



# Alfa Transmisora de Energía S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Savka Vielma Huaiquiñir  
savka.vielma@humphreys.cl

FECHA  
Marzo 2026

Categoría de riesgo <sup>1</sup>	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	<b>AA- Estable</b>
EEFF base	Diciembre 2025

Estados de Resultados Individuales IFRS					
MUS\$ de cada año	2021 <sup>2</sup>	2022	2023	2024	2025
Ingresos de actividades ordinarias	23.206	88.460	88.950	92.355	95.421
Costo de ventas	-15.887	-18.990	-15.887	-19.900	-22.193
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>15.477</b>	<b>69.470</b>	<b>73.063</b>	<b>72.455</b>	<b>73.228</b>
Gastos de administración	-10.021	-14.893	-12.377	-10.036	-12.589
Ganancia de actividades operacionales	5.456	54.595	60.686	62.419	60.639
Ingresos financieros	557	162	1.953	1.450	974
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>-7.532</b>	<b>36.212</b>	<b>-3.364</b>	<b>-5.112</b>	<b>-1.920</b>

Estados de Situación Financiera Individuales IFRS					
MUS\$ de cada año	2021	2022	2023	2024	2025
Activos corrientes	115.601	136.238	115.031	101.213	123.406
Activos no corrientes	1.336.873	1.445.305	1.438.154	1.464.947	1.454.100
<b>Total activos</b>	<b>1.452.474</b>	<b>1.581.543</b>	<b>1.553.185</b>	<b>1.566.160</b>	<b>1.577.506</b>
Pasivos corrientes	74.547	201.969	57.310	49.795	71.516
Pasivos no corrientes	1.286.958	1.252.393	1.372.058	1.397.076	1.401.124
Patrimonio	90.969	127.181	123.817	119.289	104.866
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>1.452.474</b>	<b>1.581.543</b>	<b>1.553.185</b>	<b>1.566.160</b>	<b>1.577.506</b>

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Empresas Concesionarias (29-02-2024)

<sup>2</sup> 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 lo informado por la compañía, al cierre de 2025, que cuenta con un total de 940 kilómetros de extensión de líneas conectadas a 28 subestaciones distribuidos en cinco regiones del país.

Al cierre de 2025, **Alfa** generó ingresos por MUS\$ 95.421, mantenía una deuda financiera de MUS\$ 1.156.270 y un patrimonio de MUS\$ 104.866.

La clasificación de riesgo de los títulos de **Alfa** en "*Categoría AA-*" se sustenta principalmente en la naturaleza del negocio que se traduce en una operación con flujos estables y un marco normativo debidamente regulado. También se reconoce, dadas las características actuales del mercado, el buen poder de negociación que tiene la empresa en los contratos de transmisión dedicada.

Asimismo, se valora el hecho de que el negocio de transmisión, por ser intensivo en inversión, tiende a presentar un margen EBITDA elevado y estable. Además de contar con una cuenta de reserva de deuda correspondiente al pago de un cupón.

La estructura de cuentas cascada contemplada en los contratos de emisión de bonos constituye otro factor favorable para la clasificación. Este mecanismo establece un orden de prioridad claro y estricto en la aplicación de los flujos de caja operacionales, asegurando que el servicio de la deuda financiera sea atendido antes que cualquier otro uso de fondos, incluyendo pagos a partes relacionadas o la distribución de dividendos. De este modo, se reduce de manera significativa el riesgo de incumplimiento en escenarios de estrés operativo o de liquidez, al proteger los flujos destinados al pago de la deuda de decisiones discrecionales de la administración o de los accionistas, otorgando mayor certeza y previsibilidad a los tenedores de bonos respecto de la capacidad de pago de la compañía.

Complementariamente, se 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), el cual 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 infraestructura energética con presencia en más de 50 países, gestionando a través de su filial Celeo más de 7.900 km de líneas de transmisión eléctrica en Chile, Brasil y Perú.

No obstante lo anterior, la evaluación considera la concentración de clientes que presenta la sociedad. Según los estados financieros a diciembre de 2025, cinco clientes representan el 64,4% 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.

Respecto a los contratos dedicados, el riesgo de concentración es más relevante, dado el peso que tiene el principal cliente en este segmento. Ante un escenario hipotético de término anticipado de dicho contrato, los flujos remanentes de la compañía podrían verse presionados para cubrir holgadamente el servicio de su deuda financiera, lo que pone de manifiesto la importancia de esta relación comercial para el perfil crediticio del emisor. Sin embargo, la materialización de este escenario se considera de baja probabilidad, dado que estos contratos se encuentran asociados a infraestructura específica, directamente vinculada a la operación del cliente, cuyo eventual reemplazo requeriría inversiones significativas en nueva infraestructura, lo que resulta poco razonable desde una perspectiva económica y actúa como un mitigante relevante de este riesgo.

Otro aspecto analizado es la exposición a cambios normativos, tanto en el ámbito eléctrico como de las exigencias ambientales. Eventuales modificaciones en estas áreas podrían presionar los ingresos de la compañía, incrementar sus costos o, incluso, cambiar el modelo de negocio (esto último, en opinión de **Humphreys**, con muy baja probabilidad de ocurrencia considerando, como ya se mencionó, las características técnicas con que se norma el sector eléctrico en Chile). Con todo, no se puede desconocer que actualmente el ambiente nacional está más propenso a revisar los términos de las normativas de las empresas reguladas, en particular en lo relativo a la fijación de precios.

Finalmente, la clasificación se encuentra 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 representantes de APG y Celeo Redes, quienes aportan experiencia en inversiones sostenibles y el manejo de los temas de sostenibilidad necesarios para el ejercicio de sus funciones. Tanto APG como Elecnor disponen de estrategias ligadas a la gestión de las externalidades e impacto de sus proyectos en la comunidad y el medioambiente, lo que se refleja en los estándares de gestión ambiental y responsabilidad social que aplican transversalmente en sus operaciones a nivel global.

#### 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.
- Estructura de cuentas cascada y priorización del servicio de la deuda.

##### 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

## Arbitraje Codelco

El 7 de mayo de 2025, el tribunal arbitral acogió parcialmente la demanda interpuesta por Codelco, declarando la nulidad del contrato de arriendo de capacidad de transmisión y ordenando a **Alfa** restituir parte de los ingresos percibidos bajo dicho contrato. De acuerdo con la información disponible, dicha obligación ascendería a aproximadamente MUS\$ 10.000. Frente a ello, la sociedad inició un arbitraje contra Colbún S.A. con el objeto de recuperar dicho monto y los montos no recaudados por este contrato, lo que en total ascendería a cerca de MUS\$ 30.000, al amparo del régimen de indemnidad contemplado en la compraventa original de acciones.

En este contexto, si bien los asesores legales de **Alfa** estiman que existen fundamentos sólidos para obtener una resolución favorable, aun en un escenario adverso la compañía mantendría capacidad para absorber el eventual desembolso asociado a esta contingencia, sin comprometer de manera relevante su posición de liquidez. Lo anterior se sustenta en que, al cierre de diciembre de 2025, registraba efectivo y equivalentes por MUS\$ 36.180 y generó un flujo operacional por MUS\$ 81.874 durante el ejercicio, cifras que además le permitieron enfrentar adecuadamente el servicio de su deuda financiera.

## Proceso sancionatorio SEC — apagón del 25 de febrero de 2025

El 4 de agosto de 2025, la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC) formuló cargos contra **Alfa** por presuntas fallas de comunicación en sus sistemas de supervisión durante el apagón del 25 de febrero de 2025, hecho no atribuible a la sociedad. Desestimados los descargos presentados, el 20 de febrero de 2026 la SEC aplicó una multa de 50.000 UTM equivalente a MUS\$ 3.833, contra la cual la sociedad interpuso un recurso de reposición y continúa evaluando las instancias disponibles para resguardar su posición.

## Resultados 2025

Durante el año 2025, **Alfa** generó ingresos por actividades ordinarias por MUS\$ 95.421, aumentando un 3,32% con respecto al periodo anterior, explicado principalmente por el reconocimiento de ingresos de nuevos proyectos en operación y ajustes tarifarios asociados al proceso de valorización de activos del período 2020-2023.

Por su parte, los costos de venta alcanzaron los MUS\$ 22.193, aumentando un 11,52% con respecto al año anterior, lo que junto a los mayores ingresos del período entregó un margen bruto de 76,74%.

Por otro lado, los gastos de administración fueron de MUS\$ 12.589, aumentando un 25,44% con respecto al año anterior, explicado principalmente por una devolución de arriendos que redujo los gastos en 2024 y que no se repitió en 2025, sumado a mayores servicios de asesoría y consultoría. En el mismo periodo, el resultado operacional mostró una disminución de 2,85%, alcanzando los MUS\$ 60.639; mientras que la pérdida neta se redujo significativamente desde MUS\$ 5.112 a MUS\$ 1.920, explicada principalmente por una variación positiva del resultado no operacional de MUS\$ 7.825, impulsada por diferencias de cambio favorables de MUS\$ 9.064.

Al cierre de diciembre de 2025, la empresa presentó activos por MUS\$ 1.577.506 y pasivos por MUS\$ 1.472.640, aumentando desde 2024 un 0,72% y 1,78%, respectivamente. Por su parte, el nivel de patrimonio pasó de MUS\$ 119.289 a MUS\$ 104.866 en el mismo periodo. La deuda financiera de la compañía ascendió a MUS\$ 1.156.270.

## 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 desarrollo 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 2025, la compañía presentó un margen EBITDA del 87,3%.

**Mecanismo de cuentas cascada:** Los contratos de emisión de bonos establecen un sistema de cuentas restringidas que define el orden en que se distribuyen los flujos generados por la operación, asegurando que el pago de la deuda sea atendido antes que cualquier otro destino de fondos. Como parte de este mecanismo, Alfa mantiene cuentas de reserva específicas para el servicio de la deuda y los gastos de operación y mantenimiento. Al cierre de diciembre de 2025, la compañía generó un flujo operacional de MUS\$ 81.874, suficiente para cubrir los pagos de intereses por MUS\$ 56.325 y las amortizaciones de capital por MUS\$ 5.528 del período. Lo anterior se refleja en un Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda de 1,29 veces, superando el mínimo de 1,15 veces exigido contractualmente para realizar pagos a los accionistas.

**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 2025 APG administraba cerca de € 601 billones y Elecnor al cierre de 2025 contaba con un patrimonio de € 943 millones e ingresos anuales por € 4.387 millones.

**Acceso a fuentes de financiamiento:** Las características del negocio en que se enmarca **Alfa** y la seriedad regulatoria del mercado eléctrico chileno otorgan 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 la emisión de un bono privado en el mercado estadounidense por MUS\$ 1.098.619 en septiembre de 2021 y una emisión local en el mercado chileno por UF 3.300.000 en junio de 2024, ambas con vencimiento en septiembre de 2051.

## Factores de riesgo

**Concentración de clientes:** Al cierre de diciembre de 2025, el 64,4% de los ingresos se concentra en los cinco principales clientes, siendo Colbún S.A. el de mayor peso con un 39,3% del total facturado. Sin perjuicio de esta concentración, el riesgo se atenúa por varios factores. En el segmento regulado, la ley de transmisión en Chile garantiza la corriente de ingresos independientemente del comportamiento de pago de los usuarios, ya que el sistema obliga al resto de los participantes a cubrir cualquier monto impago. En el segmento dedicado, el riesgo se mitiga por la elevada solvencia crediticia de los clientes, todos con grado de inversión, y por la naturaleza de los contratos, que están asociados a infraestructura directamente vinculada a las operaciones de cada cliente, lo que hace que su reemplazo requiera inversiones de alta magnitud y no resulte económicamente razonable. No obstante lo anterior, un análisis de sensibilidad indica que la pérdida hipotética del principal contrato dedicado comprometería la capacidad de la sociedad para cubrir el servicio de su deuda financiera, lo que refleja la relevancia de mantener dicha relación comercial.

**Apalancamiento y cobertura de la deuda:** Al cierre de diciembre 2025, **Alfa** presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 13,88 veces y una relación de EBITDA sobre gastos financieros de 1,22 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:** La empresa no está exenta de posibles cambios en la legislación sectorial, incluyendo reformas a la normativa sobre tarificación de transmisión eléctrica o modificaciones a las tarifas fijadas bajo la ley vigente. Asimismo, la ejecución de nuevos proyectos se encuentra sujeta a normativas medioambientales que podrían incrementar sus niveles de exigencia en el tiempo.

En esta línea, el arbitraje con Codelco ilustra la exposición que enfrenta la compañía ante reinterpretaciones de la clasificación regulatoria de sus instalaciones, lo que puede derivar en disputas contractuales con impacto sobre los ingresos reconocidos en períodos anteriores. Como atenuante, cabe señalar que las modificaciones a la legislación sectorial en Chile han tendido históricamente a sustentarse en criterios técnicos, y que **Alfa** cuenta con mecanismos contractuales que mitigan parcialmente este tipo de contingencias, tal como se evidencia en el arbitraje iniciado contra Colbún para el reembolso de las sumas asociadas al fallo de Codelco.

## Antecedentes generales

### La compañía

**Alfa** fue constituida por escritura pública el 17 de marzo de 2021. 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.”.

A diciembre de 2025, APG maneja un portafolio de € 601 billones, en representación del plan de pensiones holandés para más de 4,7 millones de afiliados. Por otro lado, Elecnor, la matriz de Celeo Redes, presentaba al cierre de 2025 activos por € 3.660 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 44 líneas de transmisión y 28 subestaciones distribuidas en cinco regiones del país, alcanzando los 940 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 2025, un 60% de los ingresos provino de dedicados y 40% de regulados, como se presenta en la Ilustración 1.

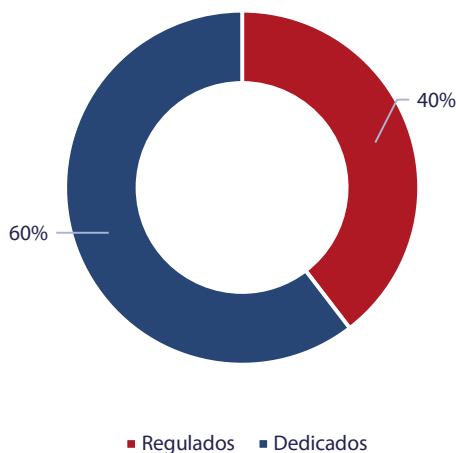


Ilustración 1: Distribución por tipo de contrato (kUSD)

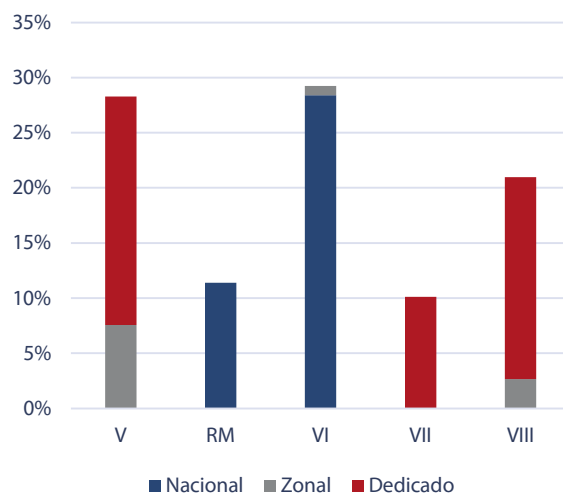


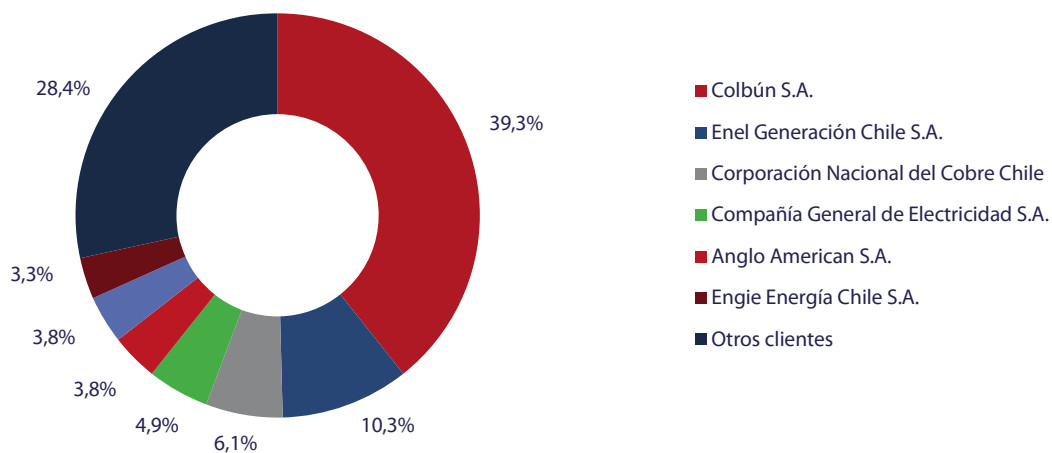
Ilustración 2: Distribución geográfica de los kilómetros de líneas

Con respecto a la distribución geográfica, 374 kilómetros de extensión corresponden a ocho líneas de transmisión nacional, concentrado principalmente en la sexta región con 267 kilómetros entre cinco líneas. Por su parte, 104 kilómetros corresponden a 14 líneas de transmisión zonal, los que están concentrados en la región

de Valparaíso. Por último, la empresa cuenta con 22 líneas de transmisión dedicados con 462 kilómetros de extensión. En la Ilustración 2 se presenta la distribución geográfica de las 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 consolidadas, en diciembre de 2025, destaca Colbún S.A. con 39,3% de los ingresos, seguido por Corporación Nacional del Cobre de Chile con 6,1%. Los cinco principales clientes representan un 64,4% de los ingresos dedicados, tal como se aprecia en la Ilustración 3.



*Ilustración 3: Clientes de Alfa Transmisora de Energía a diciembre de 2025*

## 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 (período 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 (período de tarifa reajutable).

El estudio de valorización antes mencionado excluye las obras nuevas que se encuentran en el período 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 período 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 o 20 años dependiendo del tipo de contrato y su antigüedad. Por otro lado, gran parte de los ingresos de **Alfa** provienen de contratos de transmisión dedicada, es decir, contratos 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 2025, los ingresos de la compañía fueron de MUS\$ 95.421, aumentando respecto al percibido durante el período 2024, el cual alcanzó los MUS\$ 92.355. Por otro lado, el margen EBITDA se posicionó en 87,31%, ubicándose por debajo del registrado en 2024, el cual fue de 91,55%, explicado principalmente por el aumento en los gastos de administración durante el período. No obstante lo anterior, cabe destacar que durante todos 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 cinco años.

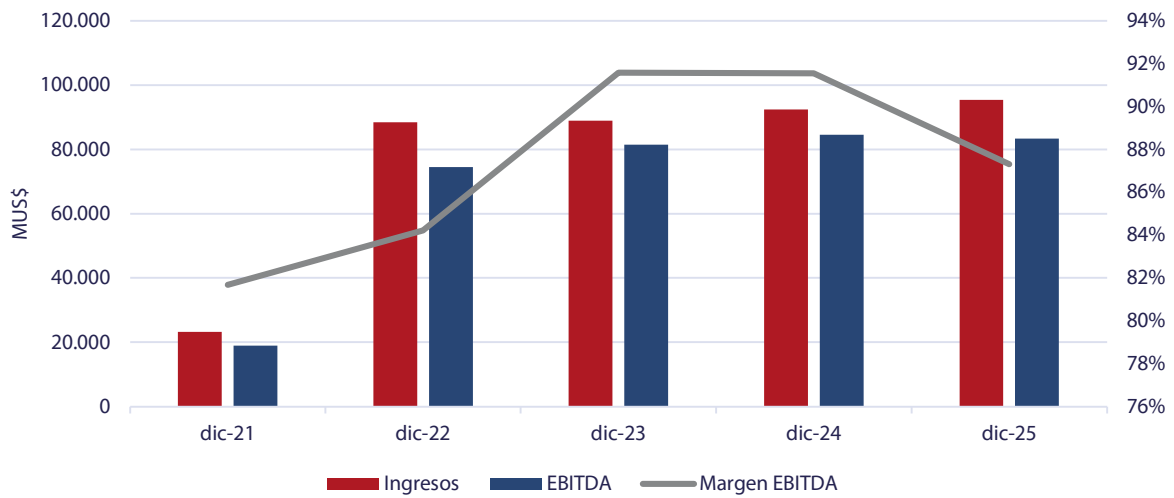


Ilustración 4: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

### Endeudamiento

Al cierre de 2025, **Alfa** contaba con una deuda financiera de MUS\$ 1.156.270, correspondiente principalmente a pasivos financieros de largo plazo, lo cual es natural observar en este tipo de industria. La relación pasivo exigible sobre patrimonio alcanzó las 14,04 veces a diciembre de 2025, aumentando desde las 12,13 veces registradas al cierre de 2024, explicado principalmente por la disminución del patrimonio como consecuencia del alza de la UF durante el período, que generó un efecto negativo de MUS\$ 12.502 sobre el patrimonio, sumado a la pérdida neta del ejercicio, tal como se puede apreciar en la Ilustración 5.

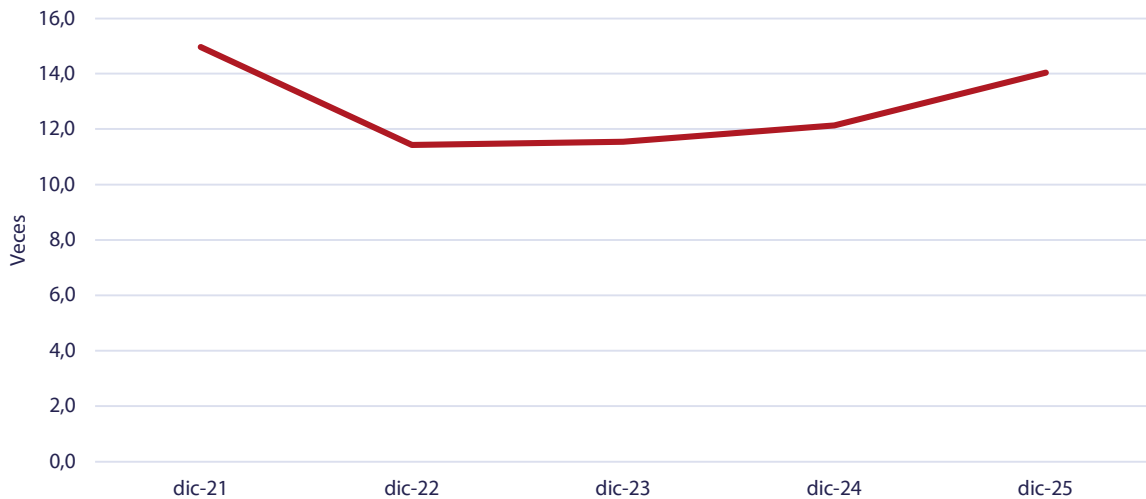


Ilustración 5: Endeudamiento

Dentro de las principales fortalezas de la estructuración de los bonos actuales emitidos por **Alfa**, destaca el adecuado calce entre los flujos anuales del emisor y el vencimiento programado para su deuda, la cual, podría soportar bajas de hasta un 30% del EBITDA, a excepción de 2051. En efecto, la holgura de ingresos queda en evidencia al contrastar el EBITDA proyectado de la empresa, con las cuotas anuales de los bonos emitidos por la

empresa. La Ilustración 6 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).

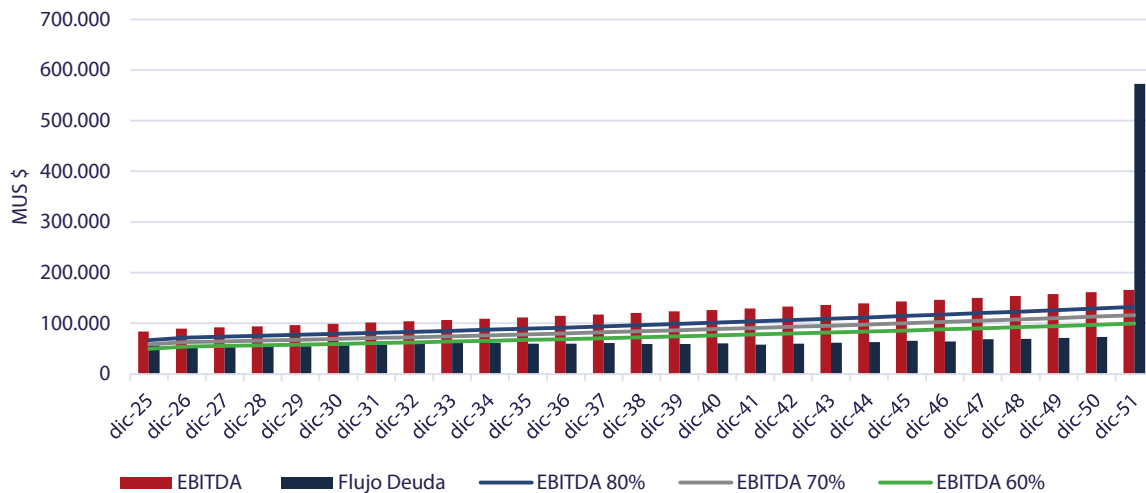


Ilustración 6: EBITDA y flujo de la deuda

## 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 flujos a perpetuidad. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, refleja que la empresa posee una cobertura suficiente para cumplir sus obligaciones financieras, ya sea mediante el calce natural de flujos con los vencimientos de la deuda o a través de un eventual refinanciamiento sustentado en el valor económico de sus activos.

En la Ilustración 7 se presenta la evolución del ICG donde se puede observar que para 2026 alcanza las 1,51 veces; por su parte, el ICG ajustado, alcanzó las 1,97 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). No obstante, dada la naturaleza de largo plazo del negocio, la estabilidad de los flujos y el valor económico de los activos de la compañía, se estima que existe una alta probabilidad de refinanciar dicho vencimiento en condiciones consistentes con su perfil crediticio, mitigando así el impacto asociado a la concentración de pagos al final de la vida de la deuda.

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 1, con perpetuidad y manteniendo constante el saldo insoluto de los pasivos.

A través de esta tabla 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.

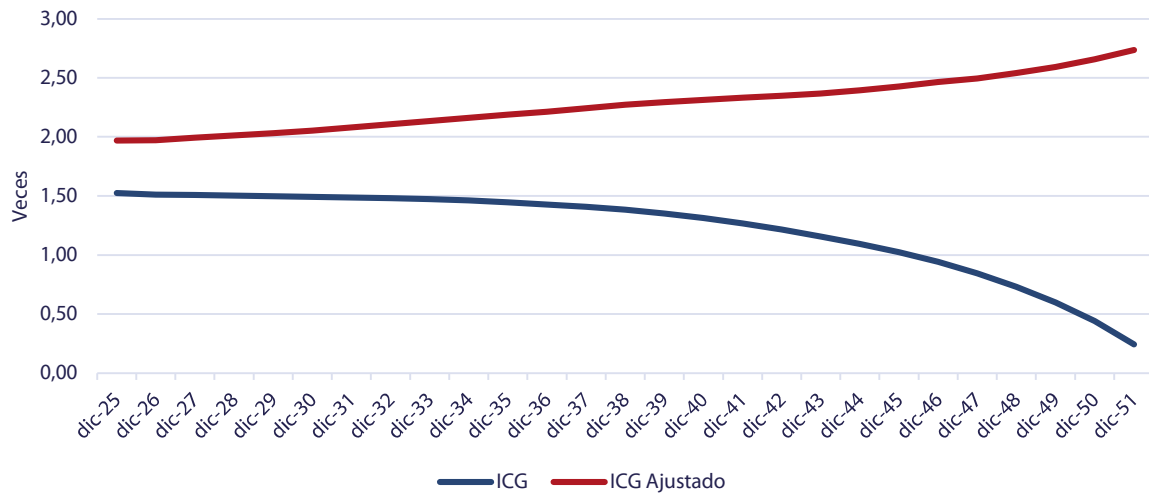


Ilustración 7: Indicador de Cobertura Global  
Tabla 1: Índice de Cobertura Proyectado de los flujos para el refinanciamiento

ICP Tasa Interés	Castigo de Flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
3,0%	9,15	8,67	8,19	7,71	6,75	5,78	4,82
4,0%	6,87	6,50	6,14	5,78	5,06	4,34	3,61
5,0%	5,49	5,20	4,91	4,63	4,05	3,47	2,89
8,0%	3,43	3,25	3,07	2,89	2,53	2,17	1,81
10,0%	2,75	2,60	2,46	2,31	2,02	1,73	1,45

## Liquidez

La liquidez, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha mantenido en niveles superiores a 2,0 veces durante 2023 y 2024, alcanzando las 2,01 y 2,03 veces respectivamente. Al cierre de 2025, el indicador disminuyó a 1,73 veces, explicado principalmente por el aumento de los pasivos corrientes asociado al incremento de cuentas por pagar comerciales y de cuentas por pagar a entidades relacionadas. La evolución de la razón circulante se presenta en la Ilustración 8.

## Rentabilidad

Al cierre de 2025, el resultado operacional fue de MUS\$ 60.639, disminuyendo respecto a los MUS\$ 62.419 registrados en 2024, explicado principalmente por el aumento en los gastos de administración del período. Por su parte, tanto la rentabilidad sobre el activo como la rentabilidad sobre el patrimonio mostraron una mejora respecto al año anterior, cerrando en -0,12% y -1,83% respectivamente, en línea con la reducción de la pérdida neta del ejercicio. Ambos indicadores se presentan en la Ilustración 9.

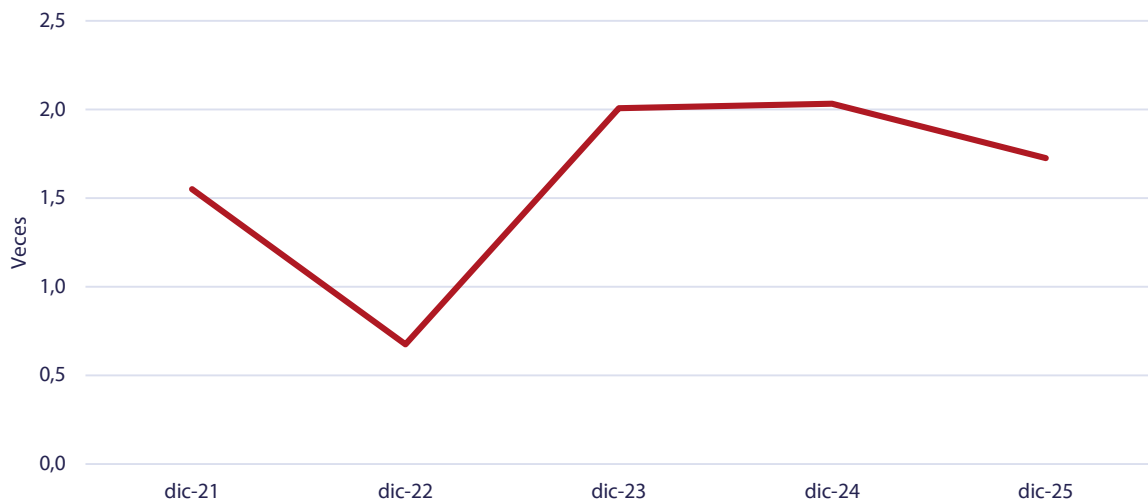


Ilustración 8: Liquidez

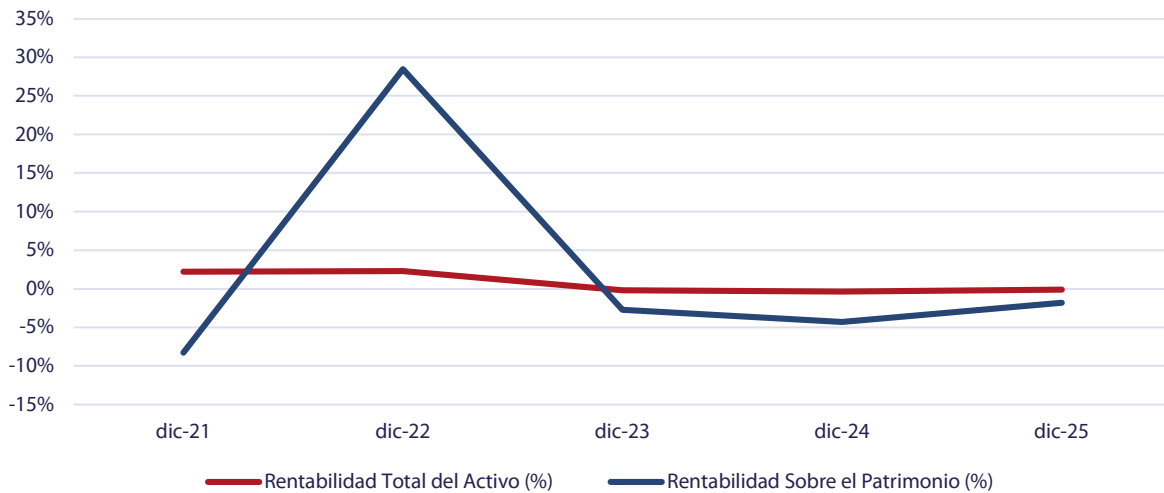


Ilustración 9: Rentabilidad

## Ratios

Ratios	Ratios de Liquidez				
	2021 <sup>3</sup>	2022	2023	2024	2025
Liquidez (Veces)	1,55	0,67	2,01	2,03	1,73
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,55	0,67	2,00	1,92	1,70
Razón Ácida (veces)	1,54	0,67	1,99	2,02	1,72
Rotación de Inventarios (veces)	7,56	18,19	28,65	29,53	33,51
Promedio Días de Inventarios (días)	48,31	20,07	12,74	12,36	10,89
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	0,57	1,34	1,77	1,55	1,27

<sup>3</sup> El cálculo del año 2021 únicamente considera tres meses de operación de Alfa Transmisora de Energía S.A.

Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	637,74	273,03	205,71	235,84	287,00
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	-0,11	-0,01	-0,14	-0,10	-0,01
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	-3362,93	-26623,00	-2648,78	-3491,70	-28492,24
Diferencia de Días (días)	-4000,67	-26896,03	-2854,48	-3727,54	-28779,24
Ciclo Económico (días)	-4048,98	-26916,09	-2867,22	-3739,90	-28790,13

Ratios de Endeudamiento					
Ratios	2021	2022	2023	2024	2025
Endeudamiento (veces)	0,94	0,92	0,92	0,92	0,93
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	14,97	11,44	11,54	12,13	14,04
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,06	0,16	0,04	0,04	0,05
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	55,29	14,01	12,80	13,52	13,88
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,02	0,07	0,08	0,07	0,07
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	76,98%	71,78%	72,94%	79,02%	78,52%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	6,83%	7,14%	16,15%	10,73%	11,09%
Veces que se gana el Interés (veces)	-0,66	-0,03	-0,07	-0,13	-0,04

Ratios de Rentabilidad					
Ratios	2021	2022	2023	2024	2025
Margen Bruto (%)	66,69%	78,53%	81,59%	78,45%	76,74%
Margen Neto (%)	-32,46%	40,94%	-3,17%	-5,54%	-2,01%
Rotación del Activo (%)	1,60%	5,59%	7,25%	5,90%	6,05%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-1,04%	2,29%	-0,23%	-0,33%	-0,12%
Inversión de Capital (%)	505,83%	356,78%	366,90%	391,27%	443,19%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	0,57	-1,35	1,95	1,80	1,84
Rentabilidad Operacional (%)	1,90%	9,25%	13,42%	10,94%	10,60%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-16,56%	28,47%	-2,88%	-4,24%	-1,75%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	33,31%	21,47%	18,41%	21,55%	23,26%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	43,18%	16,84%	13,76%	10,87%	13,19%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	12,00%	42,91%	61,72%	51,79%	55,32%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	81,68%	84,21%	90,66%	91,55%	87,31%

Otros Ratios					
Ratios	2021	2022	2023	2024	2025
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,00%	0,30%	0,44%	4,61%	1,67%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	0,23%	0,21%	0,22%	0,42%	0,41%
Capital sobre Patrimonio (%)	108,28%	77,45%	79,55%	82,57%	93,93%

*“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.”*