

## Ratings

Hernán Valenzuela  
Analista  
[hvalenzuela@icrchile.cl](mailto:hvalenzuela@icrchile.cl)

Makarena Gálvez  
Subgerente Clasificación  
[mgalvez@icrchile.cl](mailto:mgalvez@icrchile.cl)

Fernando Villa  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

Francisco Loyola  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto: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 de dólares.

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.

## 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.*