



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Alfa Transmisora de Energía S.A.

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:

Diego Tapia Zárate

Ignacio Muñoz Quezada

diego.tapia@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Abril 2024

| Categoría de riesgo | |
|-------------------------------------|------------------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Línea de bonos y bonos Tendencia | AA- Estable |
| EEFF base | 31 diciembre 2023 |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda | |
|---|--|
| Línea de bonos Serie A (BALFA-A) | N° 1163 de 17.01.2024 Primera emisión |

| Estados de Resultados Consolidados IFRS | | | |
|--|-------------------|---------------|---------------|
| MUS\$ de cada año | 2021 ¹ | 2022 | 2023 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 23.206 | 88.460 | 88.950 |
| Costos de ventas | -15.887 | -18.990 | -15.887 |
| Gastos de administración | -10.021 | -14.893 | -12.377 |
| Otras ganancias (pérdidas) | - | 18 | 0 |
| Ganancia de actividades operacionales | 45.707 | 54.595 | 60.686 |
| Ingresos financieros | 557 | 162 | 1.953 |
| Utilidad del ejercicio | -7.532 | 36.212 | -3.364 |

| Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|
| MUS\$ de cada año | 2021 | 2022 | 2023 |
| Activos corrientes | 115.601 | 136.238 | 115.031 |
| Activos no corrientes | 1.336.873 | 1.445.305 | 1.438.154 |
| Total activos | 1.452.474 | 1.581.543 | 1.553.185 |
| Pasivos corrientes | 74.547 | 201.969 | 57.310 |
| Pasivos no corrientes | 1.286.958 | 1.252.393 | 1.372.058 |
| Patrimonio | 90.969 | 127.181 | 123.817 |
| Total patrimonio y pasivos | 1.452.474 | 1.581.543 | 1.553.185 |

¹ El estado financiero auditado cumpliendo IFRS comprende tres meses de operaciones de Alfa Transmisora de Energía S.A.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Alfa Transmisora de Energía S.A. (Alfa) es una empresa de transmisión eléctrica que opera en el Sistema Eléctrico Nacional. Según información pública, al cierre de 2023, la compañía cuenta con un total de 932 kilómetros de extensión de líneas conectadas a 29 subestaciones distribuidos en seis regiones del país.

Al cierre del 2023, **Alfa** generó ingresos por MUS\$ 88.950 y registró un patrimonio de MUS\$ 123.817. En cuanto a la deuda financiera, en 2021 la sociedad emitió un bono en Estados Unidos por MUS\$ 1.098.618, con una duración de 30 años y vencimiento al 2051 (tipo *balloon*). La finalidad de esta emisión fue financiar parte de la compra y adquisición de Colbún Transmisión S.A. y pagar los costos de adquisición de las notas oferentes. Al cierre de los estados financieros el pasivo financiero de la empresa ascendía a MUS\$ 1.042.592

La actual clasificación incorpora, además, la eventual colocación de un bono en el mercado local por MUS\$ 135.000, con equivalencia en UF. El título de deuda, según contrato de emisión, presenta la misma estructura de pago que el instrumento emitido en Estados Unidos, lo que implica pagos parciales consistentes con la generación de flujos de la compañía más una amortización de un 40% en 2051. El uso de los fondos captados en la colocación local será financiar la compra de Transmisora Eléctrica de Quillota S.A. y, en menor medida, pagar un saldo adeudado a Colbún Transmisión por ajuste de precios por publicación de tarifas definitivas cuatrienio 2020-2023. Cabe señalar que la sociedad adquirida será fusionada con el emisor. La clasificación de riesgo de los títulos de deuda a emitir por **Alfa** en “*Categoría AA-*” se sustenta, principalmente, en la naturaleza del negocio que se traduce en una operación con flujos comparativamente estables y un ambiente normativo adecuadamente regulado. También se reconoce, dada las características actuales del mercado, el adecuado poder de negociación que tiene la empresa en los contratos de transmisión dedicada.

Asimismo, junto con lo anterior, fundamenta la clasificación de riesgo el hecho que el negocio de transmisión, por ser intensivo en inversión, tiende a presentar un margen EBITDA no sólo estable, sino elevado.

Complementariamente, la clasificación considera como elemento positivo la adecuada capacidad de apoyo financiero de sus accionistas y el *know how* que pueden entregar APG Energy & Infra Investments Chile Expansión SpA (APG), se enfoca en inversiones estables a largo plazo, especialmente en bienes tangibles ubicados en activos con foco en infraestructura regulada, con una vasta experiencia en el manejo de activos en lo relativo a la transmisión. Por su parte, Elecnor, matriz de Celeo Redes, cuyas acciones están listadas en la bolsa de Madrid, es un operador global en el mercado de generación de energía/electricidad, contando actualmente con más de 68 proyectos de transmisoras en 14 países.

Por otra parte, la evaluación incorpora la exposición del negocio de la empresa a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico como por exigencias ambientales. Eventuales modificaciones en estas áreas podrían presionar los ingresos de la compañía, incrementar sus costos o, incluso, en caso más extremo, afectar la estructura del modelo de negocio. Sin embargo, en opinión de **Humphreys**, este tipo de riesgo tiene una baja probabilidad de ocurrencia considerando las características técnicas con que se norma el sector eléctrico en Chile. Con todo, no se puede desconocer que actualmente el ambiente nacional se

encuentra más propenso a revisar los términos de las normativas de las empresas reguladas, en particular en lo relativo a la fijación de precios.

También, como riesgo, se incluye la concentración de clientes que presenta la sociedad. Según los estados financieros a diciembre de 2023, cinco clientes representan el 66,41% de los ingresos; sin embargo, este riesgo, en lo relativo al mercado regulado, se ve atenuado por la ley de transmisión en Chile, que garantiza el flujo de los ingresos, independientemente del comportamiento de pago de los usuarios del servicio de transmisión eléctrica. Respecto a los clientes dedicados el riesgo se mitiga por la elevada solvencia que estos presentan.

Finalmente, la clasificación se encuentra también restringida por el elevado nivel de endeudamiento de la compañía, sin embargo, se reconoce que es propio de este tipo de empresas, por los significativos montos de inversión inicial.

A futuro, la clasificación de riesgo puede verse favorecida, si la empresa disminuye en forma importante su nivel de deuda. Asimismo, para mantener la clasificación es necesario que el emisor no esté sujeto a eventos que puedan perjudicar las fortalezas principales mencionadas anteriormente o que disminuya su capacidad de generación de flujos.

En el ámbito de ASG (o ESG por sus siglas en inglés), **Alfa** cuenta con un consejo de administración compuesto por miembros de APG y Celeo Redes, los que manejan temas de sostenibilidad necesaria para el ejercicio de sus funciones; además, de contar con experiencia en inversiones sostenibles. Tanto APG como Elecnor, cuentan con estrategias ligadas a la compensación del entorno en el que desarrollan sus operaciones, dada las externalidades e impacto de sus proyectos en la comunidad.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Los ingresos no responden a los volúmenes de energía transmitidos, sino que provienen del derecho de utilizar las instalaciones, independiente de la participación de mercado. Ello asimila el riesgo de los ingresos al riesgo país.
- Elevada y estable capacidad de generación de flujos y bajos costos operativos.

Fortalezas complementarias

- Importancia del sector eléctrico para el desarrollo y funcionamiento del país.
- Competencia limitada y altas barreras de entradas.
- Elevado acceso a las fuentes de financiamiento.
- *Know how* y apoyo de los accionistas, quienes poseen gran patrimonio e inversiones en el negocio eléctrico en todo el mundo.

Riesgos considerados

- Alta concentración de clientes (riesgo atenuado por la elevada solvencia de los principales deudores).
- Alto nivel de deuda, en relación con otros emisores de similar rating (riesgo controlable).
- Sector sujeto a marcos regulatorios susceptibles de cambios (riesgo bajo).

Definición de 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.

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

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

Hechos recientes

Resultados 2023

Durante el año 2023, **Alfa** generó ingresos por actividades ordinarias por MUS\$ 88.950, aumentando un 0,55% con respecto al periodo anterior, explicado principalmente por aumento de ingresos en peajes e indexación de los ingresos. Por su parte, los costos por venta disminuyeron en MUS\$ 3.100, es decir 16,34% con respecto al año 2022, justificado por el desfase entre los ingresos y costos de las obras de ampliación de terceros. Lo anterior entregó un margen bruto de 82,14%.

Por otro lado, los gastos de administración fueron de MUS\$ 12.377, disminuyendo un 16,89% con respecto a la misma fecha del año anterior. En el mismo periodo, el resultado operacional mostró un aumento de 11,16%, alcanzando los MUS\$ 60.686; mientras que la utilidad neta totalizó los MUS\$ -3.364, explicada principalmente por una variación negativa del impuesto a las ganancias.

Al cierre de diciembre de 2023, la empresa presentó activos por MUS\$ 1.553.185 y pasivos por MUS\$ 1.429.368, disminuyendo desde 2022 un 1,79% y 1,72%, respectivamente. Por su parte, el nivel de patrimonio pasó de MUS\$ 127.181 a MUS\$ 123.817 en el mismo periodo. La deuda financiera de la compañía ascendió a MUS\$ 1.042.592.

Oportunidades y fortalezas

Estructura de remuneraciones a transmisoras: los ingresos operacionales del negocio responden a una demanda por capacidad de transmisión y transformación de electricidad, los que tienen la posibilidad de incrementar en la medida que sea necesario construir nuevas instalaciones de transporte de electricidad. Las tarifas de **Alfa** remuneran el derecho a uso de sus instalaciones de transmisión nacional y zonal e

instalaciones dedicadas a clientes privados. En los hechos, es el coordinador quien asigna a cada transmisora la recaudación total percibida, en base al Valor Anual de la Transmisión por Tramo.

Importancia del sector eléctrico: El crecimiento económico y el funcionamiento normal del país requiere de un suministro eléctrico seguro y estable en el largo plazo; para ello es necesario contar con red adecuada de transmisión., En consecuencia, se puede presumir que el sector contará con el apoyo de las autoridades para asegurar el normal abastecimiento de la energía. Desde esta perspectiva, el desenvolvimiento del negocio de transmisión presenta un bajo riesgo en términos de su viabilidad de mediano y largo plazo; en particular por su aporte a la eficiencia del sistema como un todo.

Elevada capacidad de generación de flujos: El negocio de transmisión se caracteriza por requerir de una alta inversión, pero con bajos costos operativos, lo que implica elevados márgenes operacionales. Producto de lo anterior, una alta proporción de los ingresos se traduce, efectivamente, en disponibilidad de caja para el emisor. Al cierre de diciembre de 2023, la compañía presentó un margen EBITDA del 91,58%.

Experiencia y apoyo de los accionistas: La empresa es controlada por APG Energy & Infra Investments Chile Expansión SpA, con un 80% de la propiedad y por Celeo Redes Chile Expansión SpA, con el 20% restante, quien a su vez es controlada por APG y Elecnor S.A. Ambas compañías se caracterizan por tener una elevada posición patrimonial en comparación a **Alfa** y vasta experiencia en inversiones de infraestructura, concesiones y de transporte de energía. A diciembre de 2023, APG administraba cerca de € 569 billones y Elecnor contaba con un patrimonio de € 926 millones e ingresos anuales por € 3.793 millones.

Acceso a fuentes de financiamiento: Las características del negocio en que se enmarca **Alfa** y la seriedad regulatoria del mercado eléctrico chileno otorga a la empresa un buen perfil como sujeto de crédito. Además, la empresa ha demostrado en los hechos que tiene un adecuado acceso a financiamiento, reflejado en el bono emitido en Estados Unidos que, al cierre de diciembre de 2023, implica una deuda por MUS\$ 1.042.600.

Factores de riesgo

Concentración de clientes: Al cierre de diciembre de 2023, un 61% de los ingresos corresponden a ingresos dedicados. El 66,41% de los ingresos de **Alfa** provino de cinco clientes, siendo el principal Colbún S.A., el cual representa el 40,47%. Sin perjuicio de la exposición a un grupo reducido de clientes, el riesgo es atenuado por un elevado nivel de solvencia y por las características del negocio de la transmisión en Chile, que garantiza la corriente de ingresos por ley (el sistema responde por el pago).

Riesgo financiero: Al cierre de diciembre 2023, **Alfa** presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 12,80 veces y una relación de EBITDA sobre gastos financieros de 1,27 veces. Con todo, se debe tener en consideración la estabilidad de los flujos del emisor, dada por el robusto marco regulatorio y la viabilidad de largo plazo del sector, situación que permite un mayor nivel de endeudamiento, debido a la factibilidad de estructurar deudas de largo plazo o refinanciar pasivos. Sin perjuicio de ello, en los hechos, los ratios mencionados podrían ser considerados elevador por el mercado y, por ende, reducir el acceso a crédito de la compañía (siempre bajo la perspectiva de una empresa calificada en "Categoría AA-").

Leyes y normativas reguladoras: Considerando las regulaciones específicas que afectan al sector eléctrico, la empresa no está inmune a posibles cambios que pudiese experimentar la legislación sectorial, incluyendo reformas a la normativa sobre tarificación de transmisión eléctrica o en las tarifas fijadas bajo la ley vigente. Asimismo, la ejecución de los nuevos proyectos debe someterse a normas medioambientales que podrían incrementar sus niveles de exigencia a través del tiempo. No obstante, se considera como atenuante que las legislaciones sectoriales del país han tendido a ser analizadas y modificadas bajo criterios técnicos.

Antecedentes generales

La compañía

Alfa fue constituida por escritura pública el 17 de marzo de 2021 como sociedad por acciones bajo el nombre "Alfa Desarrollo SpA", sin embargo, el 20 de octubre de 2021 se transformó en una sociedad anónima cerrada, modificando el tipo social y acordando estatus refundidos para la misma, designando el nombre que actualmente posee la sociedad **Alfa Transmisora de Energía S.A.**

El propósito actual de la sociedad es llevar a cabo la transmisión de energía eléctrica a través de diversos sistemas de transmisión (nacional, zonal, dedicado y polos de desarrollo). La sociedad se dedica a la comercialización de la capacidad de transporte y transformación de electricidad de instalaciones que forman parte del Sistema Eléctrico Nacional, además, administra y opera tanto sus propias instalaciones eléctricas de transmisión como las de terceros.

La Sociedad controladora es APG Energy & Infra Investments Chile Expansión SpA., que mantiene el 80% de la participación de forma directa. El otro accionista es Celeo Redes Chile Expansión SpA. quien posee un 20% restante.

Para contextualizar la estructura de negocios que tiene actualmente la organización, en 2019 Celeo Redes S.L.U. y APG participan en el proceso de compra para adquirir el portafolio de los activos de transmisión de Colbún S.A. Posteriormente en 2020, Colbún transmisión es adquirida por la compañía, cambiando su razón a "Alfa Transmisión S.A." la cual, en el momento de la adquisición, contaba con una longitud de 889 km de líneas de transmisión y 27 subestaciones. En febrero de 2022, se determina efectuar la fusión entre "Alfa Transmisora de Energía S.A." y su subsidiaria, "Alfa Transmisión S.A."

Al cierre de 2023, APG maneja un portafolio de € 569 billones, en representación del plan de pensiones holandés para más de 4,6 millones de afiliados. Por otro lado, Elecnor, la matriz de Celeo Redes, presentaba activos por € 4.076 millones de euros, posicionándose como una de las principales corporaciones globales en el desarrollo, construcción y operación de proyectos con principal enfoque en el sector de energía.

Unidades de negocios

Alfa cuenta con 42 líneas de transmisión y 29 subestaciones distribuidas en seis regiones del país, alcanzando los 932 kilómetros de extensión. Actualmente, tiene contratos regulados, que corresponden a la transmisión nacional y transmisión zonal y contratos no regulados, correspondientes a transmisión

dedicada. A diciembre de 2023, un 61% de los ingresos provino de dedicados y 39% de regulados, como se presenta en la Ilustración 1.

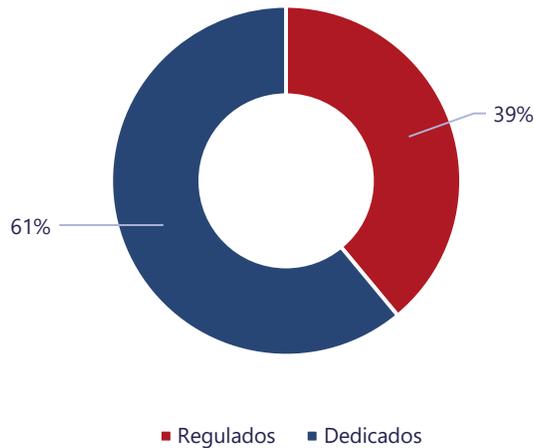


Ilustración 1: Distribución por tipo de contrato (kms)

Con respecto a la distribución geográfica, 374 kilómetros de extensión corresponden a ocho contratos de transmisión nacional, siendo la línea más extensa Pie Negro – Colbún con 128 km ubicado en la sexta región. Por su parte, 96 kilómetros de extensión corresponden a once contratos de transmisión zonal, los que están concentrados en la región de Valparaíso. Por último, la empresa cuenta con 23 contratos de transmisión dedicados con 462 kilómetros de extensión, siendo la principal Santa María – Charrúa con 74 kilómetros ubicada en la octava región. En la Ilustración 2 se presenta la distribución geográfica de las líneas.

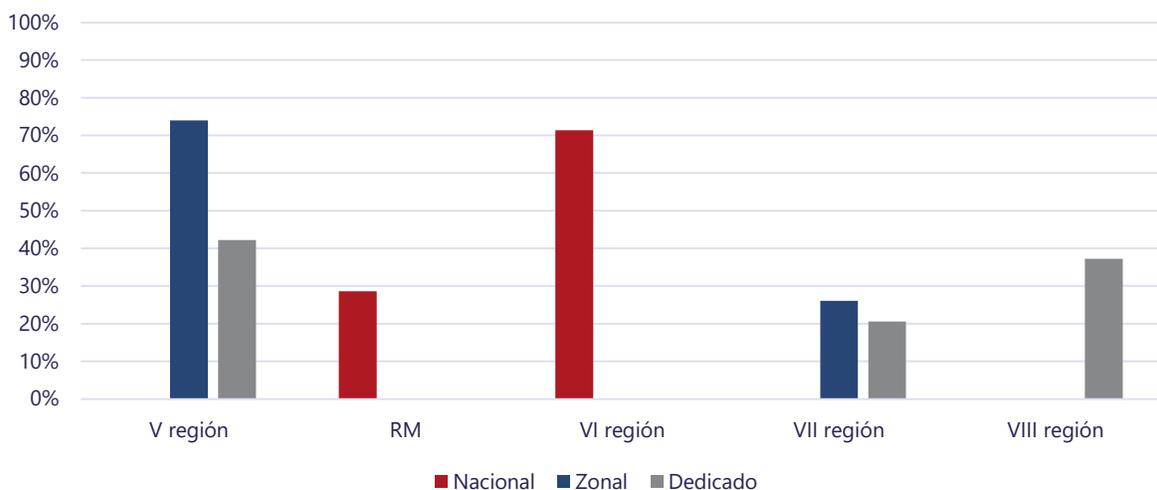


Ilustración 2: Distribución geográfica de los kilómetros de líneas

Cientes

El mercado en que participa **Alfa** está conformado por generadoras que inyectan energía en los sistemas de transmisión para llegar a sus clientes. La ley corta vigente define que parte de los pagos se carguen a los generadores y otra porción a los consumidores. Dentro de las ventas por cliente, en diciembre de 2023, destaca Colbún S.A. con 40,47% de los ingresos, seguido por Corporación Nacional del Cobre de Chile con 12,74%. Los cinco principales clientes representan un 66,41% de los ingresos, tal como se aprecia en la Ilustración 3.

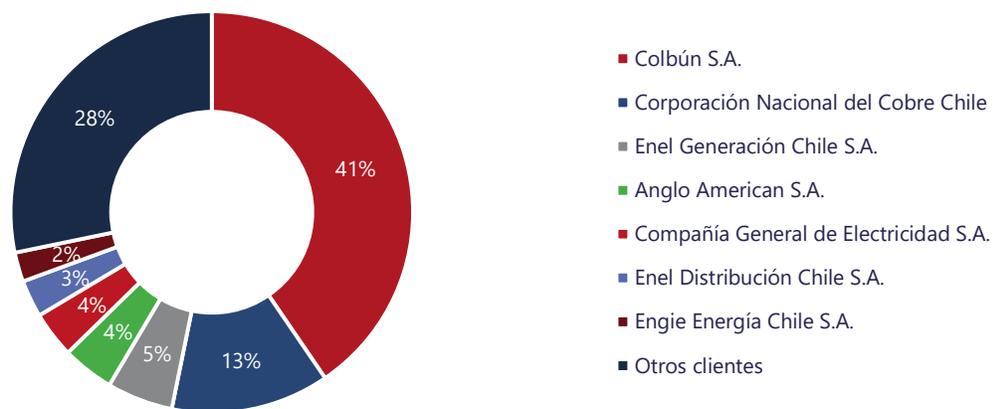


Ilustración 3: Clientes de Alfa Transmisora de Energía a diciembre de 2023

Marco regulatorio

El negocio de transmisión eléctrica se encuentra regulado por la Ley General de Servicios Eléctricos DFL N°4/20.018, considerando las recientes reformas a la Ley de Transmisión.

Esta ley define el sistema de transmisión eléctrica o transporte de electricidad como el conjunto de líneas y subestaciones eléctricas que integran un sistema eléctrico, y que, además, no están destinadas a suministrar el servicio público de distribución.

En cada sistema de transmisión se distinguen los siguientes segmentos: sistema de transmisión nacional, sistema de transmisión para polos de desarrollo, sistema de transmisión zonal, sistema de transmisión dedicado y sistemas de interconexión internacionales.

Según la ley mencionada, el Ministerio de Energía deberá, cada cinco años, desarrollar un proceso de planificación energética de largo plazo, para los distintos escenarios de energía de expansión de la generación y del consumo, en un horizonte de tiempo de al menos 30 años.

Adicionalmente, con una periodicidad anual, la Comisión Nacional de Energía (CNE) tiene que llevar a cabo un proceso de planificación de la transmisión, el que debe considerar, al menos, un horizonte de 20 años. Esta planificación abarca las obras de expansión necesarias en los distintos sistemas de transmisión especificados en dicha ley, considerando los escenarios definidos en la Planificación Energética de Largo

Plazo. El resultado final de este proceso es la fijación mediante decreto del Ministerio de Energía de las obras de expansión de los sistemas de transmisión indicados, las que podrán ser del tipo obra nueva u obra de ampliación.

Una vez publicado el Plan de Expansión Anual, el Coordinador licita las obras nuevas y las obras de ampliación establecidas. Las obras nuevas adjudicadas se remuneran a través del Valor Anual de Transmisión por Tramo (V.A.T.T.) ofertado por la empresa que resulte adjudicada en el proceso de licitación, el que se reajustará periódicamente según las fórmulas de indexación indicadas en los respectivos decretos por un periodo de 20 años (periodo de tarifa fija).

Las obras de ampliación reciben como remuneración el V.A.T.T. que resulta de la suma de la anualidad del Valor de Inversión (A.V.I.) determinado considerando el Valor de Inversión (V.I.) adjudicado y la tasa de descuento vigente al momento de la adjudicación, más el Costo de Operación, Mantenimiento y Administración Anual (C.O.M.A). El A.V.I. así calculado y reajustado, se mantiene fijo y forma parte de la remuneración de la empresa propietaria por un periodo de 20 años. El C.O.M.A correspondiente se determina cuatrienalmente en los procesos tarifarios siguientes.

Para ambos tipos de obras de expansión, una vez transcurrido el periodo de 20 años, las instalaciones pasan a remunerarse a través de un estudio de valorización que realiza cada cuatro años la CNE (periodo de tarifa reajutable).

El estudio de valorización antes mencionado excluye las obras nuevas que se encuentran en el periodo de tarifa fija, y las obras de ampliación licitadas por el Coordinador, valorizándose aquellas instalaciones denominadas existentes (que no ingresaron a los sistemas de transmisión por medio de los procesos de licitación) y las obras licitadas que hayan finalizado el periodo de tarifa fija.

La remuneración del V.A.T.T. correspondiente a las instalaciones de transmisión se percibe a través de la suma de los ingresos tarifarios, que corresponde a la diferencia de los costos marginales en cada tramo de línea, más un cargo por uso del sistema de transmisión, que las empresas transmisoras cobran a los suministradores de los clientes del sistema eléctrico nacional.

Análisis financiero

Ingresos

Los ingresos de **Alfa** son provenientes del flujo de operación de la transmisora y tienen un comportamiento predecible, en especial aquellos que se perciben por el tipo de transmisión nacional y zonal (también llamados ingresos regulados), los cuales cuentan con una tarifa que se fija cada cuatro años. Por otro lado, gran parte de los ingresos de **Alfa** provienen de contratos de transmisión dedicada, es decir, contrato con privados. Cabe destacar, que existen mecanismos de reajuste que permiten que en términos reales los precios permanezcan con bajo nivel de fluctuación.

Al cierre de 2023, los ingresos de la compañía fueron de MUS\$ 88.950, ligeramente mayor al percibido durante el periodo 2022, el cual alcanzó los MUS\$ 88.460. Por otro lado, el margen EBITDA se posicionó

en 91,58%, ubicándose por sobre el alcanzado en 2022, el cual fue de 84,21%. Cabe destacar que, durante los años de operación, los niveles del indicador siempre han sido por sobre el 80%.

En la Ilustración 4 se presenta la evolución de los ingresos junto al margen EBITDA presentado por la compañía en los últimos 6 años².

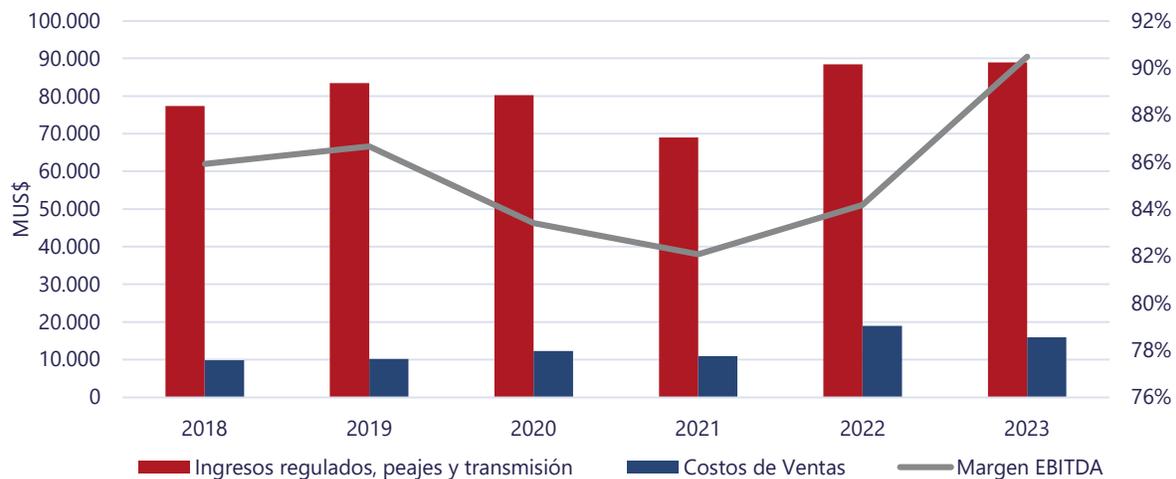


Ilustración 4: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

Endeudamiento

Al cierre de 2023, **Alfa** contaba con una deuda financiera de \$ 1.043 millones de dólares, los cuales corresponden principalmente a pasivos financieros centrados en largo plazo, lo cual es natural observar en este tipo de industria. La relación pasivo exigible sobre patrimonio alcanzaba a diciembre de 2022 las 14,44 veces; mientras que, al cierre del 2023, el indicador era de 11,54 veces, tal como se puede apreciar en la Tabla 1.

Tabla 1: Ratios

| Ratio | 2022 | 2023 |
|-----------------------------------|-------|--------|
| Endeudamiento (veces) | 11,44 | 11,54 |
| Liquidez (veces) | 0,67 | 2,01 |
| Rentabilidad total del activo (%) | 2,29% | -0,22% |
| DF / EBITDA | 14,02 | 12,95 |
| DF / Patrimonio | 8,21 | 8,42 |

Dentro de las principales fortalezas de la estructuración del bono actual y del bono a emitir por **Alfa**, destaca el adecuado calce entre los flujos anuales del emisor y el vencimiento programado para su deuda, a excepción de 2051. En efecto, la holgura de ingresos queda en evidencia al contrastar el EBITDA

² Dado la poca historia que se posee sobre la **Alfa**, para visualizar los ingresos históricos, se utilizaron para 2018-2019 los estados financieros de Colbún Transmisión S.A., mientras que para 2020 se utiliza Alfa Transmisión S.A. y para 2021-2022 y 2023 se utilizaron los respectivos de Alfa Transmisora de Energía.

proyectado de la empresa, con las cuotas anuales de los bonos emitidos por la empresa. La Ilustración 5 presenta el perfil de vencimiento proyectado de **Alfa**. Respecto al vencimiento de 2051, se espera que sea refinanciado también con un adecuado nivel de calce, situación que es posible dada la estabilidad y capacidad de generación de flujos del emisor posterior al vencimiento de las deudas. (para 2051 la deuda sería equivalente al 40% del saldo insoluto original).

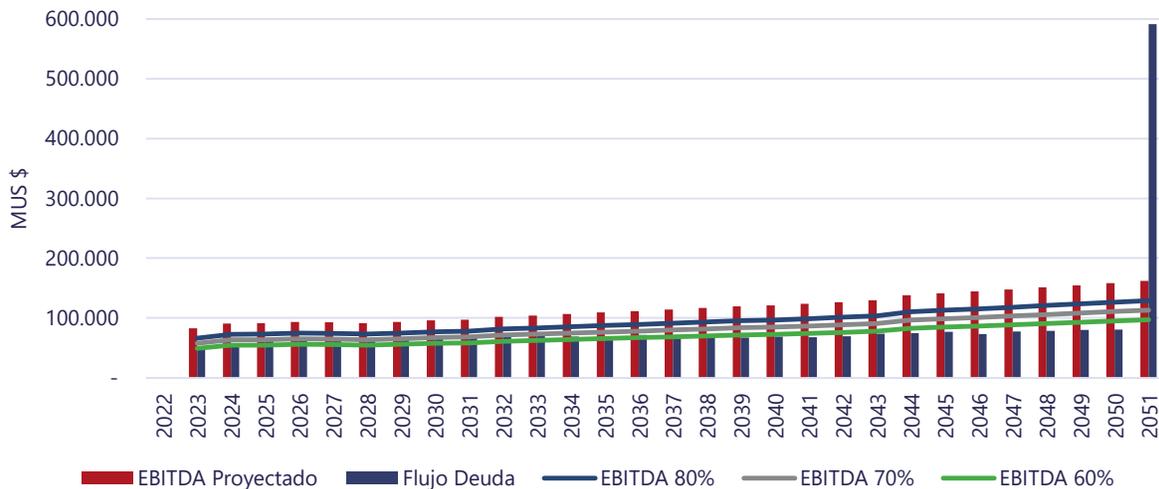


Ilustración 5: EBITDA y flujo de la deuda

Índice de Cobertura Global

El Índice de Cobertura Global (ICG) es calculado como el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de los bonos, descontado a la tasa de interés de estos (supuesto de **Humphreys**), sobre el saldo insoluto de la deuda financiera. Adicionalmente, se calcula un ICG ajustado, asumiendo perpetuidad. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos).

En la Ilustración 6 se presenta la evolución del ICG donde se puede observar que para 2024 alcanza las 1,50 veces; por su parte, el ICG ajustado, alcanzó las 2,37 veces, manteniéndose por sobre la unidad hasta el vencimiento de los bonos. Para el caso del ICG base, donde se consideran los flujos sólo hasta el final de la deuda, es posible apreciar una tendencia a la baja, incluso un indicador por debajo de la unidad, debido a que la estructuración de la deuda vigente presenta amortizaciones al acercarse el vencimiento de la deuda y un gran cupón a 2051 (y no se considera los flujos de la compañía posteriores a 2051). Sin embargo, la compañía cuenta con la posibilidad de reestructurar la deuda y la holgura suficiente para recaudar el flujo de caja necesario para hacer frente al cupón que se presentara al vencimiento de la deuda.

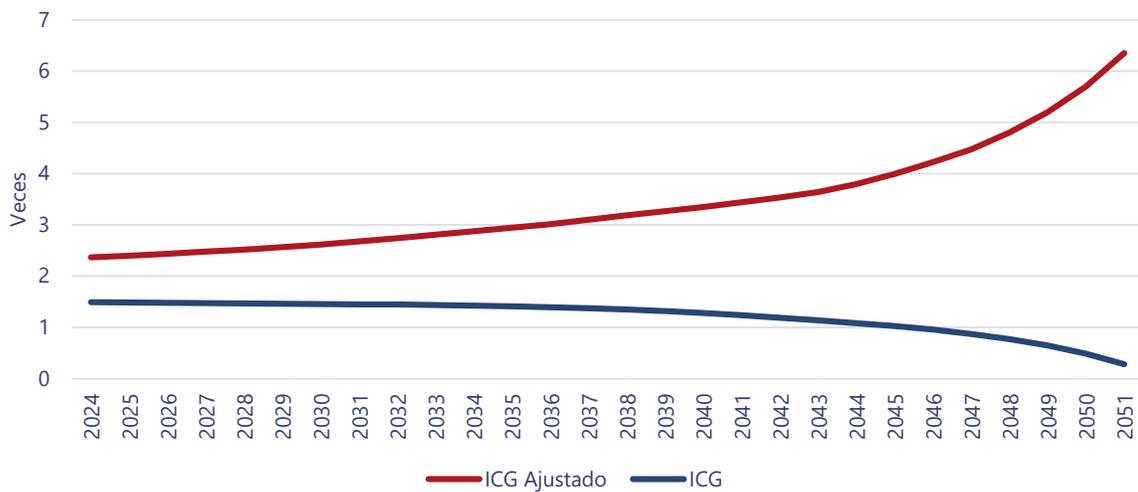


Ilustración 6: Indicador de Cobertura Global

Tal como se mencionó, la compañía cuenta con un elevado vencimiento en 2051, lo que la llevaría a refinanciar dichos pasivos; dado ello, se ha calculado el ICG para distintos niveles de flujos y distintos costos de financiamiento, tal como se presenta en la Tabla 2, pero con perpetuidad y manteniendo constante el saldo insoluto de los pasivos.

Tabla 2: Índice de Cobertura Proyectado de los flujos para el refinanciamiento

| ICP Tasa Interés | Castigo de Flujos | | | | | | |
|---------------------|-------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 5% | 10% | 15% | 20% | 30% | 40% | 50% |
| 3,0% | 8,95 | 8,48 | 8,00 | 7,53 | 6,59 | 5,65 | 4,71 |
| 4,0% | 6,71 | 6,36 | 6,00 | 5,65 | 4,94 | 4,24 | 3,53 |
| 5,0% | 5,37 | 5,09 | 4,80 | 4,52 | 3,96 | 3,39 | 2,83 |
| 8,0% | 3,35 | 3,18 | 3,00 | 2,83 | 2,47 | 2,12 | 1,77 |
| 10,0% | 2,68 | 2,54 | 2,40 | 2,26 | 1,98 | 1,70 | 1,41 |

Se observa, dado los niveles del ICG, que es factible presumir razonablemente que la deuda podría ser refinanciada, incluso bajo el supuesto de fuertes caídas en los flujos e incremento sustanciales en la tasa de interés, lo que confirma la capacidad de pago del emisor.

Liquidez

La liquidez, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, en los últimos años ha sido bastante volátil debido al proceso de adquisición de su filial "Alfa Transmisión S.A." y colocación de sus activos en el largo plazo, alcanzando al cierre de 2022 las 0,67 veces, mientras que, durante el 2023, el indicador se posicionó entorno a las 2,01 veces. La evolución de la razón circulante se presenta en la sección ratios.

Rentabilidad

Al cierre de 2023 el resultado operacional fue de MUS\$ 60.686 mostrando un aumento a lo presentado en 2022, que fue de MUS\$ 54.577, obteniendo una variación anual de 11,19%. Por otro lado, la rentabilidad sobre el activo presentó una disminución respecto al 2022, posicionándose en los -0,22%, dado los resultados negativos obtenidos; mientras que, en el periodo anterior, fue de 2,29%. Adicionalmente, la rentabilidad sobre el patrimonio presenta una disminución respecto al cierre de 2022 donde obtuvo un 33,20% de rendimiento, a diferencia de 2023 donde se ratificó en -2,68%.

Ratios financieros

| Ratios de Liquidez | | | | |
|--|-------------------|------------|-----------|--|
| Ratios | 2021 ³ | 2022 | 2023 | |
| Liquidez (veces) | -4,02 | -95,22 | -18,21 | |
| Razón Circulante (Veces) | 1,55 | 0,67 | 2,01 | |
| Razón Ácida (veces) | 1,54 | 0,67 | 1,99 | |
| Rotación de Inventarios (veces) | 15,11 | 18,37 | 17,97 | |
| Promedio Días de Inventarios (días) | 24,16 | 19,86 | 20,31 | |
| Rotación de Cuentas por Cobrar (veces) | 0,57 | 1,34 | 1,40 | |
| Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días) | 637,74 | 273,03 | 260,56 | |
| Rotación de Cuentas por Pagar (veces) | -0,11 | -0,01 | -0,14 | |
| Promedio Días de Cuentas por Pagar (días) | -3.362,93 | -26.623,00 | -2.703,54 | |
| Diferencia de Días (días) | -4.000,67 | -26.896,03 | -2.964,10 | |
| Ciclo Económico (días) | -4.024,83 | -26.915,89 | -2.984,41 | |

| Ratios de Endeudamiento | | | | |
|--|-------|-------|-------|--|
| Ratios | 2021 | 2022 | 2023 | |
| Endeudamiento (veces) | 0,94 | 0,92 | 0,92 | |
| Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces) | 14,97 | 11,44 | 11,54 | |
| Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces) | 0,06 | 0,16 | 0,04 | |
| Período Pago de Deuda Financiera (veces) | 55,29 | 14,01 | 12,80 | |
| EBITDA sobre Deuda Financiera (veces) | 0,02 | 0,07 | 0,08 | |
| Porción Relativa Bancos y Bonos (%) | 0,77 | 0,72 | 0,73 | |
| Deuda Relacionada sobre Pasivos (%) | 0,07 | 0,07 | 0,16 | |
| Veces que se gana el Interés (veces) | -0,66 | -- | -0,07 | |

³ El cálculo del año 2021 únicamente considera tres meses de operación de **Alfa Transmisora de Energía**.

| Ratios de Rentabilidad | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Ratios | 2021 | 2022 | 2023 |
| Margen Bruto (%) | 66,69% | 78,53% | 82,14% |
| Margen Neto (%) | -32,46% | 40,94% | -3,78% |
| Rotación del Activo (%) | 1,60% | 5,59% | 5,73% |
| Rentabilidad Total del Activo (%) | -1,04% | 2,39% | -0,21% |
| Inversión de Capital (%) | 505,83% | 356,78% | 366,90% |
| Ingresos por Capital de Trabajo (veces) | 0,57 | -1,35 | 1,54 |
| Rentabilidad Operacional (%) | 1,90% | 9,36% | 10,47% |
| Rentabilidad Sobre Patrimonio (%) | -16,56% | 33,20% | -2,68% |
| Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%) | 33,31% | 21,47% | 17,86% |
| Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%) | 43,18% | 16,84% | 13,91% |
| ROCE (Return Over Capital Employed) (%) | 12,00% | 50,04% | 48,36% |
| E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%) | 81,68% | 84,21% | 91,58% |

| Otros Ratios | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Ratios | 2021 | 2022 | 2023 |
| Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%) | 0,00% | 0,30% | 0,44% |
| Terrenos sobre Pasivos Totales (%) | 0,23% | 0,21% | 0,22% |
| Capital sobre Patrimonio (%) | 108,28% | 77,45% | 79,55% |

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