



ACCIÓN DE RATING

6 de noviembre, 2025

Primera Clasificación

RATINGS

GTD Manquehue S.A.

Solvencia	AA
Bonos	AA
Tendencia	Estable
Estados financieros	2Q-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

Maricela Plaza +56 2 2896 8200
Directora Senior de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgadillo +56 2 2896 8200
Director Asociado de Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

GTD Manquehue S.A.¹

Informe de primera clasificación

ICR clasifica en categoría AA/Estable la solvencia y bonos de GTD Manquehue S.A., sociedad que pasó a ser titular de los instrumentos emitidos originalmente por **Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur (Telsur)**. Tal como hemos indicado previamente en nuestras publicaciones de [marzo de 2025](#) y [agosto de 2025](#), estimamos que GTD Manquehue, como sociedad continuadora posterior a la fusión, converge a la misma clasificación de riesgo que mantenía de manera individual Telsur, basados en nuestra 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 y su grado de diversificación. 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, estimamos que la operación de la sociedad fusionada representada por GTD Manquehue cuenta con 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 continuarían concentrándose en las regiones del sur del país. 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 identificamos cambios sustanciales en el stock de obligaciones financieras ni tampoco proyectamos que ello ocurriría en el corto y mediano plazo, 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

GTD Manquehue es una empresa de telecomunicaciones dedicada a operar servicios de telefonía, internet, datos, televisión, servicios a empresas y arriendo de infraestructura, con inversiones relevantes en infraestructura de fibra óptica a nivel nacional.

Tras la materialización de la fusión por incorporación de Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur (Telsur) en GTD Manquehue a partir del 1 de mayo de 2025, esta última sociedad se convirtió en 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](#), instancia en la 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, esto es, categoría AA/Estable.

El Grupo GTD, del que forma parte la compañía, 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 la compañía actualmente está compuesto por seis miembros, que permanecen tres años en su cargo, pudiendo ser reelegidos, y que se encuentra presidido por Juan Manuel Casanueva Préndez.

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, aunque con variaciones más moderadas en los últimos períodos. 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 3,54 millones a junio 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 74,7% a junio de 2025.

El rápido crecimiento ha sido resultado de inversiones directas en redes por parte de las empresas de telecomunicaciones, pero estas últimas 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 conllevado 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*, 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.	40,18%
GTD Intesis S.A.	25,51%
GTD Grupo Teleductos S.A.	17,64%
Inmobiliaria e Inversiones El Coigüe Limitada	0,65%
Inversiones Alonso de Ercilla S.A.	0,16%
Vicariato Apostólico de Aysén	0,06%
Inversiones Tacora Limitada	0,05%
Bata S.A.C.	0,04%
Iglesia Evangélica Luterana El Redentor	0,04%
Ottesen y Schaefer Soc.	0,03%
Valores Security S.A. Corredora de Bolsa	0,03%
Suc. Guillermo Montesinos Figueroa	0,02%

Fuente: La compañía, información a septiembre de 2025.

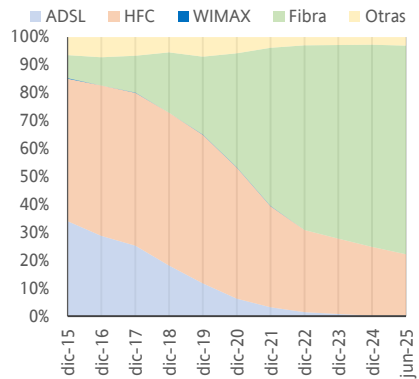
DIRECTORIO

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

Fuente: La compañía

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 3,45 millones, a junio de 2025 dicha cifra se había reducido a cerca de 2,72 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 ciertas ventajas 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 individualmente, por lo que no consideramos cambios en la evaluación de este pilar del negocio para GTD Manquehue

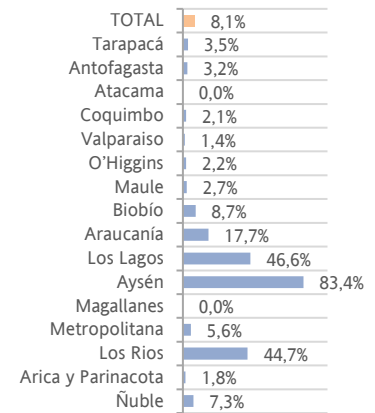
La evaluación de Telsur previa a la fusión con GTD Manquehue ponderaba favorablemente su posicionamiento como empresa pionera en el despliegue de fibra óptica en el país, pero con desafíos en términos competitivos durante los últimos años, asociados al rápido crecimiento de otros operadores en dicha tecnología. Lo anterior implicó que Telsur perdiera participación de mercado en el segmento residencial, principalmente en el servicio de internet fijo, pero nuestra evaluación continuó considerando como un elemento positivo la percepción de los clientes respecto a la calidad de los servicios prestados.

Tras la fusión, GTD Manquehue, como 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 la participación de mercado que actualmente mantiene GTD Manquehue post fusión.

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. Adicionalmente, proyectamos que las marcas Telsur y GTD Manquehue continuarían basando su propuesta de valor a través de la percepción de calidad de los servicios prestados como atributo diferenciador.

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 2Q-25 (%). Incluye a GTD Manquehue, Telsur y Telcoy.



Fuente: Elaboración propia en base a Subtel.

MARKET SHARE POR SERVICIO (*)

Servicio de telefonía fija					
Compañía	2021	2022	2023	2024	Jun-25
ClaroVTR	31,3%	28,6%	29,2%	30,3%	31,1%
Telefónica	35,4%	35,6%	32,9%	31,6%	30,6%
Entel	18,2%	19,0%	19,7%	20,6%	21,9%
Grupo GTD	12,9%	14,2%	15,4%	14,4%	14,1%
GTD Manquehue	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%	7,1%
Otros	2,3%	2,6%	2,7%	3,1%	2,2%

Servicio de internet fijo					
Compañía	2021	2022	2023	2024	Jun-25
Telefónica	29,5%	31,1%	30,7%	28,5%	28,1%
ClaroVTR	38,9%	33,0%	30,7%	28,9%	27,6%
Mundo Pacífico	14,3%	16,8%	18,4%	19,6%	20,5%
Entel	6,5%	6,9%	7,1%	9,3%	9,8%
Grupo GTD	7,8%	7,4%	7,0%	6,6%	6,2%
WOM	2,2%	3,9%	4,6%	4,4%	4,4%
Otros	0,7%	0,8%	1,4%	2,8%	3,3%

Servicio de televisión pagada					
Compañía	2021	2022	2023	2024	Jun-25
ClaroVTR	41,3%	37,8%	38,5%	38,2%	37,4%
Telefónica	17,9%	20,7%	21,1%	20,5%	20,4%
Directv	21,2%	19,9%	18,5%	17,9%	17,5%
Pacífico Cable	8,0%	11,0%	12,6%	14,2%	15,7%
Grupo GTD	5,0%	4,7%	4,3%	4,1%	4,1%
Entel	4,0%	3,6%	3,3%	3,6%	3,5%
Otros	2,6%	2,3%	1,7%	1,5%	1,5%

Fuente: Subtel.

Nota (*): Para el caso de **Grupo GTD**, se incluye la participación de todas las sociedades que conforman el grupo empresarial, mientras que **GTD Manquehue** incluye las participaciones individuales Telsur, Telcoy y GTD Manquehue, incluso para períodos previos a 2025, para efectos de la comparación.

Por otra parte, **ClaroVTR** incluye la suma de las participaciones de las sociedades asociadas a Claro y la de VTR.

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 las compañías del Grupo GTD ha sido un elemento clave en la generación de ventajas competitivas dentro de su zona de operación. Según información de Subtel, Telsur y GTD Manquehue (incluyendo Telcoy) contaban con un 8,1% de las conexiones a internet fijo por fibra óptica al 2Q-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. Lo anterior ha sido resultado de continuas inversiones en redes, las que, en el caso de Telsur y GTD Manquehue, han sido financiadas con la generación propia de flujos.

Nuestra evaluación considera que, dentro del horizonte de clasificación de 12 a 18 meses, GTD Manquehue continuaría manteniendo un modelo de negocios principalmente basado en infraestructura de red propia, con inversiones que podrían presentar eventuales incrementos si se compara con los niveles evidenciados por Telsur en 2024 e inicios de 2025, que tendieron a ser relativamente acotados como proporción de los ingresos, pero que no se desviarían significativamente de los rangos históricos. Dado esto, igualamos para GTD Manquehue la evaluación que manteníamos sobre Telsur individual respecto a los factores del negocio asociados a **Tecnología y Redes**. Es relevante señalar que hemos asignado una mayor probabilidad de ocurrencia a un escenario en que la generación propia de flujos seguiría siendo suficiente para cubrir los desembolsos de CAPEX, por lo que se evaluará oportunamente si se produjeran incrementos significativos en las inversiones como parte de un plan de crecimiento agresivo, que implicara una eventual incorporación de deuda.

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, y servicios de Data Center. 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.

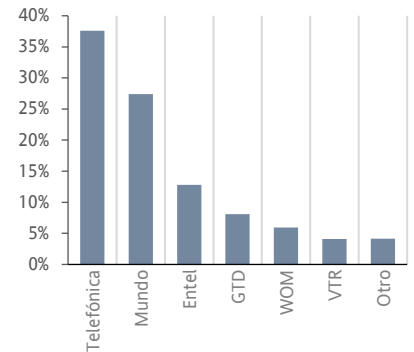
Tras la fusión de Telsur con GTD Manquehue, no identificamos cambios en la oferta de servicios de la sociedad continuadora versus la que presentaba individualmente Telsur previo a la reestructuración societaria. De este modo, considerando que la compañía seguirá siendo esencialmente una empresa prestadora 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 tiene 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 seguirán concentrándose en las regiones del sur del territorio nacional.

Regulación continúa 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**.

GTD Manquehue se ubica como el cuarto operador con mayor market share en internet fijo por fibra óptica a nivel nacional

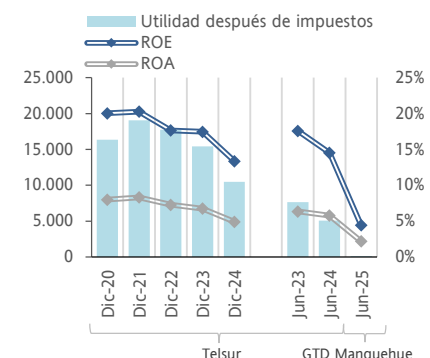
Participación de mercado en conexiones de internet fijo por fibra óptica al 2Q-25 (%)



Fuente: Elab. propia en base a Subtel.

Resultados de 2024 y 2025 capturan ajustes de la malla societaria, por lo que no son comparables con períodos previos

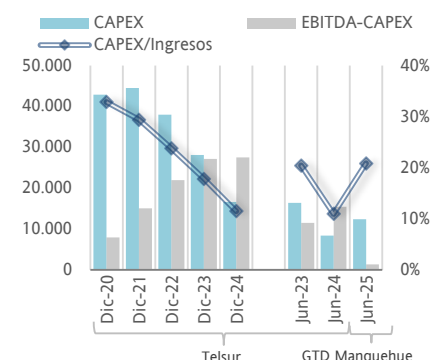
Evolución de utilidad después de impuestos (MM\$) y rentabilidades (%) de Telsur previo a la fusión y de GTD Manquehue posterior a la fusión en su calidad de sociedad titular de los bonos corporativos



Fuente: Estados financieros

Expectativas de crecimiento en relación de CAPEX sobre ingresos respecto a niveles evidenciados por Telsur durante 2024

Evolución CAPEX (MM\$), EBITDA – CAPEX (MM\$) y CAPEX/Ingresos (%) de Telsur previo a la fusión y de GTD Manquehue posterior a la fusión en su calidad de sociedad titular de los bonos corporativos



Fuente: Estados financieros.

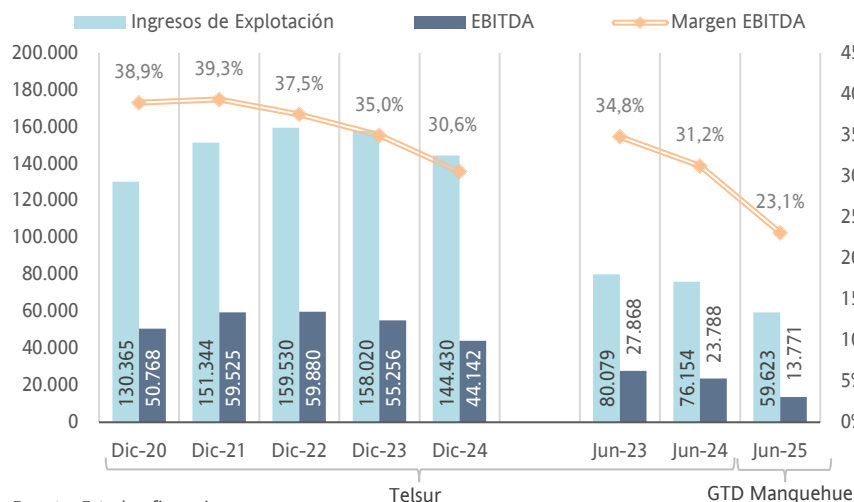
Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

Cifras proforma de GTD Manquehue reflejan ciertas mejoras a nivel de EBITDA y márgenes respecto a la base de comparación

La utilidad de GTD Manquehue llegó a \$108 millones en el primer semestre de 2025, nivel que no sería representativo de su desempeño en régimen, debido a que captura cuatro meses de operación individual y solo dos meses de operación conjunta con Telsur luego de la fusión. De este modo, resulta de mayor utilidad para el análisis financiero de la compañía evaluar sus cifras proforma, que consideran un escenario hipotético de operación conjunta de Telsur y GTD Manquehue durante los primeros seis meses de 2025, comparado con el mismo esquema aplicado para el primer semestre de 2024.

EBITDA y margen EBITDA de GTD Manquehue a junio de 2025 no sería representativo de su operación en régimen, ya que capturan mayoritariamente su operación individual previo a la fusión con Telsur

Evolución de Ingresos (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) de Telsur previo a la fusión y de GTD Manquehue como sociedad titular de los bonos corporativos posterior a la fusión



Fuente: Estados financieros

Las cifras proforma evidencian que hubo una variación relativamente acotada en ingresos (+1,4%) al 1H-25, reflejo del crecimiento en el segmento empresas, que logró compensar el descenso en el segmento residencial. No obstante, eficiencias en costos potenciaron el desempeño operacional, con un EBITDA² 7,7% superior, y un margen EBITDA que varió desde 25,7% hasta 27,3%. El resultado neto, en tanto, totalizó \$3.790 millones.

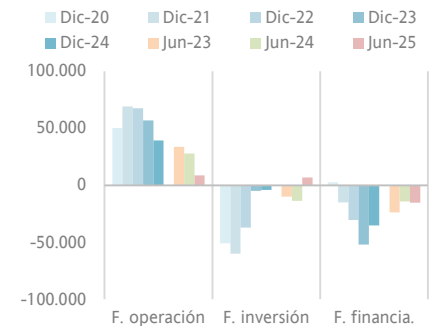
Si bien el margen EBITDA de la sociedad fusionada en régimen sería inferior al reportado por Telsur de manera individual producto de una mayor exposición al segmento residencial de GTD Manquehue, estimamos que se posiciona en niveles adecuados y con potencial de mejoras dadas las sinergias operativas que se capturarían con la fusión. De este modo, no estimamos que GTD Manquehue post fusión presente un desempeño operacional menos robusto respecto al que individualmente presentaba Telsur, incidiendo en nuestra decisión de asignar la misma clasificación a la sociedad integrada.

Robustez de los indicadores crediticios y política financiera de GTD Manquehue sustentan la categorización de la fortaleza financiera de la compañía como "Superior" por parte de ICR

GTD Manquehue reportó una deuda financiera³ de \$65.552 millones al 2Q-25, stock muy similar al reportado por Telsur al 1Q-25 (\$62.086 millones), reflejando que el saldo de

Mayor crecimiento de pago a proveedores respecto a la recaudación explicó menor flujo operacional en 1H-25

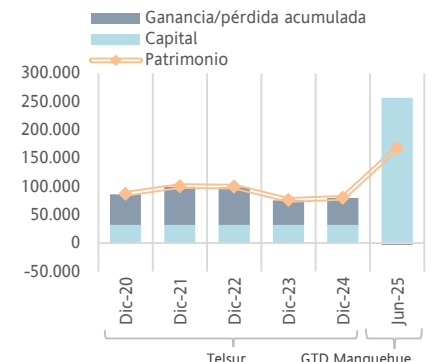
Evolución flujo de caja (MM\$) de Telsur previo a la fusión y de GTD Manquehue como sociedad titular de los bonos corporativos posterior a la fusión materializada en el 2Q-25



Fuente: Estados financieros

Significativo crecimiento patrimonial de la sociedad fusionada respecto a niveles de Telsur, pero con menor resultado acumulado

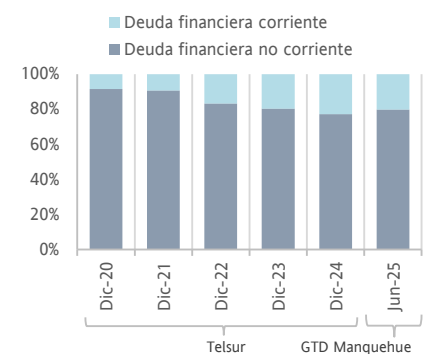
Evolución ganancia acumulada, capital y patrimonio (MM\$) de Telsur previo a la fusión y de GTD Manquehue posterior a la fusión en su calidad de sociedad titular de los bonos corporativos



Fuente: Estados financieros

Bonos corporativos estructurados mayoritariamente al largo plazo contribuyen a evitar presiones de caja en la compañía

Evolución estructura de la deuda (%) de Telsur previo a la fusión y de GTD Manquehue posterior a la fusión en su calidad de sociedad titular de los bonos corporativos



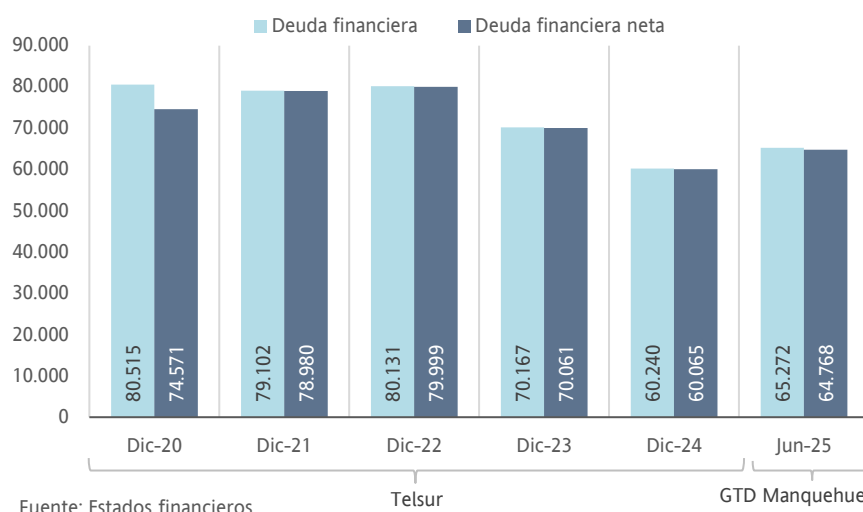
Fuente: Estados financieros

obligaciones financieras de la sociedad fusionada está constituido mayormente de los bonos corporativos emitidos por Telsur. De este modo, nuestras perspectivas sobre los niveles de deuda de la empresa fusionada siguen incorporando rangos de apalancamiento relativamente bajos, con una generación propia de flujos que permitiría financiar las inversiones y cubrir los pagos de capital e intereses de la deuda según calendario (RCSD⁴).

Opinamos que lo anterior configura una política financiera relativamente conservadora, puesto que en los últimos años Telsur fue reduciendo continuamente su stock de deuda, con egresos por inversiones que, si bien tuvieron un *peak* entre 2019 y 2022, no deterioraron los indicadores crediticios del emisor, mientras que la política de dividendos tampoco ha representado una presión de liquidez para la compañía. Por lo tanto, estimamos que GTD Manquehue debiese mantener una estrategia financiera similar, no proyectándose, de momento, eventos que impliquen un crecimiento significativo de la deuda de la compañía ni un debilitamiento material en su generación de flujos.

GTD Manquehue posterior a la fusión quedó con un stock de obligaciones financieras similar al que mantenía individualmente Telsur

Evolución deuda financiera total y neta (MM\$) de Telsur previo a la fusión y de GTD Manquehue posterior a la fusión en su calidad de sociedad titular de los bonos corporativos

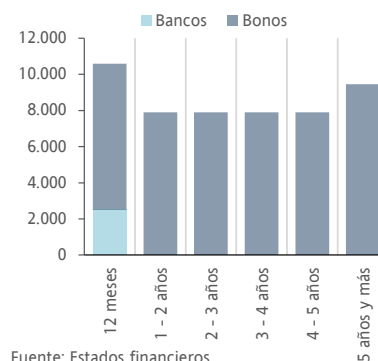


Como resultado de la fusión, GTD Manquehue quedó con un patrimonio 109,5% superior al que tenía Telsur de manera individual al 4Q-24, con un stock de pasivos totales levemente inferior, lo que implicó una mejora significativa en los indicadores de endeudamiento de la sociedad fusionada versus los valores históricos de Telsur, favoreciendo, además, la holgura para dar cumplimiento a las restricciones financieras estipuladas en los contratos de bonos.

En cuanto a los ratios de cobertura de GTD Manquehue post fusión, el indicador de cobertura de gastos financieros netos continuó situándose sobre 10 veces, alcanzando un valor similar al reportado por Telsur al cierre de 2024, el que tuvo un retroceso importante considerando el efecto que generó la desconsolidación de Telcoy y Blue Two, pero que sigue adecuándose al rating en categoría AA. La relación de deuda financiera neta, en tanto, subió desde 1,36 hasta 1,90 veces, pero este último dato no sería representativo de la empresa en régimen, toda vez que está calculado sobre un EBITDA que no es comparable entre junio de 2024 y junio de 2025, y que para el caso del 1H-25, solo incluye dos meses de operación conjunta. Por lo tanto, proyectamos que el ratio

Deuda financiera de GTD Manquehue compuesta principalmente de bonos

Perfil de amortización de las obligaciones asumidas por GTD Manquehue tras la fusión con Telsur



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.

de deuda financiera neta sobre EBITDA debiese mantenerse en niveles similares a los que históricamente evidenció Telsur.

En conclusión, estimamos que la evolución de los indicadores crediticios —tanto de la compañía deudora original de los bonos corporativos (Telsur) como los de la entidad titular post fusión (GTD Manquehue)—, la expectativa de su trayectoria dentro el horizonte de clasificación y la evaluación sobre su política financiera, permiten que GTD Manquehue sostenga la misma categorización que tenía Telsur sobre su fortaleza financiera, esto es, una categoría de “Superior”, incidiendo favorablemente en la clasificación final asignada a la solvencia y bonos de GTD Manquehue.

Es importante destacar que, en Junta Extraordinaria de Accionistas del 12 de agosto de 2025, se aprobó la constitución de la compañía 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 desalinarlos de su rating actual.

Asimismo, en Junta Extraordinaria de Accionistas del 26 de agosto de 2025, se aprobó la venta de instalaciones de Data Center e infraestructura asociada ubicadas en la comuna de Puerto Montt a la sociedad relacionada Gtdata SpA, como parte de una reestructuración interna. Opinamos que la transacción no debiese generar impactos materiales en la situación financiera de la compañía, tomando en cuenta el monto de la operación y el efecto acotado en el EBITDA consolidado vía mayores costos por servicios de conectividad para mantener acceso a la infraestructura involucrada en la transacción.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación de la sociedad titular de los bonos corporativos

Indicadores (N° de veces)	Telsur					GTD Manquehue
	2020	2021	2022	2023	2024	Jun-25
Endeudamiento total ⁵	1,46	1,42	1,44	1,77	1,68	0,76
Endeudamiento financiero ⁶	0,92	0,79	0,80	0,92	0,75	0,39
Endeudamiento financiero neto ⁷	0,85	0,78	0,80	0,91	0,75	0,39
Deuda financiera neta / EBITDA ⁸	1,47	1,33	1,34	1,27	1,36	1,90
Cobertura gastos financieros netos ⁹	28,87	38,15	42,62	31,54	11,22	10,14
Razón circulante ¹⁰	1,06	1,07	0,82	0,75	0,55	0,73
Razón ácida ¹¹	0,81	0,74	0,60	0,60	0,45	0,63

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 965.455	UF 280.000
Series vigentes	Serie K	Serie L
Garantía	No contempla	No contempla

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

Principales características series de bonos vigentes

	Serie K	Serie L
N° 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 septiembre de 2025.

Las líneas vigentes presentan los siguientes resguardos financieros:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Sep-24	Dic-24	Mar-25	Jun-25
Endeudamiento total (N° de veces) ¹²	<= 2,2	1,34	1,68	1,64	0,76
Patrimonio mínimo (MM\$)	>= 42.905	85.341	80.169	82.291	167.963
Activos libres de gravámenes (N° de veces) ¹³	>= 1,1	1,75	1,60	1,61	2,32

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones

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

Fuente: Elaboración propia con información de ICR.

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 de la sociedad titular de los bonos corporativos (cifras en MM\$)

Indicadores	Telsur						GTD Manquehue
	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Jun-24	Jun-25
Activos totales	214.674	243.461	244.305	212.050	214.738	208.841	295.304
Efectivo y equivalentes	5.944	122	132	106	174	171	504
Pasivos totales	127.406	142.711	144.300	135.416	134.568	127.132	127.341
Deuda financiera total	80.515	79.102	80.131	70.167	60.240	64.552	65.272
Deuda financiera neta	74.571	78.980	79.999	70.061	60.065	64.380	64.768
Patrimonio	87.268	100.750	100.006	76.634	80.169	81.709	167.963
Ingresos de explotación	130.365	151.344	159.530	158.020	144.430	76.154	59.623
Gastos financieros netos	1.758	1.560	1.405	1.752	3.934	979	410
Utilidad del ejercicio	16.353	19.059	17.722	15.417	10.466	5.058	108
EBITDA	50.768	59.525	59.880	55.256	44.142	23.788	13.771
Margen EBITDA (%)	38,94%	39,33%	37,54%	34,97%	30,56%	31,24%	23,10%
CAPEX	42.832	44.492	37.948	28.145	16.591	8.350	12.421
CAPEX/Ingresos (%)	32,86%	29,40%	23,79%	17,81%	11,49%	10,96%	20,83%
EBITDA - CAPEX	7.936	15.032	21.933	27.111	27.551	15.438	1.351
ROA (%)	8,0%	8,3%	7,3%	6,8%	4,9%	5,8%	2,2%
ROE (%)	20,0%	20,3%	17,7%	17,5%	13,3%	14,5%	4,4%
Flujo operacional	50.220	69.016	67.451	56.753	39.332	27.784	8.615
Flujo de inversión	-50.953	-59.894	-36.997	-4.753	-3.999	-13.551	6.895
Flujo de financiamiento	2.467	-14.943	-30.444	-52.026	-35.265	-14.168	-15.265

¹ 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).

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

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

⁴ Servicio de la deuda (RCSA) = (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).

⁵ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

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

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

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

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

¹⁰ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

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

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

¹³ 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 SIMBOLOS 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 CONSIDERACIÓN 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.

TODA 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, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS 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 cualesquiera 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 OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.