamiento = Pasivos totales / patrimonio total.

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

¹² Deuda financiera / EBITDA = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / EBITDA 12 meses.

¹³ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁴ Rentabilidad del patrimonio= Utilidad anualizada / promedio (patrimonio periodo actual; patrimonio mismo periodo del año anterior).

¹⁵ Rentabilidad del activo= Utilidad anualizada / promedio (activos periodo actual; activos mismo periodo del año anterior).