



## ACCIÓN DE RATING

07 de agosto, 2025

### Reseña anual de clasificación

#### RATINGS

**Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A.**

Solvencia	AA
Bonos	AA
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2025

Para mayor información, ir a sección  
[Evolución de ratings](#)

#### METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

#### CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8200  
 Gerente de Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Maricela Plaza +56 2 2896 8200  
 Directora Senior de Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

José Delgadillo +56 2 2896 8200  
 Director Asociado de Corporaciones  
[jdelgadillo@icrchile.cl](mailto:jdelgadillo@icrchile.cl)

Vicente Escudero +56 2 2896 8200  
 Analista de Corporaciones  
[vescudero@icrchile.cl](mailto:vescudero@icrchile.cl)

## Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A.<sup>1</sup>

### Informe anual de clasificación de riesgo

**ICR ratifica en categoría AA/Estable la clasificación de solvencia y bonos de Telsur**, lo que pondera nuestra opinión respecto a que tras la  [fusión entre Telsur y GTD Manquehue](#), la sociedad continuadora converge a la misma clasificación de riesgo que mantenía de manera individual Telsur. Lo anterior considera la evaluación de factores relacionados al negocio de la compañía, tales como su posición relevante dentro de su zona de operación, la valoración de sus clientes respecto a la calidad de los servicios prestados, las ventajas competitivas generadas por su infraestructura de red, su grado de diversificación y capacidad de adaptarse a los continuos cambios tecnológicos de la industria. Asimismo, estimamos que la sociedad post fusión también debiese mantener indicadores crediticios y una política financiera tal que sostengan la categorización de su fortaleza financiera en un nivel “Superior” por parte de ICR, tal como ocurría con la operación individual de Telsur.

Respecto a los factores que explican la evaluación de riesgo del negocio de Telsur, estimamos que la operación de la sociedad fusionada debiese presentar un mayor *market share* respecto a lo alcanzado por Telsur en los últimos años, mitigando el descenso que esta última había presentado como consecuencia de la intensificación de los niveles de competencia dentro de su zona de cobertura. Si bien la nueva sociedad cuenta con alcance nacional a través de las marcas Telsur y GTD Manquehue, seguimos identificando que las mayores participaciones de mercado continuarán concentrándose en las regiones del sur del territorio nacional. Adicionalmente, también ponderamos en nuestra evaluación un modelo de inversión que ha favorecido el crecimiento de una red propia, la que está basada en fibra óptica.

Desde la perspectiva financiera, no proyectamos cambios sustanciales en el stock de obligaciones financieras, con una compañía que continuaría generando un flujo de caja suficiente con su operación para cubrir desembolsos de CAPEX e ir amortizando su deuda en base al calendario de pagos. Con ello, estimamos que la empresa mantendría métricas crediticias acordes a una categorización de su fortaleza financiera en un nivel “Superior”, justificando la tendencia Estable asociada a su clasificación.

Por lo tanto, la clasificación sigue constituyéndose de la misma forma que aplicaba para Telsur en su operación individual, esto es, una clasificación de riesgo del negocio en categoría AA- basados en la evaluación de aspectos mayoritariamente cualitativos, mientras que la categorización financiera en un nivel “Superior” incrementan en un *notch* dicha evaluación preliminar, justificando que la clasificación de riesgo final para el emisor sea de categoría AA.

## Perfil de la Empresa

Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur (Telsur) es una empresa de telecomunicaciones dedicada a operar servicios de telefonía, internet, datos, televisión, servicios a empresas y arriendo de infraestructura, siendo pionera en el despliegue de fibra óptica a nivel nacional.

Tras la materialización de la fusión por incorporación de Telsur en GTD Manquehue a partir del 1 de mayo de 2025, esta última sociedad pasó a ser la titular de las obligaciones que previamente correspondían a Telsur, implicando que la evaluación crediticia pasara a considerar las operaciones de ambas sociedades. Esta fusión se dio en el marco de una simplificación de la malla societaria del Grupo GTD, siendo precedida por otra reestructuración en octubre de 2024, que implicó la [absorción de Compañía de Teléfonos de Coyhaique \(Telcoy\) y Blue Two Chile en GTD Manquehue](#), mientras que Telsur recibió a cambio un 27,15% de la participación en el capital de esta última. Tras ambas operaciones, no identificamos impactos que justificaran una modificación en la clasificación de riesgo asignada previamente a Telsur.

El Grupo GTD, del que forma parte la compañía tras ser adquirida en 2010, tiene como sociedad matriz a GTD Grupo Teleductos, la que es controlada por Inmobiliaria e Inversiones El Coigüe Limitada, cuyos accionistas forman parte de la familia del fundador, Juan Manuel Casanueva Préndez. El Grupo GTD cuenta con operaciones en siete países, incluyendo Chile, Perú, Colombia, Ecuador, México, España e Italia.

El directorio de Telsur está compuesto por siete miembros que permanecen tres años en su cargo, pudiendo ser reelegidos, y actualmente es presidido por Juan Manuel Casanueva Préndez. Respecto a la gerencia general de la compañía, se ratificó en enero de 2025 a Marcela Pérez Gallardo, quien desempeñaba el cargo de forma interina tras la renuncia de Maritza Higueras Ferreira, quien fuera gerente general de Telsur desde 2018.

## Industria de Telecomunicaciones en Chile

### Recambio técnico hacia la fibra óptica ha intensificado niveles de competencia en el segmento fijo

Las inversiones en el segmento fijo dentro de la industria nacional de telecomunicaciones se han dirigido durante la última década hacia la fibra óptica, evidenciando un crecimiento exponencial en su despliegue. Si al cierre de 2020 el número de conexiones de internet fijo por fibra óptica llegaba a 1,55 millones, dicha cifra más que se duplicó, llegando a cerca de 3,46 millones a marzo de 2025, de acuerdo con cifras de Subtel. Lo anterior implicó que las conexiones a través de esta tecnología pasaran desde representar un 40,9% del total de accesos a internet fijo a fines de 2020, hasta un 73,5% a marzo de 2025.

El rápido crecimiento ha sido resultado de inversiones propias de las empresas de telecomunicaciones, pero también han sumado como estrategia la suscripción de acuerdos para el uso de redes neutrales de empresas especializadas en infraestructura. Por otra parte, el recambio técnico también ha llevado a una reconfiguración del segmento fijo y una intensificación en su competencia, donde la empresa que hasta 2019 totalizaba casi un 40% de las conexiones a internet fijo a nivel nacional, cedió un porcentaje significativo de *market share* (22,3% a marzo de 2025), al no contar con una gran red basada en fibra, mientras que nuevos operadores han logrado altas tasas de crecimiento en base a sus respectivas inversiones.

## PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
GTD Teleductos S.A.	47,28%
GTD Telesat S.A.	38,60%
GTD Intesis S.A.	11,31%
Inmobiliaria e Inversiones El Coigüe Limitada	1,43%
Inversiones Tacora Limitada	0,11%
Bata S.A.C.	0,09%
Iglesia Evangélica Luterana El Redentor	0,08%
Ottesen y Schaefer Soc.	0,07%
Valores Security S.A. Corredora de Bolsa	0,06%
Suc. Guillermo Montesinos Figueroa	0,05%
Suc. Edmundo Zencovich Bassi	0,03%
Suc. Carlos Seiter Gross	0,03%

Fuente: CMF, información a marzo de 2025.

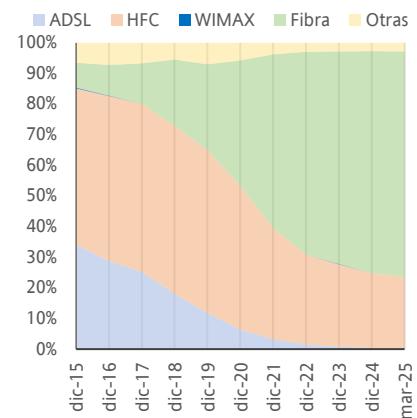
## DIRECTORIO

Juan Manuel Casanueva P.	Presidente
Carlos Casanueva D-L.	Vicepresidente
Cristián Eyzaguirre J.	Director
Ena Von Baer J.	Director
Fernando Soro K.	Director
Francisco Javier Israel L.	Director
Jorge Rodríguez W.	Director

Fuente: CMF

**Industria:** En los últimos cinco años, se ha acelerado el recambio técnico hacia la fibra óptica en conexiones a internet fijo

Evolución de la distribución de conexiones a internet fijo según tecnología (% sobre el total)



Fuente: Subtel.

## Servicios tradicionales de televisión, por conexiones vía cable y satelitales, continúan a la baja frente al auge de los servicios de streaming

En los últimos años, los servicios de televisión tradicionales han evidenciado un continuo descenso como resultado de una tendencia de sustitución de servicios, ante la consolidación de plataformas de *streaming* como oferentes de contenido. En particular, si al cierre de 2021 el total de suscriptores eran aproximadamente 3,45 millones, a marzo de 2025 dicha cifra se había reducido a cerca de 2,78 millones. Si bien ha existido una sustitución técnica natural de la televisión satelital, las conexiones vía cable no han compensado el descenso de suscriptores.

En línea con lo anterior, algunas compañías participantes de la industria han comenzado a sustituir sus servicios de televisión de pago tradicional por plataformas OTT (*over-the-top*), que combinan el contenido tradicional de los canales de televisión con la oferta de plataformas de *streaming*, tendiendo estas últimas a formar parte de la oferta comercial de los operadores de telecomunicaciones, puesto que se ofrecen suscripciones gratuitas por la contratación de ciertos planes. Este recambio en la forma de ofrecer el servicio de televisión implica ventajas competitivas para los operadores de telecomunicaciones, considerando que presentan costos de instalación significativamente inferiores, lo cual podría mejorar potencialmente la estructura de costos de las empresas que migren hacia este nuevo modelo de negocios de televisión.

## Clasificación de riesgo del negocio: AA-

### Mayor market share de la compañía fusionada mitiga la pérdida de participación de mercado que evidenciaba Telsur de manera individual por intensificación del ambiente competitivo

Si bien Telsur destaca como empresa pionera en el despliegue de fibra óptica dentro del país, la masificación de esta tecnología ha implicado un rápido crecimiento de otras compañías dentro de la zona de cobertura donde participa. Lo anterior implicó que Telsur perdiera participación de mercado en el segmento residencial, principalmente en el servicio de internet fijo, pero nuestra evaluación continuó ponderando positivamente la percepción de los clientes respecto a la calidad de los servicios prestados.

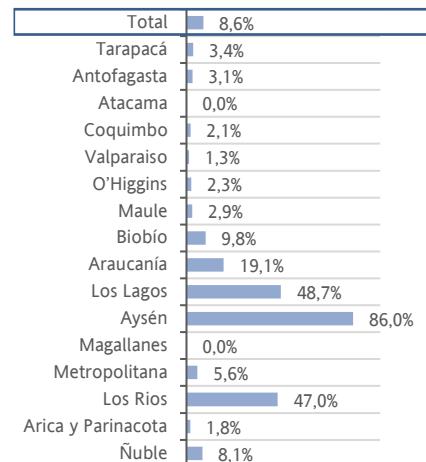
Tras la fusión, la sociedad continuadora pasó a ser un operador con cobertura nacional, implicando una mayor participación de mercado respecto a la que mantenía individualmente Telsur, pero no modificando nuestra opinión respecto al pilar del negocio asociado a **Participación de mercado**. Esto, porque estimamos que la adición de la participación de mercado de GTD Manquehue a la de Telsur mitiga la pérdida de *market share* que había evidenciado esta última en años previos. Asimismo, no estamos proyectando dentro del horizonte de 12 a 18 meses un cambio material en el *market share* que actualmente mantiene la sociedad fusionada.

Por otra parte, no identificamos cambios sustanciales en la estructura de mercado con causa en la fusión de GTD Manquehue y Telsur, por lo que también mantenemos nuestra evaluación asociada al **Ambiente competitivo** de la industria, el que se seguiría abordando por parte de las marcas Telsur y GTD Manquehue a través de la percepción de calidad de los servicios prestados como atributo diferenciador.

### Inversiones en tecnología y redes permiten a la compañía alcanzar ventajas competitivas relevantes en algunas regiones del país

Estimamos que la infraestructura de red de Telsur ha sido un elemento clave en la generación de ventajas competitivas dentro de su zona de operación. Según

Si bien la sociedad fusionada cuenta con participación en la mayoría de las regiones del territorio nacional, destaca en la zona sur. Participación de mercado de la compañía en conexiones de internet fijo por fibra óptica, detallado por región, al 1Q-25 (%). Incluye a GTD Manquehue, Telsur y Telcoy.



Fuente: Elaboración propia en base a Subtel.

### MARKET SHARE POR TIPO DE SERVICIO

Compañía	Servicio de telefonía fija				
	2021	2022	2023	2024	Mar-25
Telefónica	35,4%	35,6%	32,9%	31,6%	31,6%
VTR	22,2%	21,3%	21,6%	21,5%	21,7%
Entel	18,2%	19,0%	19,7%	20,6%	21,6%
GTD (*)	12,9%	14,2%	15,4%	14,4%	14,0%
Claro	9,0%	7,3%	7,6%	8,8%	8,9%
Telsur	3,9%	4,0%	4,2%	4,4%	3,6%

### Servicio de internet fijo

Compañía	Servicio de internet fijo				
	2021	2022	2023	2024	Mar-25
Telefónica	29,5%	31,1%	30,7%	28,5%	28,2%
VTR	28,4%	25,2%	23,9%	22,7%	22,3%
Mundo Pacífico	14,3%	16,8%	18,4%	19,6%	20,1%
GTD (*)	7,8%	7,4%	7,0%	6,6%	6,5%
Entel	6,5%	6,9%	7,1%	9,3%	9,7%
Claro	10,5%	7,7%	6,8%	6,2%	6,0%
Telsur	5,2%	4,8%	4,4%	4,0%	4,0%

### Servicio de televisión pagada

Compañía	Servicio de televisión pagada				
	2021	2022	2023	2024	Mar-25
VTR	30,7%	28,2%	28,7%	29,6%	29,7%
Telefónica	17,9%	20,7%	21,1%	20,5%	20,5%
Directv	21,2%	19,9%	18,5%	17,9%	17,6%
Pacífico Cable	8,0%	11,0%	12,6%	14,2%	14,8%
Claro	10,6%	9,6%	9,9%	8,6%	8,2%
Entel	4,0%	3,6%	3,3%	3,6%	3,6%
Telsur	3,9%	3,6%	3,4%	3,2%	3,2%

Fuente: Subtel. (\*) Incluye la participación de Telsur y Telcoy

información de Subtel, Telsur y GTD Manquehue (incluyendo Telcoy) contaban con un 8,6% de las conexiones a internet fijo por fibra óptica al 1Q-25, posicionándose como el cuarto operador dentro de esta tecnología a nivel nacional, y como el principal oferente del servicio en algunas regiones del sur del país. Esto ha sido resultado de continuas inversiones en redes que, si bien han estado más acotadas en los últimos años, fueron precedidas por un ciclo intensivo en CAPEX, principalmente en el trienio 2019-2021. Cabe indicar que las inversiones de la compañía se han alineado a la generación propia de flujos, sin requerir de endeudamiento adicional para su ejecución.

Nuestra evaluación considera que, dentro del horizonte de clasificación de 12 a 18 meses, la compañía continuaría manteniendo un modelo de negocios principalmente basado en infraestructura de red propia, con inversiones que podrían presentar eventuales incrementos considerando que, como proporción de los ingresos, han estado más acotadas durante 2024 y el 1Q-25, pero que no volverían a subir significativamente como se observó en algunos períodos específicos. Dado esto, ratificamos en esta oportunidad nuestra evaluación sobre los factores del negocio asociados a **Tecnología y Redes**. Es relevante señalar que este escenario es al que le hemos asignado una mayor probabilidad de ocurrencia, pero se evaluará oportunamente si eventuales transacciones sobre activos fueran informadas por la compañía, o si incrementos significativos en las inversiones como parte de un plan de crecimiento agresivo sucedieran.

### Nivel de diversificación de la compañía favorece la paquetización de servicios, pero oferta se concentra en el segmento fijo

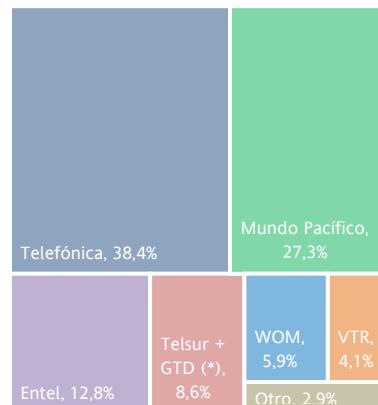
Opinamos que la empresa mantiene un adecuado grado de diversificación, focalizado en la prestación de servicios fijos, tanto para el segmento residencial como para empresas, además de ofrecer servicios mayoristas de conectividad a otros operadores. Adicional a los servicios de telefonía, internet y televisión, Telsur ofrece servicios digitales sustentados en su capacidad de Data Centers. De este modo, la gama de oferta permite la paquetización de servicios que, en nuestra opinión, contribuye de manera favorable en la incorporación de clientes, al posibilitar la entrega de promociones por la contratación de más de un servicio.

Tras la fusión de Telsur con GTD Manquehue, no identificamos cambios en la oferta de servicios de la sociedad continuadora versus la que presentaba individualmente Telsur previo a la reestructuración societaria. De este modo, considerando que la compañía seguirá siendo esencialmente una empresa prestadora de servicios fijos y digitales, sin operaciones fuera del mercado nacional, ratificamos en esta oportunidad nuestra evaluación respecto al pilar del negocio asociado a **Diversificación de productos**. Es importante destacar como factor positivo de la fusión, que la nueva empresa tendrá presencia en regiones adicionales a la zona centro-sur del país, incidiendo positivamente en su diversificación geográfica, pero estimamos que las participaciones de mercado más significativas de la compañía seguirán concentrándose en las regiones del sur del territorio nacional.

### Regulación continua propiciando alta competencia característica del sector

Consideramos que la industria de telecomunicaciones ha mantenido un marco regulatorio estable, pero, a su vez, se ha potenciado la competencia entre las empresas del rubro. La discusión regulatoria durante el último tiempo se ha centrado en el uso y definición de espectro, junto a las determinaciones sobre la tecnología 5G y su despliegue, además de los incentivos públicos y privados para la expansión de la red de fibra óptica nacional. Como seguimos estimando que el entorno regulatorio del sector sigue equilibrando la estabilidad regulatoria y los incentivos a la competencia, ratificamos en esta oportunidad la evaluación asignada al pilar **Entorno regulatorio**.

Tras la fusión, la compañía se ubica como el cuarto operador con mayor *market share* en internet fijo por fibra óptica a nivel nacional  
Participación de mercado en conexiones de internet fijo por fibra óptica al 1Q-25 (%)

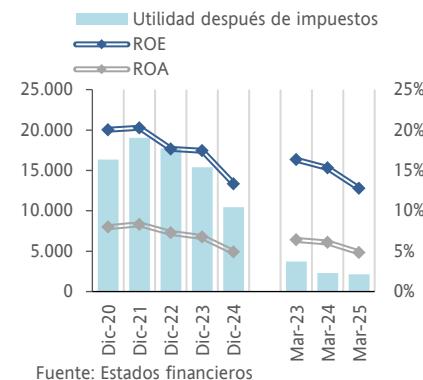


Fuente: Elaboración propia en base a Subtel.

Nota (\*): GTD refleja GTD Manquehue y Telcoy.

### Desconsolidación de filiales como parte de la reestructuración societaria de 2024 explicó la baja en resultado de Telsur

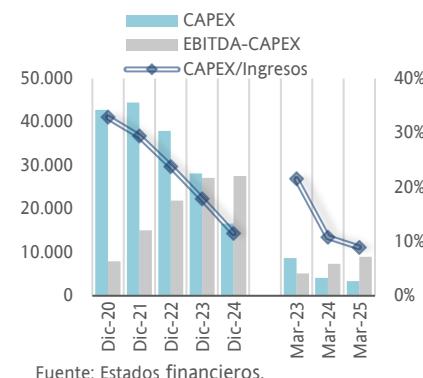
Evolución de utilidad después de impuestos (MM\$) y rentabilidades (%), previo a la fusión con GTD Manquehue materializada el 2Q-25



Fuente: Estados financieros

Al 1Q-25, inversiones de Telsur continuaron disminuyendo respecto a los altos desembolsos efectuados entre 2019 y 2021

Evolución CAPEX (MM\$), EBITDA – CAPEX (MM\$) y CAPEX/Ingresos (%), previo a la fusión con GTD Manquehue materializada el 2Q-25



Fuente: Estados financieros.

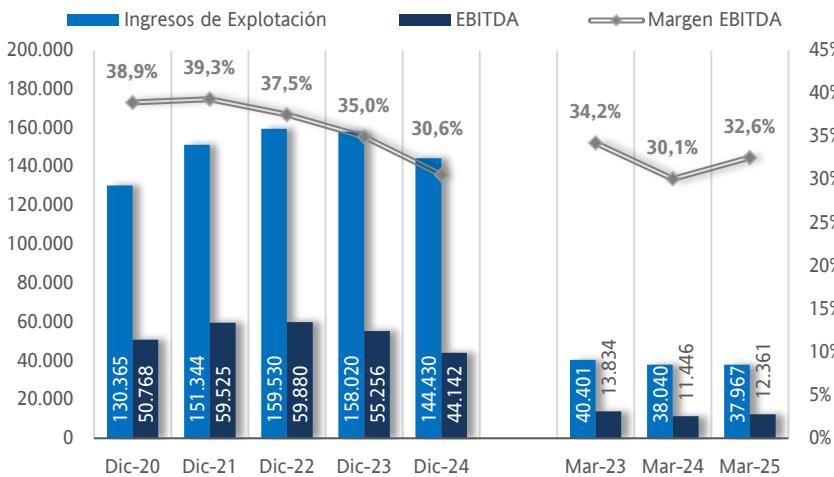
## Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

### Desconsolidación de las filiales Blue Two Chile y Telcoy explicó una porción relevante de la disminución de la utilidad de Telsur, tanto en 2024 como al 1Q-25

La utilidad del ejercicio de Telsur en los 3M-25 fue de \$2.118 millones, disminuyendo 7,5% respecto al mismo periodo de 2024, explicado tanto por el efecto de la desconsolidación de Blue Two y Telcoy materializada en [octubre de 2024](#), como por el menor resultado no operacional, asociado principalmente al aumento en el gasto financiero neto de \$533 millones, tanto por un menor ingreso financiero (relacionado directamente a la desconsolidación de las filiales) como por un mayor costo financiero.

Pese a los menores ingresos de Telsur, EBITDA creció entre el 1Q-24 y el 1Q-25 impulsado por una mejora en la estructura de costos

Evolución de Ingresos (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) de Telsur previo a la fusión con GTD Manquehue



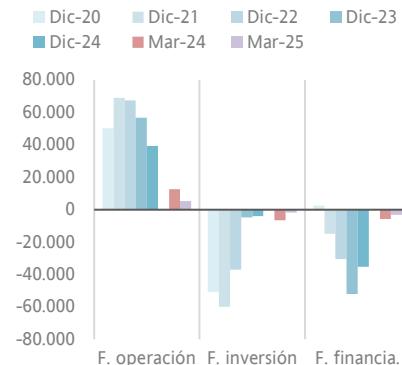
Fuente: Estados financieros

A nivel operacional, el EBITDA<sup>2</sup> creció 8,0% (+\$915 millones) y el margen EBITDA varió positivamente desde 30,1% hasta 32,6%. Lo anterior se debió a la reducción de 7,8% en los gastos por beneficios a los empleados, y de 1,9% en los otros gastos por función producto de menores costos en programación de televisión, con ingresos de actividades ordinarias que se mantuvieron estables (-0,2%, equivalente a \$73 millones).

Cabe indicar que las cifras anteriores no son totalmente representativas del nivel de ventas, márgenes y resultados que presentaría la empresa fusionada en régimen, puesto que al 1Q-25 aún estaba en proceso de formalización la reestructuración societaria, la que concluyó durante el 2Q-25 con la materialización de la fusión entre GTD Manquehue y Telsur (cuya evaluación informamos en nuestro comunicado de [marzo 2025](#)). De este modo, para tener nociones respecto a cómo habría sido el desempeño de la sociedad fusionada si hubiese estado operativa durante el 1Q-25, se presentan algunas cifras sumando las operaciones individuales de cada una de las sociedades en cuestión. Al respecto, tanto ingresos (-0,5%) como el EBITDA (-0,9%) habrían presentado relativa estabilidad, totalizando \$53.257 millones y \$13.659 millones, respectivamente e implicando un margen EBITDA de 28,9%.

Si bien el margen EBITDA que tendría la sociedad fusionada es inferior al reportado por Telsur de manera individual producto de una mayor exposición al segmento residencial de GTD Manquehue, estimamos que se posiciona en niveles adecuados y con potencial de mejoras considerando las sinergias operativas que se capturarían con la fusión. De

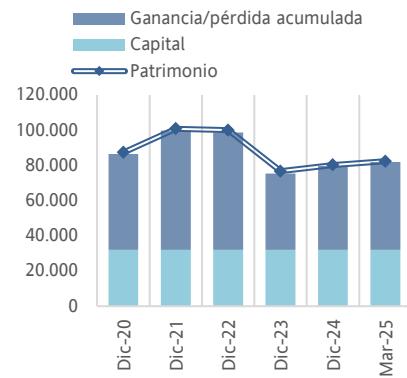
**Flujo operacional de Telsur se redujo al 1Q-25 producto del mayor pago a proveedores**  
Evolución flujo de caja Telsur (MM\$), previo a la fusión con GTD Manquehue materializada el 2Q-25



Fuente: Estados financieros

**Patrimonio continúa su paulatino incremento tras el dividendo eventual aprobado y pagado en 2023**

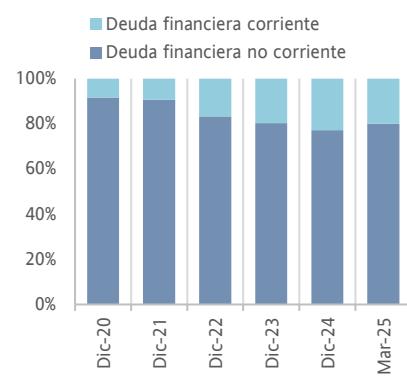
Evolución ganancia acumulada, capital y patrimonio (MM\$), previo a la fusión con GTD Manquehue materializada el 2Q-25



Fuente: Estados financieros

**Calendario de amortización de préstamos y bonos ha explicado aumento de la porción corriente de la deuda los últimos años**

Evolución estructura de la deuda (%) previo a la fusión con GTD Manquehue materializada el 2Q-25



Fuente: Estados financieros

este modo, no estimamos que se trate de un desempeño operacional menos robusto respecto al que individualmente ha presentado Telsur, incidiendo en nuestra decisión de ratificar la clasificación del emisor en el marco de la fusión de las sociedades.

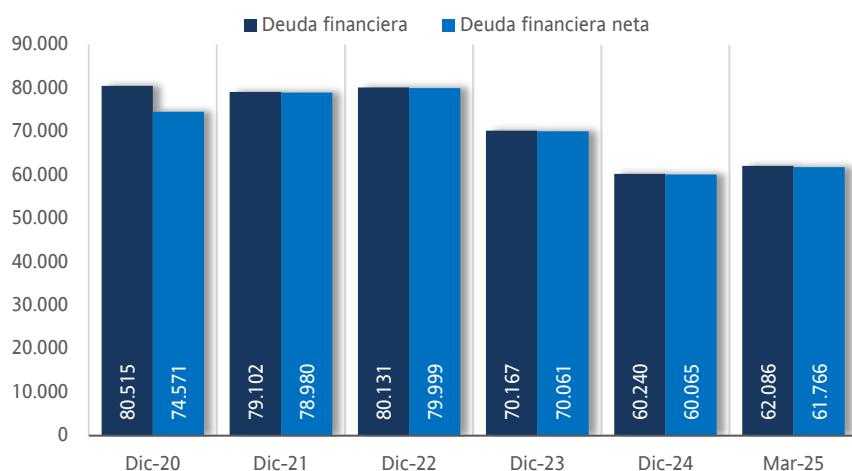
### Estabilidad de la deuda de Telsur permite sostener sus indicadores crediticios en rangos suficientes para mantener la categorización de su fortaleza financiera en un nivel “Superior”, sin modificarse tras la fusión con GTD Manquehue

La deuda financiera<sup>3</sup> de Telsur llegó a \$62.086 millones al 1Q-25, aumentando 3,1% respecto al stock reportado al 4Q-24, variación explicada por el aumento en los arrendamientos debido a las adiciones de activos por derecho de uso asociados a enlaces en el periodo. Destaca la estabilidad de la deuda de la compañía en los últimos años, siendo la última incorporación de financiamiento en 2020, lo que refleja una generación de flujos adecuada, que permite cubrir inversiones e ir amortizando obligaciones financieras de acuerdo con el calendario de pagos.

Cabe indicar que nuestros modelos financieros no consideran un cambio significativo en el stock de obligaciones financieras —incluyendo préstamos bancarios, bonos y arrendamientos financieros— de la sociedad continuadora tras la fusión respecto a lo reportado históricamente por Telsur. Esto, sumado a la mayor generación de EBITDA y flujos que implicaría la fusión, justifica que sigamos categorizando la fortaleza financiera del emisor en un nivel “Superior”.

### Pagos de obligaciones financieras según calendario de amortización, sin incorporación de nuevo financiamiento, explican trayectoria de desapalancamiento de la compañía

Evolución deuda financiera total y neta de Telsur (MM\$)

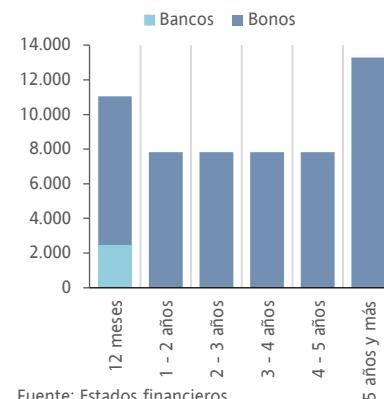


Fuente: Estados financieros

El saldo de obligaciones financieras de Telsur está constituido mayoritariamente por bonos, los que presentan vencimientos semestrales hasta 2031 (serie K) y 2032 (serie L), mientras que una fracción menor de la deuda incluye créditos bancarios, con vencimientos fijados para agosto de 2025. En base a este perfil de pagos de deuda, estimamos que la compañía tendría capacidad suficiente para cubrir sus obligaciones financieras de corto plazo (RCSD<sup>4</sup>), tomando en consideración la caja al cierre del 1Q-25; la generación de flujo operacional proyectada; movimientos de efectivo con empresas del grupo GTD; un nivel de CAPEX que podría subir pero no desviarse significativamente de los rangos observados en los últimos años; y los egresos relacionados a impuestos, arrendamientos y dividendos. Sobre estos últimos, nuestras estimaciones consideran que la compañía mantendría una política de dividendos

### Deuda financiera de Telsur está compuesta principalmente de bonos

Perfil de amortización de los bonos de Telsur al 1Q-25 (MM\$), esto es, previo a la fusión con GTD Manquehue materializada el 2Q-25



Fuente: Estados financieros

### METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, se utiliza como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

relativamente conservadora, la que contempló un reparto por el 30% de la utilidad líquida distribuible del ejercicio 2024.

Las acotadas variaciones tanto en el patrimonio como en el stock de pasivos y deuda financiera explicaron la estabilidad en los indicadores de endeudamiento de Telsur entre el 4Q-24 y 1Q-25. Respecto a los indicadores de cobertura, la relación de deuda financiera neta sobre EBITDA se mantuvo estable dado que el leve aumento en la deuda financiera neta producto del incremento en los arrendamientos financieros fue compensado por el mayor EBITDA del periodo. Pese a que el alza de los gastos financieros netos generó un retroceso en su cobertura, ésta continúa siendo sólida y holgada (sobre 10 veces). Consideramos que los ratios crediticios de Telsur se han posicionado en rangos suficientes para mantener su clasificación de riesgo actual, y proyectamos que ello no cambiaría sustancialmente con las cifras de la sociedad fusionada dentro del horizonte de clasificación de 12 a 18 meses, justificando que su tendencia se mantenga en Estable.

Es importante destacar que, en julio de 2025, el directorio de GTD Manquehue (Telsur) acordó citar a Junta Extraordinaria de Accionistas para someter a aprobación de los accionistas que la compañía se constituya como fiadora y codeudora solidaria de las obligaciones que asuma GTD Perú S.A. con motivo de la suscripción de un contrato de crédito con Scotiabank Perú S.A.A., por un monto de capital de 51.800.000 soles. Frente a esto, consideramos que la deuda contingente asumida no representaría un riesgo adicional para la empresa, dado que, en caso de tener que asumir la obligación de su empresa relacionada, estimamos que las variaciones en sus principales indicadores crediticios no serían suficientes para desalinearlos de su rating actual.

#### Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (Nº de veces)	2020	2021	2022	2023	2024	Mar-25
Endeudamiento total <sup>5</sup>	1,46	1,42	1,44	1,77	1,68	1,64
Endeudamiento financiero <sup>6</sup>	0,92	0,79	0,80	0,92	0,75	0,75
Endeudamiento financiero neto <sup>7</sup>	0,85	0,78	0,80	0,91	0,75	0,75
Deuda financiera neta / EBITDA <sup>8</sup>	1,47	1,33	1,34	1,27	1,36	1,37
Cobertura gastos financieros netos <sup>9</sup>	28,87	38,15	42,62	31,54	11,22	10,09
Razón circulante <sup>10</sup>	1,06	1,07	0,82	0,75	0,55	0,62
Razón ácida <sup>11</sup>	0,81	0,74	0,60	0,60	0,45	0,51

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

## Instrumentos clasificados

### Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N°s 633 (serie K) y 666 (serie L). La estructura de los contratos de emisión, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor. A continuación, se detallan las características de bonos y series vigentes:

#### Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 633	Línea 666
Fecha inscripción	26-may-2010	26-may-2011
Plazo (años)	26-may-2040	26-may-2041
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	UF 965.454	UF 280.000
Series vigentes	Serie K	Serie L
Garantía	No contempla	No contempla

Fuente: Elaboración propia con información CMF a mayo de 2025.

**Principales características series de bonos vigentes**

	Serie K	Serie L
Nº de inscripción	633	666
Fecha inscripción	27-may-2010	27-may-2011
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.770.000	UF 440.000
Deuda vigente	UF 965.454	UF 280.000
Tasa emisión (%)	4,2%	4,0%
Vencimiento	30-may-2031	15-may-2032

Fuente: Elaboración propia con información CMF a mayo de 2025.

Las líneas vigentes presentan los siguientes resguardos financieros:

**Principales resguardos financieros bonos vigentes**

Covenant	Exigencia	Jun-24	Sep-24	Dic-24	Mar-25
Endeudamiento total (Nº de veces) <sup>12</sup>	<= 2,2	1,56	1,34	1,68	1,64
Patrimonio mínimo (MM\$)	>= 42.905	81.709	85.341	80.169	82.291
Activos libres de gravámenes (Nº de veces) <sup>13</sup>	>= 1,1	1,64	1,75	1,60	1,61

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

**Evolución de ratings****Evolución clasificaciones**

Fecha	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
28-mar-14	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
29-agosto-14	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-agosto-15	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-agosto-16	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-agosto-17	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-agosto-18	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
3-dic-18	AA	AA	N1/AA	Estable	Cambio de clasificación
31-jul-19	AA	AA	-	Estable	Reseña anual
31-jul-20	AA	AA	-	Estable	Reseña anual
30-jul-21	AA	AA	-	Estable	Reseña anual
29-jul-22	AA	AA	-	Estable	Reseña anual
31-jul-23	AA	AA	-	Estable	Reseña anual
31-jul-24	AA	AA	-	Estable	Reseña anual
13-sep-24	AA	AA	-	Estable	Hecho esencial: Operación con GTD Manquehue
24-mar-25	AA	AA	-	Estable	Hecho esencial: Fusión con GTD Manquehue
31-jul-25	AA	AA	-	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Para mayor detalle del evolutivo de rating, favor visite [Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A. – ICR Chile](#).

**Definición de categorías****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.

## ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

Indicadores	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	mar-24	mar-25
Activos totales	214.674	243.461	244.305	212.050	214.738	208.771	216.909
Efectivo y equivalentes	5.944	122	132	106	174	290	320
Pasivos totales	127.406	142.711	144.300	135.416	134.568	129.839	134.618
Deuda financiera total	80.515	79.102	80.131	70.167	60.240	68.394	62.086
Deuda financiera neta	74.571	78.980	79.999	70.061	60.065	68.104	61.766
Patrimonio	87.268	100.750	100.006	76.634	80.169	78.932	82.291
Ingresos de explotación	130.365	151.344	159.530	158.020	144.430	38.040	37.967
Gastos financieros netos	1.758	1.560	1.405	1.752	3.934	453	987
Utilidad del ejercicio	16.353	19.059	17.722	15.417	10.466	2.290	2.118
EBITDA	50.768	59.525	59.880	55.256	44.142	11.446	12.361
Margen EBITDA (%)	38,94%	39,33%	37,54%	34,97%	30,56%	30,09%	32,56%
CAPEX	42.832	44.492	37.948	28.145	16.591	4.096	3.379
CAPEX/Ingresos (%)	32,86%	29,40%	23,79%	17,81%	11,49%	10,77%	8,90%
EBITDA - CAPEX	7.936	15.032	21.933	27.111	27.551	7.350	8.982
ROA (%)	8,0%	8,3%	7,3%	6,8%	4,9%	6,1%	4,8%
ROE (%)	20,0%	20,3%	17,7%	17,5%	13,3%	15,3%	12,8%
Flujo operacional	50.220	69.016	67.451	56.753	39.332	12.565	5.272
Flujo de inversión	-50.953	-59.894	-36.997	-4.753	-3.999	-6.645	-1.871
Flujo de financiamiento	2.467	-14.943	-30.444	-52.026	-35.265	-5.736	-3.255

<sup>1</sup> Tras la fusión por absorción de Telsur en GTD Manquehue, esta última quedó como sociedad continuadora, asumiendo las obligaciones de las que previamente era titular Telsur. Actualmente, se encuentra en proceso de inscripción en la Comisión Para El Mercado Financiero (CMF).

<sup>2</sup> EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – gastos por beneficios a empleados – otros gastos por función + otras ganancias (pérdidas).

<sup>3</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Incluye arrendamientos por IFRS 16.

<sup>4</sup> Servicio de la deuda (RCSD) = (Caja inicial + flujo de caja operacional + flujos netos con su matriz GTD – CAPEX – impuestos – dividendos, proyectados) / servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

<sup>5</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

<sup>6</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total. Incluye arrendamientos por IFRS 16.

<sup>7</sup> Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total. Incluye arrendamientos por IFRS 16.

<sup>8</sup> Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA anualizado. Incluye arrendamientos por IFRS 16.

<sup>9</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA anualizado / (costos financieros – ingresos financieros, anualizados).

<sup>10</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

<sup>11</sup> Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

<sup>12</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales – activos de cobertura / Patrimonio neto.

<sup>13</sup> Activos libres de gravámenes = Activos libres de gravámenes / Pasivo total no garantizado.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA (“ICR”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SÍMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS (“EVALUACIONES”) Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPiado, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODO LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO BENCHMARK, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN BENCHMARK.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee “TAL COMO ESTÁ”, sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquier personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGА NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMAS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona “TAL COMO ESTÁ” sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.