



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación del  
Emisor y sus valores**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56-2) 2433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Enlasa Generación Chile S.A.

Noviembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	AA Estable
EEFF base	30 de junio de 2013

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo de la línea	UF 1.500.000
Moneda de emisión	UF, dólares o pesos
Representante de los tenedores de bonos	Banco Santander Chile
Uso de fondos	Refinanciar pasivos, financiar programa de inversión del emisor y/o filiales y fines corporativos generales
<i>Covenants</i> financieros	Endeudamiento Financiero Neto Consolidado (Deuda financiera neta sobre Patrimonio total) no superior a 1,5 veces <sup>1</sup>
Prepago	Contempla prepago
Garantías	No tiene

Estado de resultados consolidado IFRS					
Miles de US\$	2010	2011	2012	Ene-Jun 2012	Ene-Jun 2013
Total ingresos	48.920	145.951	102.537	71.185	46.283
Costo de ventas	-40.405	-124.310	-88.521	-62.781	-38.961
Gtos. de administración	-1.387	-1.632	-2.892	-689	-1.276
Resultado operacional <sup>2</sup>	7.060	15.024	12.191	7.968	6.391
Gastos financieros	-16.073	-5.559	-4.426	-2.354	-1.894
Resultado del ejercicio	-8.095	7.012	7.026	5.073	4.382
EBITDA	14.727	26.280	20.983	12.660	11.709

<sup>1</sup> Las obligaciones financieras netas se calcularán como deuda financiera total – (caja total + activos de cobertura + capital de trabajo por ventas de energía - acreedores comerciales combustible).

<sup>2</sup> Corresponde a Total Ingresos + Costo de Ventas + Gastos de Administración + Otros Gastos por Función + Otros Ingresos por Función.

Balance general consolidado IFRS				
Miles de US\$	Dic-2010	Dic-2011	Dic-2012	Jun 2013
Activos corrientes	25.420	20.807	25.949	34.266
Activos no corrientes	159.230	144.545	140.483	141.872
<b>Total activos</b>	<b>184.650</b>	<b>165.352</b>	<b>166.432</b>	<b>176.138</b>
Pasivos corrientes	22.972	15.701	21.008	26.868
Pasivos no corrientes	101.057	84.856	77.738	76.965
Pasivos totales	124.029	100.557	98.746	103.833
Patrimonio	60.621	64.795	67.686	72.305
<b>Patrimonio y pasivos, total</b>	<b>184.650</b>	<b>165.352</b>	<b>166.432</b>	<b>176.138</b>
Deuda financiera	104.329	80.654	69.608	62.997

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Enlase Generación Chile S.A. (Enlase Generación)** corresponde a la única filial de Energía Latina S.A. (Enlase), 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 MW 305.

Durante 2012 **Enlase Generación** obtuvo ingresos por cerca US\$ 103 millones, de los cuales 19,56% correspondió a venta de potencia y 80,0% a venta de energía (durante 2011 los ingresos ascendieron a US\$ 146 millones, básicamente por una mayor generación de energía). El Ebitda de la compañía fue de US\$ 21 millones y, según balance, cerró el año con pasivos financieros de US\$ 69,6 millones. A junio de 2013 la empresa ha generado ingresos por US\$ 46 millones y mantiene pasivos financieros por US\$ 63 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de la línea de bonos en proceso de inscripción 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\$ 13 millones, que en el caso extremo de nulas ventas de energía, le permiten disponer de una importante holgura respecto del calendario de vencimientos informado por la emisora. Debe considerarse, además, la estabilidad de los ingresos por potencia dado que la estructura de precio se determina para períodos de cuatro años.

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 y, por lo tanto, no presenta riesgo de incumplimiento o de variación en los costos de generación<sup>3</sup> tal como se puede observar en otras empresas del sector, 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.

La clasificación se ha efectuado tomando como supuesto, según lo informado por la administración, que los títulos de deuda que se emitan con cargo a la línea de bonos implicaran una tabla de amortizaciones con un perfil de pago acorde con el flujo de caja que actualmente genera el negocio de venta de potencia. Esta estructura de deuda disminuye sustancialmente el riesgo de incumplimiento, en particular que la deuda del emisor está financiando activos de larga vida útil.

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 **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.

A futuro, la clasificación podría verse mejorada ante una baja sustancial en los pasivos financieros del emisor.

---

<sup>3</sup> Aun cuando una central tenga contratado sólo su propia capacidad productiva, nunca está exenta de siniestros que la obliguen a recurrir al mercado spot.

Por el contrario, para el mantenimiento de la clasificación, asumiendo que no existe incremento de los pasivos, se requiere que se respete el supuesto utilizado en cuanto de un adecuado calce entre pago de pasivos y generación de caja de la venta de potencia.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Ingresos por venta de potencia con muy bajo riesgo.
- Compromiso de adecuar el pago de los pasivos financiero 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 136 motores y 2 turbinas).
- Fuerte exceso de oferta energética (muy bajo riesgo en el mediano plazo).

## 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.

## 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 y 2012, por esta línea de negocios, la empresa tuvo un margen bruto, de US\$ 12,5 millones y US\$ 13,7 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 2011 y 2012 por esta línea de negocio la empresa tuvo ingresos por US\$ 127 millones y US\$ 82 millones. A junio de 2013 las ventas ya ascienden a US\$ 37 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 60MW), Coquimbo (Central El Peñón, con una capacidad instalada de 90MW), Teno (Central Teno, con una capacidad instalada de 65MW) y Puerto Montt (Central Trapén, con capacidad instalada de 90MW).

## 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 tienen clasificación de 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 morigera toda vez que se dispone de 136 motores y 2 turbinas.

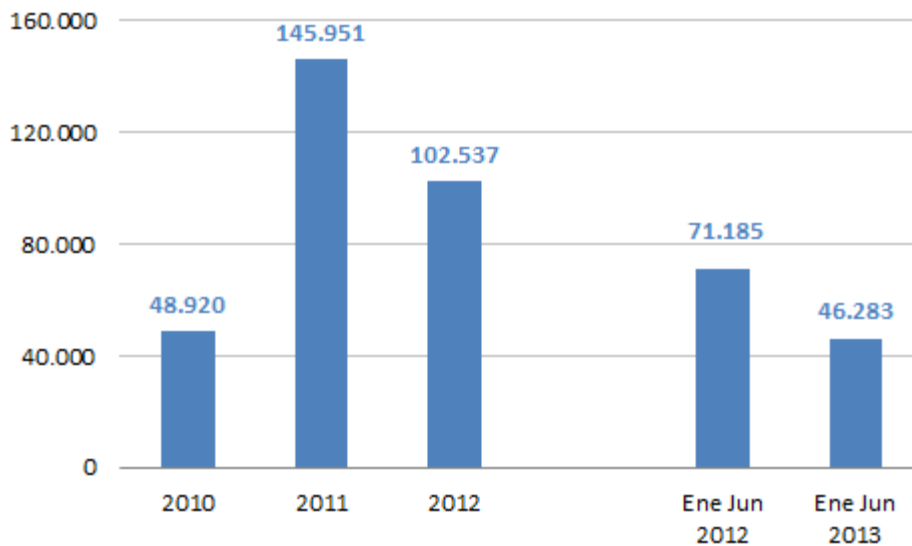
## Descripción del negocio

**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.

Central	Ubicación	Capacidad Nominal Instalada	Potencia a Firme	Tecnología	Combustible	Capacidad Estanques /Autonomía	Fecha declaración comercial
San Lorenzo	Diego de Almagro	60,0MW	54,5MW	2 turbinas de 30MW	Diesel	900m3 /40 hrs	17/09/2009 y 15/01/2010
El Peñón	Coquimbo	90,0MW	77,6MW	50 motores- generadores de 1,8MW	Diesel	2.000m3/ 100 hrs	27/07/2009 y 29/11/2009
Teno	Teno	65,0MW	58,2MW	36 motores- generadores de 1,8MW	Diesel	800m3/62 hrs	06/05/2009
Trapén	Pto. Montt	90,0MW	78,7MW	50 motores- generadores de 1,8MW	Diesel	2.000m3/ 100 hrs	24/02/2009

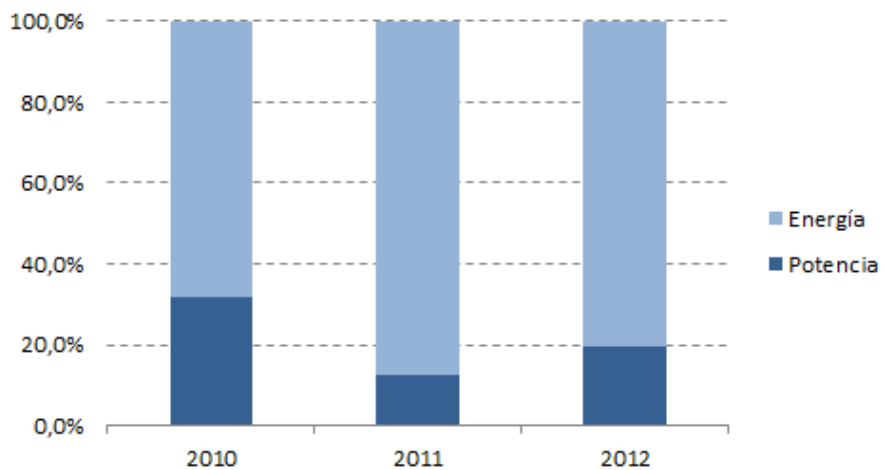
Los ingresos por actividades ordinarias han mostrado un incremento importante a partir de sus niveles registrados en 2010, principalmente debido a los aumentos en las ventas de energía.

**ENLASA GENERACION CHILE S.A.**  
**Ingresos por Actividades Ordinarias**  
2010-Junio 2013 (US\$M)



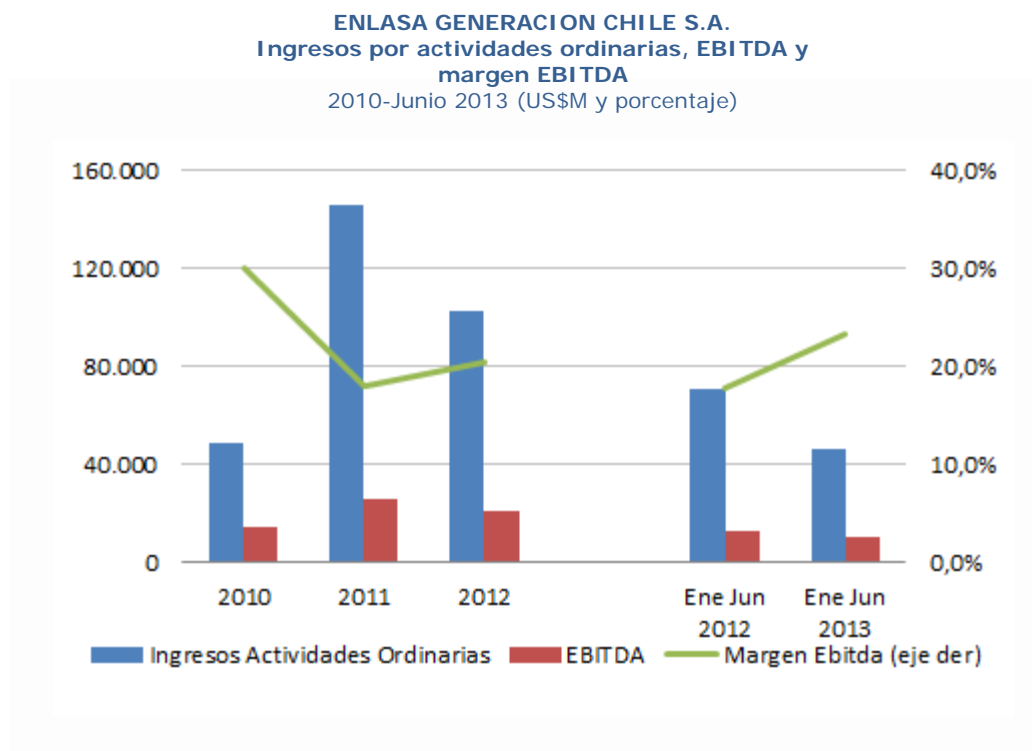
Durante 2012 casi un 80% de los ingresos de **Enlase Generación** provinieron de la venta de energía al mercado *spot* del SIC, como se aprecia en el siguiente gráfico.

**ENLASA GENERACION CHILE S.A.**  
**Estructura Ingresos por Actividades Ordinarias**  
2010-2012 (porcentaje)



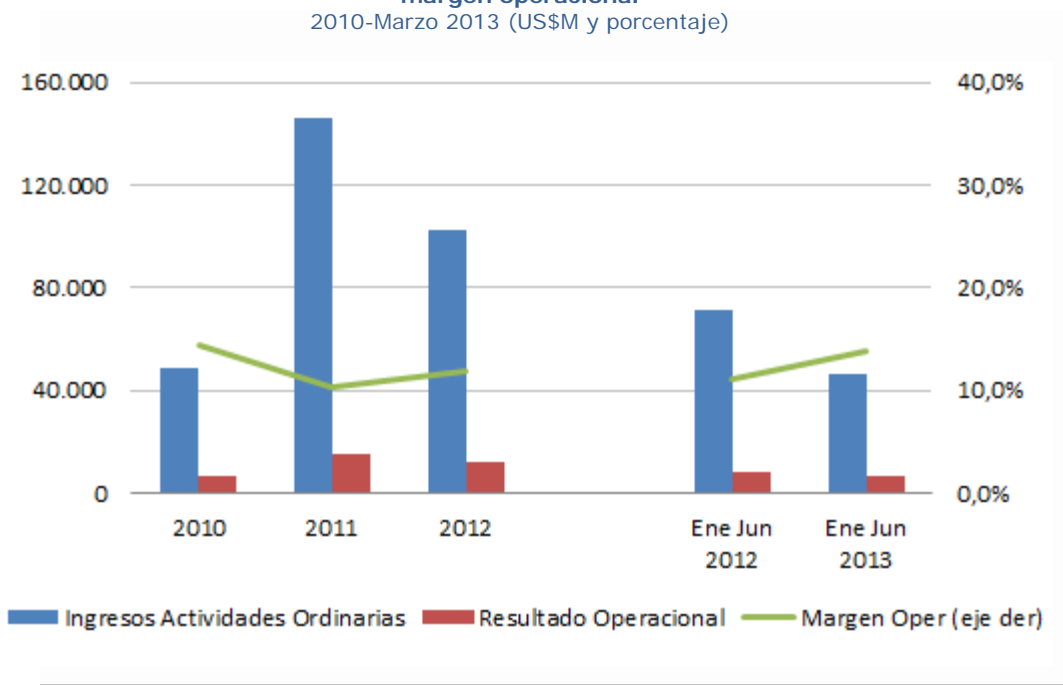


El margen EBITDA se ha mantenido en torno al 20-30%. Tal como se aprecia en el siguiente gráfico, el margen EBITDA tiende a disminuir en los períodos de mayor venta de energía; no obstante, incrementa el resultado en términos absolutos y con ello la rentabilidad de los activos.



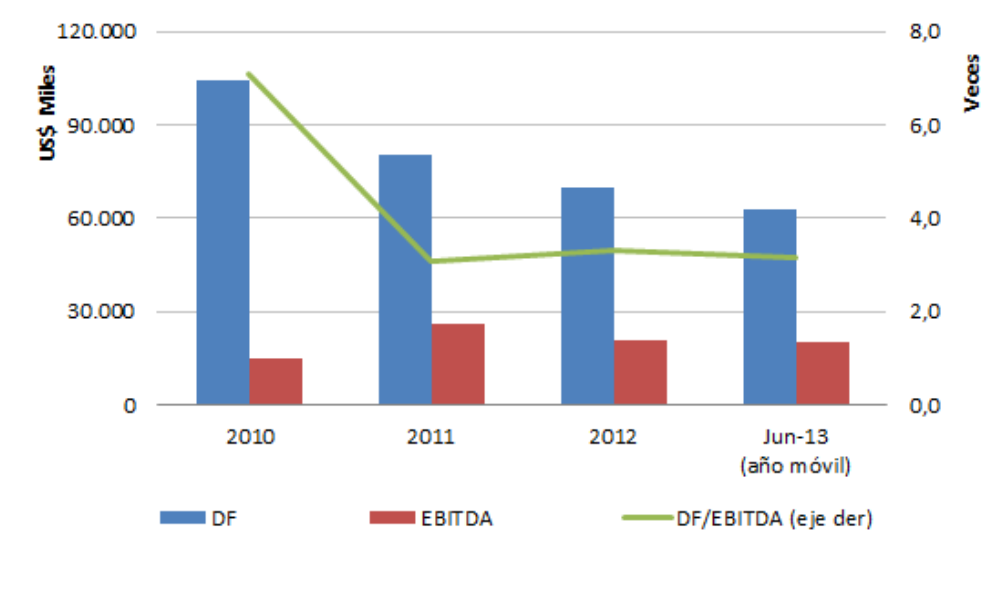
En concordancia con el comportamiento del EBITDA, el margen operacional ha mostrado una variabilidad que ha fluctuado entre 10% y 20%, fluctuaciones explicadas principalmente por variaciones en la venta de energía.

**ENLASA GENERACION CHILE S.A.**  
**Ingresos por actividades ordinarias, Resultado Operacional y**  
**margen operacional**  
 2010-Marzo 2013 (US\$M y porcentaje)



A diciembre de 2012, según balance general, **Enlasa Generación** presentaba una deuda financiera de casi US\$70 millones, la cual se había reducido a US\$63 millones a junio de 2013, la totalidad de la cual corresponde a deudas bancarias. Aun cuando la deuda bancaria disminuyó respecto a sus valores registrados en el ejercicio anterior, la caída del EBITDA significó que la relación Deuda Financiera / EBITDA se incrementara marginalmente desde un valor de 3,1 veces en 2011 a 3,3 veces en 2012, para situarse en un valor de 3,1 en junio de 2013.

**ENLASA GENERACION CHILE S.A.**  
**Deuda Financiera, EBITDA y Deuda Financiera/EBITDA**  
 2010 - Jun 2013 (US\$M y Número de veces)



Respecto al calendario de vencimientos, se ha informado a esta clasificadora que las emisiones que se realizarán con cargo a la presente línea serán estructuradas de manera tal que, incluso en un escenario de nulas ventas de energía, se generen holguras que permitan soportar estrés financieros o hacer frente a requerimientos imprevistos de caja. En caso contrario, en que el perfil de pagos de los bonos no permita disponer de holguras adecuadas, esta clasificadora revisaría la clasificación asignada.

*“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.”*