

Lima, 17 de septiembre de 2026

Señores

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES – SMV

Av. Paseo de la República 3617, San Isidro

Presente.-

Atención: Intendencia General de Supervisión de Conductas
Sr. Alix Fernando Godos García, Intendente General

Referencia: Expediente N° 2026038177
Oficio N° 4514-2026-SMV/11.1, notificado el 11 de septiembre de 2026
Comunicación de AFP Integra S.A. del 11 de septiembre de 2026, presentada en atención al Oficio N° 4425-2026-SMV/11.1; y comunicación de AFP Integra S.A. del 20 de agosto de 2026, relativa a la designación de Altavia (Expediente N° 2026013752).

Asunto: Respuesta a las observaciones al Informe de Valorización de Orygen Perú S.A.A. y a los cuestionamientos sobre la designación de Altavia Partners S.A.C.

De nuestra consideración:

Por medio de la presente, y en nombre de Altavia Partners S.A.C. (en adelante, "Altavia" o "la Entidad Valorizadora"), nos dirigimos a ustedes, en nuestra condición de entidad valorizadora seleccionada conforme al Anexo V del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución CONASEV N° 009-2006-EF/94.10 y sus modificatorias, y a las Bases del proceso de selección, con el objeto de remitir los comentarios, explicaciones, precisiones y análisis que su Despacho requiere sobre cada una de las siete observaciones formuladas por AFP Integra S.A. (en adelante, «AFP Integra») al Informe de Valorización presentado el 4 de septiembre de 2026 (en adelante, el «Informe de Valorización») que determina el precio mínimo de la OPA sobre las acciones comunes emitidas por Orygen Perú S.A.A. (en adelante, "Orygen" o la "Compañía").

Adelantamos la conclusión:

- Las observaciones formuladas por AFP Integra recaen sobre supuestos de proyección y sobre parámetros de la tasa de descuento que el Informe de Valorización declara y sustenta. **Ninguna identifica un error de cálculo ni una omisión de información relevante.**
- Cuantificadas sobre el propio modelo y aplicadas de manera consistente, las alternativas que plantea AFP Integra sobre la tasa de descuento, observaciones 6 y 7, quedan comprendidas en las matrices de sensibilidad publicadas en los folios 170 y 171 del Informe. Las restantes recaen sobre supuestos de proyección cuyo sustento se desarrolla en la sección IV.
- Luego del análisis de las observaciones formuladas por AFP Integra, se concluye que el precio mínimo determinado se mantiene en US\$ 0.7355 por acción común de Orygen al 12 de marzo de 2026, fecha de la causal, y en US\$ 0.7298 por acción común actualizado al 4 de septiembre de 2026.

I. Marco de la presente respuesta

La comunicación de AFP Integra que su Despacho nos traslada fue presentada en atención al Oficio N° 4425-2026-SMV/11.1, en representación de los fondos de pensiones IN-Fondo 1, IN-Fondo 2 e IN-Fondo 3, según declara en su primer párrafo.

Varias de las materias que plantea coinciden con sub observaciones del Oficio N° 4520-2026-SMV/11.1, que Altavia absolvió mediante escrito presentado el 14 de septiembre de 2026. En esos extremos la

La comunicación de AFP Integra se acompaña de un informe de valoración de diciembre de 2022, elaborado por BBVA, que ha sido comunicado al mercado por Orygen, en calidad de hecho de importancia el 14 de septiembre de 2026, Expediente N° 2026041405, a requerimiento de la Superintendencia. Altavia no tenía conocimiento de dicho documento y lo ha recibido únicamente como anexo de la comunicación que su Despacho le traslada; no lo solicitó ni lo obtuvo de su autor, y lo emplea solo en la medida en que las observaciones 1, 3 y 7 lo invocan. Lo que esas observaciones requieren de él se desarrolla en el acápite III del presente escrito.

Altavia fue seleccionada por la SMV mediante el proceso de selección previsto en el Reglamento de OPA y en sus Bases. Su encargo es determinar el valor de la acción aplicando la metodología del Anexo V sobre la información disponible al 12 de marzo de 2026. El precio que resulta de ese ejercicio es el que el Informe consigna.

II. Criterios aplicados en la evaluación de las observaciones

- **Estándar aplicado.** Un supuesto se mantiene si resiste el contraste con la información de mercado disponible al 12 de marzo de 2026 y con la práctica de valorización aplicable a activos de esta naturaleza.
- **Cada supuesto se sustenta en una fuente objetiva.** Los parámetros del Informe provienen de fuentes públicas verificables al 12 de marzo de 2026: fijaciones tarifarias, el repositorio de contratos del regulador, la estadística del Comité de Operación Económica del Sistema, la curva del Tesoro de los Estados Unidos, datasets de industria y estados financieros auditados.
- **Error frente a criterio.** Un error de cómputo o una fuente mal citada se corrigen. Una apreciación distinta sobre una variable futura no configura por sí misma un defecto de sustento técnico: es materia del criterio del valorizador, que el Informe declara en cada caso.
- **Los efectos no se suman.** La comunicación cuantifica por separado el impacto de cada observación y sostiene que «de manera acumulada se puede evidenciar un impacto relevante en el resultado final». En dos de ellas practica esa suma: atribuye a la observación 1 un efecto conjunto de 19% y a la observación 3 uno de 4%. Aplicados en conjunto sobre el mismo modelo, los efectos interactúan a través de los mismos flujos y de la misma tasa de descuento, de modo que su suma aritmética no mide el efecto conjunto.

III. El informe de valoración de 2022 elaborado por BBVA

Las observaciones 1, 3 y 7 de la comunicación de AFP Integra invocan un mismo documento, que Orygen comunicó al mercado como hecho de importancia el 14 de septiembre de 2026. Este acápite desarrolla lo que esas observaciones requieren de él.

3.1 El documento y su alcance

Las observaciones 1, 3 y 7 invocan un informe de valoración de diciembre de 2022, con fecha de corte de información al 4 de noviembre de 2022 y fecha de valorización al 31 de diciembre de 2022, preparado por encargo del comité de directores no vinculados de la sociedad que hoy es Orygen Perú S.A.A. para opinar sobre la relación de canje de su fusión con Enel Green Power Perú S.A.C. Lo que sigue se limita a lo que esas observaciones requieren.

3.2 La unidad de medida

Toda cifra por acción de aquel informe está expresada sobre un número de acciones y sobre un perímetro societario distintos de los actuales.

- Aquel informe se refiere a la sociedad antes de la fusión, con 1,747,842,348 acciones al 31 de diciembre de 2022. El Informe de Valorización se refiere a la sociedad que resultó de absorber a Enel Green Power Perú, Marcona y Los Pinos, con 3,134,886,677 acciones.

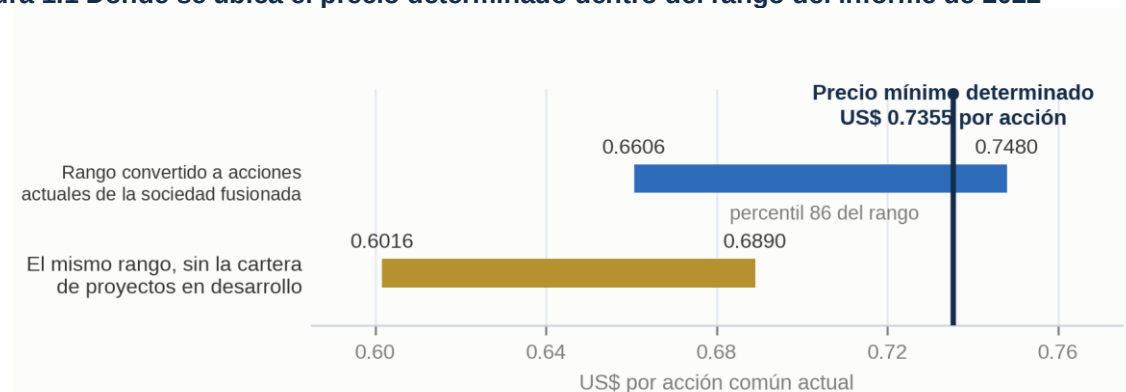
- Entre una y otra fecha el número de acciones se multiplicó por 1.79358: 1,081,632,425 acciones emitidas en la fusión con vigencia al 1 de agosto de 2023 y 305,411,904 acciones liberadas por acuerdo de la junta general del 2 de octubre de 2023. Ambas cifras constan en las memorias anuales, de acceso público.

Cuadro 1. Conversión del precio por acción del informe de 2022 (US\$ por acción común actual)

Concepto	Rango bajo	Rango alto
Valor patrimonial de la sociedad fusionada según el informe de 2022 (US\$ MM)	2,071	2,345
(÷) Acciones comunes en circulación a la fecha de la causal (MM)	3,134.9	3,134.9
(=) Equivalente por acción común actual (US\$)	0.6606	0.7480
Valor patrimonial sin la cartera de proyectos en desarrollo, de US\$ 185 MM, incluida en aquel informe (US\$ MM)	1,886	2,160
(=) Equivalente por acción común actual, sin cartera de proyectos (US\$)	0.6016	0.6890
Precio mínimo determinado al 12 de marzo de 2026 (US\$)	0.7355	0.7355

Fuente: informe de valoración de diciembre de 2022 acompañado por AFP Integra; memorias anuales de la sociedad para el número de acciones. Elaboración Altavia Partners S.A.C.

Figura 1.1 Dónde se ubica el precio determinado dentro del rango del informe de 2022



Fuente: informe de valoración de diciembre de 2022 acompañado por AFP Integra; memorias anuales de la sociedad; Informe de Valorización. Elaboración Altavia Partners S.A.C.

Lectura. Convertido a la unidad actual, el precio mínimo determinado queda dentro del rango de aquel informe. Con el mismo perímetro del Informe de Valorización, es decir, sin la cartera de proyectos en desarrollo que aquel informe valoriza, el rango equivalente es de US\$ 0.6016 a US\$ 0.6890 por acción, y el precio determinado se ubica por encima de él.

Debemos destacar que la comparación es puramente referencial: aquella valorización se refiere a una sociedad anterior a la fusión y sobre un perímetro societario que no es el actual, a una fecha de valorización anterior en más de tres años y con información cerrada al 4 de noviembre de 2022, y su objeto era opinar sobre una relación de canje y no determinar el precio mínimo de una oferta pública. Los valores de una y otra fecha no son comparables entre sí.

3.3 Los criterios de valorización

AFP Integra invoca aquel informe como precedente de criterio. Corresponde exponer el conjunto de sus criterios y no solo los tres que la comunicación selecciona.

Figura 2.2 Criterios de valorización de uno y otro informe

Criterio	Informe de valoración de 2022	Informe al 12 de marzo de 2026	¿Coinciden?
Método principal	Flujo de caja libre a la firma descontado al WACC, múltiplos como contraste	El mismo método y el mismo orden de prelación	Mismo criterio
Perímetro y suma de partes	Dos sociedades por separado y sumadas, con el 20% de Chinango deducido	Orygen y Chinango por separado, con el 20% de Chinango a valor razonable	Mismo criterio
Renovación de contratos	El precio medio cae al vencer los regulados y se recupera a menor nivel	Los contratos de largo plazo se renegociaron por debajo del que reemplazaban; mismo perfil	Mismo criterio
Horizonte y valor terminal	Explícito hasta 2030; proyección de muy largo plazo solo para la hidro	Explícito 2026-2056; perpetuidad solo para la hidro	Mismo criterio, distinta mecánica
Crecimiento a perpetuidad	2.5%, expectativa de inflación de largo plazo	2.0%, inflación de largo plazo en dólares	Mismo criterio, otra expectativa
Costo de capital	CAPM en dólares, riesgo país aditivo, beta y estructura de comparables	CAPM en dólares, riesgo país aditivo, beta de industria y estructura observada	Mismo criterio, otra fuente
Múltiplos de contraste	Comparables cotizadas de generación y transacciones por capacidad	Comparables cotizadas de la región y transacciones en el Perú	Mismo criterio
Objeto del encargo	Relación de canje de una fusión entre sociedades bajo control común	Precio mínimo de una OPA posterior, artículo 48 del Reglamento	Difiere: distinto encargo y fecha
Origen de los supuestos	Plan de la propia sociedad valorizada, sin verificación independiente	Precios, volúmenes y costos del valorizador; capex y depreciación del plan de la Compañía	Difiere en parte: quién proyecta la operación
Proyectos en desarrollo	Carta de proyectos valorizada aparte, sobre información de la sociedad	Sin proyectos greenfield; sociedades sin activos operativos en cero	Difiere: perímetro del encargo
Valor de recupero de renovables	20% del capex por MW, neto de desmantelamiento	Sin valor de recupero al término de la vida útil	Difiere: criterio del valorizador

Fuente: Informe de valoración de diciembre de 2022 acompañado por AFP Integra e Informe de Valorización del 4 de septiembre de 2026. Elaboración Altavia Partners S.A.C.

Siete de los once criterios del informe de valoración de 2022 coinciden con el Informe de Valorización, incluidos el método, el perímetro, el tratamiento del valor terminal, el crecimiento a perpetuidad y la arquitectura del costo de capital. Los cuatro que difieren responden al distinto objeto del encargo, al distinto perímetro y al criterio del valorizador, y en ninguno de los dos informes constituyen un error.

IV. Comentarios sobre cada observación

Se sigue la numeración de la comunicación de AFP Integra del 11 de septiembre de 2026. Los folios corresponden al Informe de Valorización presentado el 4 de septiembre de 2026 con la Fe de Erratas del 6 de septiembre y el detalle por folio del 8 de septiembre. Las observaciones 1, 3 y 7 invocan un informe de valoración de diciembre de 2022, que se desarrolla en el acápite III.

Introducción a las observaciones

“Habiendo revisado diversos reportes de valorización de empresas del sector eléctrico, incluyendo el ejercicio realizado por BBVA en el año 2022 para la fusión entre Enel Generación Perú y Enel Green Power

Perú (documento adjunto), recomendamos evaluar la razonabilidad y materialidad de las discrepancias que describiremos a continuación, con el objeto de obtener un Informe final más exhaustivo y acertado respecto del objetivo del estudio: encontrar el valor justo para determinar el precio por acción para la OPA de Orygen.”

Observación 1. Precio de renovación de los contratos del mercado libre y ausencia de crecimiento real

“1. La proyección de los precios de energía para las renovaciones de contratos toma como partida un precio spot bajo en el horizonte de proyección y no asume crecimiento real.

El valor del negocio depende, sobre todo, del precio de la energía; y los supuestos empleados son sistemáticamente bajos:

(i) El precio de renovación de contratos se fija 30% por debajo del precio del mercado regulado.

El Informe proyecta un precio de 45.88 USMWh para los contratos regulados y solo de 32.17 US/MWh para la renovación de los contratos (ambos indexados a la inflación). No se advierte una razón económica que justifique que un contrato se renueve 30% por debajo del precio al cual el contrato estaba vigente antes de su vencimiento.

La causa de esa brecha está en el método de cálculo. Según el propio Informe, el precio de renovación se obtiene de una regresión del precio pactado de contratos históricos contra el costo marginal —esto es, el precio spot— de los doce meses previos. Como el periodo actual está marcado por una sobreoferta que deprime el spot, y este se mantiene en términos reales hasta la fecha de renovación de los contratos, el precio de renovación proyectado hereda ese nivel bajo a lo largo de todo el horizonte. En otras palabras, se asume que las condiciones actuales de sobreoferta persisten de forma permanente. Dado que los ingresos por contratos son el principal componente del valor, este supuesto deprime de manera significativa las proyecciones financieras.

El contraste con un precedente lo confirma: En el informe de valorización elaborado por BBVA en 2022, para el precio spot se empleó una curva —basada en proyecciones de la propia compañía— que no era lineal: reflejaba una afectación temporal de los precios y una posterior normalización, en línea con la evolución esperada del mercado y del sistema en el largo plazo. Mantener, en cambio, el precio spot y el de renovación fijos en términos reales durante toda la proyección resulta un supuesto marcadamente conservador.

(ii) El Informe declara que en términos reales ningún precio del modelo crece durante los 31 años de proyección.

Este supuesto es incompatible con otros dos supuestos del modelo. Por un lado, la proyección hace crecer la cartera objetivo de cada mercado a una tasa de 2.70% anual como crecimiento de la demanda vegetativa del SEIN, lo cual es mayor a la inflación e implica un crecimiento real. Por otro lado, el modelo retira del sistema 1,461 de los 2,55 MW efectivos de Orygen dentro del horizonte de proyección. Una demanda que crece de forma sostenida frente a una oferta propia que se reduce (siendo Orygen un participante relevante del sistema) no resulta compatible con un precio marginal constante en términos reales durante 31 años. A ello se suma el crecimiento de la demanda industrial y minera en el Perú, que debería impulsar al alza los precios reales de largo plazo.

Realizando una estimación propia, si el precio de renovación de los contratos libres se situara en el punto medio entre los precios reales de 32.17 US\$/MWh y 45.88 US\$/MWh (lo cual reflejaría una prima sobre el spot), el potencial impacto en el valor de negocio en marca sería de 6% más sobre el valor que concluye el Informe. Si adicionalmente, se reconociera un crecimiento real de 0.5% anual en los precios de energía, el potencial impacto en el valor de negocio en marca sería de 13% adicional. Es decir, los dos efectos descritos en este argumento podrían implicar conjuntamente alrededor de 19% más sobre el valor de negocio en marcha de lo que concluye el Informe.”

Respuesta:

La observación desarrolla dos puntos: que el precio de renovación se fija 30% por debajo del precio del mercado regulado, y que ningún precio del modelo crece en términos reales. Se responden en ese orden.

Los dos precios no corresponden al mismo producto.

- US\$ 45.88/MWh es el precio de la energía adjudicado en la licitación ED-01-2023-LP (15.8 céntimos de sol por kilovatio hora, convertido al tipo de cambio contable de la fecha de la causal). Es un precio de licitación de suministro a distribuidoras, con plazo, volumen y fórmula de actualización fijados en el contrato y con la obligación de respaldo que ese régimen impone. Rige para el resto del portafolio regulado y para las licitaciones por firmar; cada licitación ya adjudicada conserva el precio de su propio contrato.
- US\$ 32.17/MWh es el precio al que un cliente libre renueva un contrato bilateral, sin licitación y sin esa obligación. Comparar directamente una renovación libre con el precio de una licitación regulada supone asimilar condiciones contractuales y de mercado que no son equivalentes.

Sobre la renovación por debajo del contrato vigente.

- Con información disponible al 12 de marzo de 2026 sobre los contratos suscritos en los ejercicios previos y publicados en el repositorio SICLI de Osinergmin, se evidencia que los contratos de largo plazo del mercado libre suscritos en la década anterior se renegociaron a precios inferiores a los de los contratos que reemplazaban. El precio de renovación responde al costo marginal esperado al momento de la negociación y no al precio del contrato anterior, pactado años antes bajo otras condiciones de oferta.
- El Informe no supone que las renovaciones posteriores se pacten a precios menores ni mayores que los de esa primera ronda: aplica a todas un nivel de precio similar, obtenido de la relación histórica que se expone a continuación. El informe de 2022 que la comunicación invoca proyectaba, desde 2026, la misma reducción del precio medio de los contratos por efecto de la renovación por debajo de los contratos vigentes. Aquel informe describe el mismo perfil: el precio medio de los contratos cae al vencer los regulados y se recupera a un nivel menor. La diferencia está en el origen del dato y no en el criterio: su vector de precios del mercado de corto plazo fue provisto por la propia sociedad valorizada, mientras que el del Informe es el Precio Básico de la Energía de la fijación tarifaria vigente a la fecha de la causal.

Cómo se obtiene el precio de renovación.

- El precio de un contrato de suministro no es un precio de mercado publicado: se pacta bilateralmente y depende del costo marginal esperado al momento de la negociación. El precio al que se renovará un contrato que vence en un ejercicio futuro no es observable a la fecha de la causal y se estima a partir de la relación histórica entre el precio pactado y el costo marginal.
- La regresión se corrió sobre la totalidad de las negociaciones de la Compañía y de sus antecesoras publicadas en el repositorio SICLI de Osinergmin.

Cuadro 2. Resultados de la regresión y precio de renovación resultante

Concepto	Valor
Intercepto (US\$/MWh)	25.063
Coeficiente del costo marginal de los doce meses anteriores	0.2329
Error estándar del coeficiente	0.0208
Estadístico t del coeficiente	11.18
Coeficiente de determinación	0.2874
Costo marginal de largo plazo aplicado (US\$/MWh)	30.53
(=) Precio de renovación resultante (US\$/MWh)	32.17
Media simple de la muestra (US\$/MWh)	31.17
Mediana de la muestra (US\$/MWh)	29.50

Fuente: Elaboración Altavia Partners S.A.C. Contratos y adendas del repositorio SICLI de Osinergmin y fijación tarifaria vigente de Osinergmin.

- **Contraste.** El precio aplicado se sitúa por encima de la media simple y de la mediana de la muestra observada.
- **Sobre la sobreoferta.** El costo marginal de largo plazo sobre el que se aplica la relación no es el observado en el período reciente de sobreoferta: es el Precio Básico de la Energía de la fijación tarifaria vigente a la fecha de la causal, anclado al costo variable del ciclo combinado a gas natural que fija la misma resolución y superior al costo marginal que el COES registró en 2024 y en 2025. El método no traslada la sobreoferta actual a todo el horizonte.
- **Sobre el precedente que se invoca:** El vector de precios del mercado de corto plazo de aquel informe fue provisto por la propia sociedad valorizada, según consigna ese documento al identificar el origen de cada supuesto. A diferencia de dicho informe, el precio del mercado de corto plazo utilizado en el Informe de Valorización no corresponde a una proyección de la Compañía, sino al Precio Básico de la Energía de la fijación tarifaria vigente a la fecha de la causal, que constituye un parámetro regulado y publicado.
- **Sobre la ausencia de crecimiento real:**
 - El precio se proyecta constante en términos reales y no en términos nominales: se indexa a la inflación de largo plazo de 2.0% anual.
 - El mercado de generación peruano es competitivo y el plan de expansión del Ministerio de Energía y Minas que la propia observación cita prevé que el crecimiento de la demanda se abastezca con nueva capacidad a costos de desarrollo decrecientes. Un precio que creciera en términos reales durante treinta y un años supondría que esa capacidad nueva no se incorpora, o que se incorpora a costos crecientes, lo que ninguna fuente disponible a la fecha de la causal sostiene.
 - El crecimiento de 2.70% que la observación invoca es crecimiento de cantidad demandada y se aplica al volumen de la cartera objetivo. No se aplica a ningún precio del modelo. Los dos supuestos miden cosas distintas.
- **Sobre el retiro de capacidad propia:** El retiro de 1,461 MW corresponde al agotamiento de la vida útil de las centrales térmicas y renovables de la Compañía, declarado en el cronograma de activos del Informe. El precio del sistema no lo fija la capacidad de un generador sino la del conjunto, y el plan de expansión del Ministerio de Energía y Minas proyecta la capacidad nueva que atiende el crecimiento de la demanda, incluida la industrial y minera.

Efecto sobre el precio mínimo: ninguno.

Observación 2. Remuneración de la potencia firme contratada

- “2. *La remuneración por potencia firme contratada se mantiene constante en términos nominales, en contradicción con el resto del modelo.*

El Informe establece que la potencia firme contratada es de 6.50 US\$/kW-mes para el mercado regulado y 6.24 US\$/kW-mes para el mercado libre, y precisa que ambos se mantienen constantes en términos nominales. Sin embargo, el mismo modelo considera que la potencia firme remunerada en el mercado de corto plazo es de 4.90 US\$/kW-mes y crece en términos nominales. Esto es relevante, ya que como se puede verificar en el Informe, los ingresos por potencia contratada ascienden a 146 US\$ mm de manera constante durante el periodo de 2030 a 2040 y, en dicho periodo, representa aproximadamente el 22% de los ingresos proyectados.

La remuneración por potencia firme se determina mediante reglas de indexación del mercado regulado o se pacta bajo condiciones específicas de un PPA (dependiendo de si es monómico o binómico pueden existir variaciones). De esta manera, el criterio utilizado muestra una inconsistencia

interna: el mismo concepto recibe dos tratamientos distintos sin una justificación por la diferencia entre la remuneración para contratos y la del mercado de corto plazo.

Realizando una estimación propia, si la potencia contratada se indexara al 2% anual de inflación empleado para el resto del modelo, el potencial impacto en el precio sería de 11% más sobre el valor de negocio en marcha de lo que concluye el Informe.”

Respuesta:

- La observación plantea dos extremos: que el precio de la potencia contratada se mantenga constante en términos nominales mientras el de la potencia del mercado de corto plazo crece, y que ello configure una inconsistencia interna del modelo, por tratarse a su juicio del mismo concepto con dos tratamientos. Se responden en ese orden.
- El precio de la potencia contratada se mantiene constante en términos nominales: US\$ 6.50/kW-mes en el mercado regulado y US\$ 6.19/kW-mes en el mercado libre, en ambas sociedades.
- Los precios de potencia pactados en los contratos de la Compañía se mueven, a lo largo de veintisiete años, dentro de una banda entre US\$ 4.66 y US\$ 6.69/kW-mes, sin desplazamiento en el tiempo.
- El precio de la potencia en barra se mantiene dentro de esa misma banda y tampoco muestra una senda creciente: medido en dólares descendió de US\$ 6.55 en la fijación tarifaria de 2019-2020 a US\$ 6.19 en la de 2025-2026.
- Los valores aplicados se sitúan en la parte alta de esa banda. El del mercado regulado es el máximo de la banda del período 2026 a 2028; el del mercado libre es el precio de la potencia en barra vigente a la fecha de la causal.
- Indexarlos a la inflación de largo plazo los llevaría, al final del horizonte, a cerca de US\$ 11.7/kW-mes, casi el doble del máximo observado en veintisiete años de contratos, lo cual no se sostiene como supuesto razonable.

Cuadro 3. Precio de la potencia pactado en los contratos de la Compañía, por período (US\$/kW-mes)

Período de vigencia	Mínimo	Máximo
1999 a 2004	6.00	6.13
2005 a 2010	4.66	6.13
2011 a 2015	4.66	6.50
2016 a 2025	5.00	6.69
2026 a 2028	6.00	6.50
Conjunto del período 1999 a 2028	4.66	6.69

Precio de la potencia en barra, fijación tarifaria 2019-2020

6.55

6.55

Precio de la potencia en barra, fijación tarifaria 2025-2026

6.19

6.19

Fuente: Contratos y adendas del repositorio SICLI de Osinermin y resoluciones de fijación tarifaria de Osinermin.

Elaboración Altavia Partners S.A.C.

- **Sobre la supuesta inconsistencia interna.** La potencia firme remunerada en el mercado de corto plazo no es potencia contratada y no se pacta: la determina el procedimiento de valorización de transferencias de potencia del COES. No se trata del mismo concepto con dos tratamientos, sino de dos conceptos distintos.
- **Sobre la cifra del folio 139.** La ficha del folio 139 consigna US\$ 6.24/kW-mes para el mercado libre. Esa cifra es el promedio ponderado de los contratos libres ya firmados y no el supuesto aplicado en la proyección, que es US\$ 6.19. La corrección de la ficha consta en la absolución del Oficio N° 4520 y no modifica el precio determinado.

Efecto sobre el precio mínimo: ninguno.

Observación 3. Precio del flujo terminal y valor de recupero de los activos renovables

“3. El valor terminal se calcula al precio de energía más bajo del modelo y los activos renovables se extinguen sin valor de salvamento.

(i) El cambio de régimen de precios no está explicado en el año terminal y se valoriza al precio más bajo.

El valor terminal recae únicamente sobre los activos hidroeléctricos: A perpetuidad solo sobreviven 3,433 GWh en Orygen y 1,021 GWh en Chinango. Además, su cálculo se determina al precio del mercado de corto plazo (spot) del año terminal, 55.30 US\$/MWh nominales (equivalentes a 30.53 US\$/MWh en términos reales a 2026). Hacia el final del periodo de proyección del modelo, se alcanza un precio medio ponderado de 63.56 US\$/MWh en 2056 y el modelo cambia al nivel más bajo disponible sin ofrecer justificación. La energía hidroeléctrica habitualmente se comercializa mediante contratos de suministro y las centrales de embalse del portafolio (Huinco con 278 MW y Chimay con 156 MW) aportan capacidad al sistema que en un contexto de descarbonización tiende a capturar una prima sobre el costo marginal. De esta forma, estos supuestos subestiman el valor de la perpetuidad.

(ii) Exclusión de los activos renovables sin valor de salvamento.

Un ejercicio de fairness opinión (valor justo) suele tomar de base el supuesto de stand alone (negocio en marcha). En esa línea, es razonable que el modelo no incorpore ningún proyecto de crecimiento greenfield, salvo la central de Wayra Solar, cuya construcción está en marcha y que se pronostica que entre en operaciones este 2026.

No obstante, el Informe asume que las inversiones proyectadas por la compañía, orientadas a mantener los niveles de operaciones actuales, no tienen influencia en la vida útil de los activos fijos que hoy tiene la empresa, asumiendo que ninguna de estas inversiones permitirá, al menos, mantener ciertos niveles de operatividad de las centrales térmicas, eólicas y solar. Así, las centrales térmicas (2052), eólicas (2043 y 2054) y la solar (2056) desaparecen sin valor residual alguno, pese a que los parques eólicos y solares son instalaciones con terreno, puntos de conexión, servidumbres y equipamiento recuperable. Además, se le deduce el costo de desmantelamiento de las centrales, por lo que existe una asimetría en el valor: se deduce la provisión, sin reconocer el valor de salvamento que la compensa parcialmente.

Existe precedente directo sobre este tratamiento: en la valorización de BBVA, el valor de salvamento de las plantas renovables se estimó en 20% del capex por MW, neto del costo de desmantelamiento de la planta, al finalizar la vida útil de cada activo. Este fue un supuesto brindado por la propia compañía. Se trató de las mismas centrales (Rubí, Wayra, Wayra Extensión y Clemesí) que el presente Informe retira sin valor residual alguno.

Realizando una estimación propia, si el flujo terminal se valorizara al precio medio ponderado que el modelo proyecta para 2056, el potencial impacto en el precio sería de 2% más sobre el valor de negocio en marcha de lo que concluye el Informe. Adicionalmente, si se reconociese el valor de salvamento de las plantas renovables, el potencial impacto en el precio sería de 2% adicional. Es decir, los dos efectos descritos en este argumento podrían implicar conjuntamente alrededor de 4% más sobre el valor de negocio en marcha de lo que concluye el Informe.”

Respuesta:

La observación plantea dos puntos. El primero es que el flujo terminal se valoriza al precio del mercado de corto plazo, US\$ 55.30 por megavatio hora, y no al precio medio ponderado de 2056, US\$ 63.56, pese a que la energía hidroeléctrica suele venderse mediante contratos y a que las centrales de embalse aportan capacidad al sistema. El segundo es que las centrales renovables se retiran sin valor de recupero, aunque cuentan con terreno, punto de conexión, servidumbres y equipamiento, mientras que sí se deduce la provisión por desmantelamiento; el informe de 2022 incorporó ese valor. Se responden en ese orden.

a) El precio del flujo terminal

- **El criterio está declarado en el Informe.** El folio 150 lo consigna con su razón: «El flujo del último año explícito no sirve de base porque aún contiene ventas contratadas, la generación de Wayra Solar y un capex de reposición que corresponde al ciclo de ese año». El mismo folio consigna que el flujo terminal se construye desde las variables físicas del bloque hidroeléctrico, único activo cuya vida útil excede el horizonte.
- **Cómo se obtiene el precio del año terminal.** El flujo terminal es una normalización: se construye sobre la generación del bloque hidroeléctrico remunerada al precio del mercado de corto plazo, sin arrastrar la cartera contractual del período explícito, porque la contratación a perpetuidad presupone un resultado comercial y no un parámetro observable a la fecha de la causal. Ese precio parte del Precio Básico de la Energía de la fijación tarifaria vigente al 12 de marzo de 2026, US\$ 30.53 por megavatio hora, indexado a la inflación de largo plazo de 2.0% anual durante los treinta ejercicios del horizonte, lo que da US\$ 55.30 por megavatio hora en el año 2056. Como contraste se emplearon el costo variable del ciclo combinado y el costo marginal observado por el Comité de Operación Económica del Sistema entre 2024 y 2026.
- **Ambos precios están publicados a la fecha de la causal.** Los US\$ 45.88 por megavatio hora con los que el Informe valoriza el frente regulado son el precio de la energía adjudicado en la licitación ED-01-2023-LP, según consta en el folio 139; los US\$ 30.53 por megavatio hora son el Precio Básico de la Energía de la fijación tarifaria vigente. Uno remunera la energía entregada bajo un contrato de suministro adjudicado; el otro, la energía transferida sin contrato. La elección entre ellos la determina la situación contractual del ejercicio.
- **Por qué no se aplica el precio contractual a la perpetuidad.** Exigiría suponer la adjudicación indefinida de licitaciones reguladas y la renovación indefinida de contratos del mercado libre. Esas son expectativas sobre resultados comerciales y no parámetros verificables al 12 de marzo de 2026.
- **Los US\$ 63.56 por megavatio hora no son un precio.** Son el promedio de los precios de los frentes comerciales de 2056, ponderado por sus volúmenes, que consigna el folio 139. Ese promedio sube de US\$ 37.01 en 2026 a US\$ 63.56 en 2056 por dos efectos: cada precio unitario se indexa a la inflación de largo plazo, y la energía vendida en el mercado de corto plazo pierde peso en la mezcla a medida que salen de operación las centrales térmicas y renovables. Es un resultado de la composición de la cartera y no un precio al que pueda venderse la energía.
- **El nivel aplicado no es un precio distinto del resto del modelo.** Es el mismo precio del mercado de corto plazo que el Informe aplica a la energía sin contrato durante todo el período explícito, y su nivel en dólares de la fecha de la causal es superior al costo marginal que el Comité de Operación Económica del Sistema registró en 2024 y en 2025.
- **Sobre las centrales de embalse.** La capacidad que aportan al sistema se remunera en el flujo terminal en la línea de potencia firme, que se valoriza por separado de la energía. Una prima sobre el costo marginal atribuible a la descarbonización es una expectativa sobre la evolución futura del mercado y no un parámetro observable a la fecha de la causal.
- **La coherencia del conjunto.** El folio 167 consigna la condición que hace defendible el valor terminal: en términos reales el flujo terminal no crece, porque la generación hidroeléctrica está fijada por el caudal de la cuenca y la inversión de reposición iguala a la depreciación. Un precio superior al de equilibrio de largo plazo, sostenido a perpetuidad, supondría un margen sobre el costo marginal que ninguna línea del modelo sostiene. El precio, la tasa de crecimiento y la inversión de reposición del año terminal son un solo criterio y no tres supuestos independientes.

b) El valor de recupero de los activos renovables

- **Qué se discute.** Un valor residual al término de la vida útil de activos que se retiran entre 2043 y 2056, es decir, entre diecisiete y treinta años después de la fecha de valorización.

- **El Informe no estima dicho valor, lo que es distinto de afirmar que sea cero.** Una partida se incorpora al flujo proyectado cuando puede medirse de manera fiable con información disponible a la fecha de la causal, y lo que sigue expone las razones objetivas por las que esa medición no es posible.
- **No existe una base de medición en el mercado peruano.** Las centrales eólicas y solares que integran el Sistema Eléctrico Interconectado Nacional, incluidas las primeras adjudicadas en las subastas de recursos energéticos renovables, figuran todas en operación en la estadística anual del Comité de Operación Económica del Sistema correspondiente al ejercicio 2025. Ninguna ha sido retirada. No existe en el mercado peruano una operación de disposición de esta clase de activos al término de su vida útil de la que pueda derivarse un valor de realización, ni un precio publicado de equipamiento eólico o fotovoltaico de escala utilitaria usado.
- **Los componentes que la observación enumera.** Terreno, punto de conexión, servidumbres y equipamiento tienen en común que su valor realizable dentro de dos y tres décadas depende de condiciones de mercado, regulatorias y tecnológicas que no son observables al 12 de marzo de 2026.
- **Lo que la observación ofrece no es un precio.** Un porcentaje del costo de inversión no es una medición del valor realizable de un activo al término de su vida útil. El informe de 2022 del que se toma consigna ese porcentaje entre los supuestos y documenta su origen en la columna destinada a identificar la información a la que se tuvo acceso, donde lo califica como «Input de Enel, información en valores dentro del modelo financiero». El mismo informe declara que su autor «no es responsable de la veracidad ni exactitud de la información provista, ni ha emitido opinión sobre los supuestos operativos suministrados». La propia comunicación de AFP Integra coincide al señalar que «fue un supuesto brindado por la propia compañía».
- **El informe de valoración de 2022 lo trató como supuesto.** Aquel informe somete el valor de salvamento a un análisis de sensibilidad que lo mueve entre el 50% y el 100% de su importe inicial. Un porcentaje que su propio autor sensibiliza a la mitad es un supuesto y no una medición. La diferencia entre ambos informes está en el criterio del valorizador y no en el método: aquel informe incorporó un valor de recupero equivalente al 20% del costo de inversión por megavatio, neto del costo de desmantelamiento, tomado de la información de la sociedad valorizada, y el Informe no estima ese valor por las razones expuestas.
- **El Reglamento exige que cada supuesto empleado sea revelado y sustentado,** y esa exigencia rige con igual intensidad para los supuestos que elevan el valor y para los que lo reducen. Incorporar un valor de recupero obligaría a esta entidad valorizadora a adoptar un supuesto que no podría sustentar.
- **Por qué deducir la provisión no contradice lo anterior.** La provisión por desmantelamiento no es una proyección del valorizador: está reconocida en los estados financieros auditados conforme a la NIC 37 y corresponde, según la nota de otras provisiones, a las actividades necesarias para restaurar las zonas donde estuvieron operando las centrales, medida como el valor presente de los costos esperados. El valor de recupero no está reconocido en ninguna nota de esos estados. A ello se añade que el 20% que invoca la observación está medido neto del costo de desmantelamiento, mientras que el Informe deduce ese costo en su integridad en el puente a valor patrimonial de cada sociedad: incorporar aquel porcentaje a este modelo restaría el costo de desmantelamiento dos veces.
- **El registro auditado corrobora el criterio.** La política contable de la Compañía establece que cualquier ganancia o pérdida que surja al retiro de un activo fijo, calculada como la diferencia entre los ingresos por la venta y el valor en libros, se incluye en el estado de resultados del ejercicio en que se retira. La nota de otros ingresos de los ejercicios 2021 a 2025 no consigna ninguna línea de ganancia por venta o realización de activo fijo, incluido el ejercicio 2024, en el que la nota de propiedades, plantas y equipo señala que los retiros correspondieron principalmente a la venta de un generador y a activos deteriorados dados de baja por desuso. Esta evidencia corrobora el criterio y se refiere a los activos que la Compañía efectivamente retiró en esos ejercicios; no sustituye a una medición de mercado del equipamiento eólico y solar al término de su vida útil, que no existe.
- **Por qué las hidroeléctricas sí van a perpetuidad y los renovables no.** No es un supuesto sobre tecnología futura sino un hecho observable que el folio 150 consigna: Callahuanca opera desde 1938,

Moyopampa desde 1951 y Huinco desde 1964. En una central hidroeléctrica el activo principal es la obra civil y lo que se repone es el equipamiento, y por eso el flujo terminal incorpora un capex de reposición igual a la depreciación. En un parque eólico o solar el equipamiento es el activo, de modo que reponerlo no es mantenimiento sino una inversión nueva sobre una tecnología que hoy no se conoce.

Efecto sobre el precio mínimo: ninguno.

Observación 4. Sociedades sin activos operativos

“4. Las sociedades sin activos operativos se valorizan en cero en la metodología seleccionada, pese a que el propio Informe les reconoce valor en otras.

La metodología seleccionada (FCFF) excluye a Energética Monzón, SL Energy, Orygen Ventures, RDS Solar y Mórrope Wind por no tener activos operativos ni ingresos programados a la fecha de valorización, asignándoles un valor de cero.

No obstante, el propio Informe les reconoce valor en otras de sus secciones. En la determinación del Valor Derivado de la Transacción, el Informe incorpora una contraprestación por proyectos de 16.27 US\$ mm, compuesta por el PPA Proceeds Amount de 9.06 US\$ mm (proyectos San Joaquín, Lupi y Yuramayo) y el Development Project Proceeds de 7.21 US\$ mm (proyectos Mórrope Wind y RDS Solar). Estos valores están ajustados por la probabilidad de ocurrencia sobre un earn-out total de 25.8 US\$ mm.

Resulta entonces una contradicción dentro del mismo documento: Si el Oferante pagó por ellos y el propio Informe lo reconoce y lo cuantifica, no corresponde valorizarlos en cero. Se trata de una rigidez en la aplicación de la metodología.

Realizando una estimación propia, si este supuesto se corrigiese, el potencial impacto en el precio sería de 1% adicional.”

Respuesta:

- La observación plantea que valorizar esas sociedades en cero en el flujo de caja descontado contradice el valor que el propio Informe les reconoce al determinar el valor derivado de la contraprestación, por US\$ 16.27 millones ajustados por probabilidad de ocurrencia.
- **Situación de cada sociedad.** Energética Monzón S.A.C., SL Energy S.A.C., Orygen Ventures S.A.C., RDS Solar S.A.C. y Mórrope Wind S.A.C. no fueron incorporadas al puente a valor patrimonial por ser vehículos de desarrollo sin activos en operación, sin contratos de suministro suscritos y sin ingresos al 12 de marzo de 2026, según la Memoria Anual 2025 y los estados financieros separados auditados de ese ejercicio.
- **Criterio aplicado.** Un proyecto respecto del cual no se ha adoptado la decisión de inversión a la fecha de la causal no genera flujos proyectables. Incorporarlo habría exigido proyectar flujos sobre decisiones no adoptadas. Es el mismo criterio que la propia comunicación enuncia en su observación 3: «Un ejercicio de *fairness opinion* (valor justo) suele tomar de base el supuesto de stand alone (negocio en marcha). En esa línea, es razonable que el modelo no incorpore ningún proyecto de crecimiento *greenfield*, salvo la central de Wayra Solar, cuya construcción está en marcha».
- **Por qué no hay contradicción con el numeral 10.6.** Los importes del numeral 10.6 son pagos que el comprador se obligó a efectuar al vendedor si determinados hitos se cumplen después del cierre. Miden un precio contractual pactado entre dos partes y por eso integran la metodología del valor derivado que ordena el artículo 48 del Reglamento, que mide lo pagado en la transacción, y no el flujo de caja de la sociedad, que mide lo que ella genera.

- **Alcance del pago contingente.** Que el comprador acepte pagar un importe adicional si un proyecto llega a venderse no acredita que vaya a venderse ni que ese sea su valor. Los propios importes están ajustados por probabilidad de ocurrencia, según reconoce la observación.
- **Los dos criterios no son acumulables.** El valor derivado de la contraprestación y el criterio seleccionado por el método de Empresa en Marcha no constituyen componentes de un mismo cálculo, sino valores alternativos que se comparan entre sí para determinar el precio mínimo. Trasladar una partida de uno al otro no corrige una inconsistencia: construye un tercer valor que la metodología no contempla, integrado por el criterio seleccionado más una porción del criterio con el que este se compara.

Efecto sobre el precio mínimo: ninguno.

Observación 5. Naturaleza de la transacción de Fenix Power en los múltiplos de transacciones

“5. No se considera la naturaleza de la venta al escoger las transacciones comparables.

Respecto de la valorización por múltiplos, se considera la transacción de Fénix Power, la cual no lleva una prima de control al ser una adquisición minoritaria (tipificado en el Informe como tal). La transacción de Orygen constituye una toma de control y debería considerarse transacciones que reflejen este tipo de adquisición. El Informe menciona explícitamente que “los múltiplos de transacciones incorporan consideraciones de prima de control”. Si bien este punto no influye en la recomendación final de Altavia, en tanto la metodología de múltiplos es usada solo como contraste, es necesario tomar nota de esta diferencia, ya que puede llevar a conclusiones erróneas a los lectores del informe, generándose una inexacta comparación de los valores encontrados bajo diferentes metodologías de valorización.”

Respuesta:

- La observación sostiene que la adquisición de Inversiones de Las Canteras S.A. (Fenix Power Perú), por ser minoritaria, no incorpora prima de control y no es comparable con la toma de control de Orygen.
- Al respecto:
- Excluir Fenix reduciría el valor. Fenix registra un múltiplo EV/EBITDA de 5.41x, superior al de la única transacción de control del mercado peruano de generación, la adquisición de la propia Orygen por Niagara Energy, a 4.99x. Sin Fenix, el múltiplo de referencia bajaría de 5.20x a 4.99x, en perjuicio de los accionistas minoritarios.
- La evidencia local no respalda que la prima de control eleve el múltiplo. La transacción de control presenta un múltiplo menor que la minoritaria. Además, el comprador de Fenix, Colbún Perú S.A., es el accionista que consolida el activo, por lo que el precio pagado no refleja un descuento por falta de control.
- La muestra está limitada por el mercado. Sin Fenix, el contraste quedaría reducido a una sola transacción, correspondiente a la propia empresa valorizada.
- Precisión de redacción. La afirmación de la página 172 sobre la prima de control aplica a la transacción de Enel Generación Perú y no a la de Fenix, cuya naturaleza el Informe identifica expresamente en el cuadro de transacciones. La precisión no altera el múltiplo, el valor ni la conclusión, como la propia AFP reconoce.
- El precedente citado por la AFP confirma el nivel de múltiplos. La mediana EV/EBITDA de la muestra de generación convencional de BBVA (2022) fue de 5.8x, en línea con la mediana de 5.72x del Informe.

Efecto sobre el precio mínimo: ninguno.

Observaciones 6 y 7. Plazo de los parámetros y estructura de capital

- “6. La tasa libre de riesgo y la prima por riesgo de mercado están medidas contra plazos distintos de la curva del Tesoro, lo que repercute en un aumento de la tasa de descuento utilizado en el Informe.

El Informe determina el costo de capital del accionista (CoK) mediante la fórmula del Anexo V. Se observa que toma como tasa libre de riesgo el rendimiento del bono del Tesoro a 30 años (4.88%) y como prima de riesgo de mercado, la prima por riesgo de mercado publicada por Aswath Damodaran (4.46%).

Si bien las fuentes de los parámetros son razonables, los datos utilizados no son compatibles en términos de plazos entre sí. La prima por riesgo de mercado que usa el Informe toma el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años. Por su parte, para la tasa libre de riesgo utiliza un plazo a 30 años, generándose una inconsistencia. Esto impacta “al alza” en el cálculo del costo de capital a partir de los mismos valores brindados en el Informe.

Así, si se utiliza el rendimiento a 10 años del Tesoro (4.27%), el conjunto de datos brindaría un CoK de $4.27\% + 0.5328 \times 4.46\% + 1.40\% = 8.05\%$. Esta cifra difiere del resultado obtenido en el Informe, el cual muestra un CoK de $4.88\% + 0.5328 \times 4.46\% + 1.40\% = 8.66\%$. Es decir, el resultado refleja una diferencia de 61 puntos básicos por encima del que se obtendría al tener consistencia de plazos en la construcción del costo de capital para el accionista.

Cabe mencionar que la corrección admite dos vías que pueden ser válidas técnicamente, según cuál de los dos parámetros se homologuen en plazo. A continuación, se presenta el ejercicio tanto para Orygen como Chinango.

- a) Homologación al tramo de 10 años. Si se sustituye la tasa libre de riesgo por el rendimiento del Tesoro a 10 años (el punto más líquido de la curva y de menor distorsión), se obtiene un WACC de 7.05%.
- b) Homologación al tramo de 30 años. Si se recalcula la prima por riesgo contra el mismo tramo, se obtiene un WACC de 7.27%.

Parámetro	Informe	Opción (a) Tramo a 10 años	Opción (b) Tramo a 30 años
Tasa libre de riesgo	4.88%	4.27%	4.88%
Prima por riesgo de mercado	4.46%	4.46%	3.85%
Costo del capital (CoK) – Orygen	8.66%	8.05%	8.33%
WACC – Orygen	7.51%	7.05%	7.27%

Parámetro	Informe	Opción (a) Tramo a 10 años	Opción (b) Tramo a 30 años
WACC – Chinango	8.71%	8.10%	8.38%

Tomando en cuenta las matrices de sensibilidad del propio Informe, la homologación de plazos para el cálculo del WACC de Orygen y WACC de Chinango (ya sea considerando el plazo de 10 años o el de 30 años), implicaría en 8% o 4% más sobre el valor de negocio en marcha de lo que concluye el Informe bajo la opción (a) o (b) respectivamente.”

7. La estructura de capital empleada en el WACC es transitoria, y se aplica a un flujo perpetuo.

El Informe determina la estructura de capital a partir de una deuda financiera de 337 US\$ mm, compuesta por un préstamo con el accionista y los pasivos por arrendamiento, y el patrimonio contable de 998 US\$ mm. Esto resulta en un peso de la deuda/(deuda + patrimonio) de aproximadamente 25.23% en el cálculo del WACC. Esto genera los siguientes cuestionamientos:

(i) La estructura empleada es transitoria y se aplica a una perpetuidad. El Informe precisa que el préstamo con el accionista (prácticamente la totalidad de la deuda financiera considerada) tiene vencimientos comprendidos entre marzo y septiembre de 2029. Considerando que se trata de una modelación stand alone sin proyectos relevantes incorporados en el flujo, una tasa de descuento para la perpetuidad requiere una estructura de capital objetivo sostenible y óptima en el largo plazo y no la composición observada de un pasivo que se extingue o debería estar sujeta a modificación en el horizonte de mediano plazo de la proyección.

(ii) La estructura empleada es la más baja de las alternativas que el Informe identifica, sin que se explique la elección. El Informe presenta un cuadro de referencias de estructura de capital que incluye el promedio histórico de la propia compañía para 2022-2025 (entre 31% y 51%), la mediana de las generadoras peruanas privadas en 2025 (53.1%) y la industria "Power" global de Damodaran (85.9%). El Informe adopta la relación inferior a todas (33.75%). A modo de referencia, la valorización de BBVA empleó una estructura de las compañías cotizadas comparables en su muestra (71.8%)."

El impacto aproximado a partir de las diferentes estructuras es el siguiente:

Estructura (D/E)	D/E	Costo Prom. Ponderado Capital (WACC)	Precio por acción (al 12.03.26)	Diferencia vs. Conclusión Informe
Base Contable (Informe)	33.75%	7.51%	0.7355	
Orygen, promedio 2022-2025	51.0%	7.12%	0.7758	+6%
Generadoras peruanas privadas, mediana 2025	53.1%	7.08%	0.7805	+6%
Compañías comparables (BBVA)	71.8%	6.76%	0.8193	+11%

Finalmente, queremos resaltar que el presente documento ha buscado mostrar de la manera más objetiva posible el impacto de cada una de las observaciones planteadas, sobre todo las de renovación de contratos a precios conservadores, el desconocimiento de un valor residual para los activos renovables y la inconsistencia de algunos inputs para el cálculo del costo de capital; y que de manera acumulada se puede evidenciar un impacto relevante en el resultado final."

Respuesta:

Las dos observaciones plantean:

i) De la observación 6, que la tasa libre de riesgo se toma del bono del Tesoro a 30 años, 4.88%, mientras que la prima por riesgo de mercado, 4.46%, está medida contra el bono a 10 años. Para homologarlas, la comunicación propone dos vías: tomar la tasa a 10 años, 4.27%, o recalcular la prima contra el tramo a 30 años;

ii) De la observación 7, que la relación de deuda sobre patrimonio de 33.75% sería transitoria y no serviría para descontar un flujo perpetuo, porque casi toda la deuda es un préstamo con el accionista que vence entre marzo y septiembre de 2029;

iii) De la observación 7, que esa relación sería la más baja de las referencias que presenta el propio Informe y que no se explica por qué se eligió.

Se responden en ese orden.

Las dos observaciones recaen sobre la misma variable y sus efectos no pueden leerse por separado.

a) El plazo de los parámetros

- El plazo de la tasa libre de riesgo se elige por la duración del flujo que descuenta: treinta y un años de período explícito más una perpetuidad. El bono a 10 años vencería en la tercera parte del horizonte. La prima por riesgo país se toma del EMBIG Perú que publica el Banco Central de Reserva, por ser la fuente predominante en los informes de valorización de ofertas públicas precedentes en el mercado peruano.
- La prima de 3.85% de la opción (b) no es un dato observable ni una cifra publicada por la fuente. Resulta de restar a la prima implícita publicada, 4.46%, la diferencia entre el rendimiento del bono del Tesoro a 30 años y el de 10 años, que al 12 de marzo de 2026 es de 0.61 puntos porcentuales. Equivale a suponer que el rendimiento esperado del mercado accionario es el mismo cualquiera sea el plazo del bono con el que se mida, supuesto del que la observación no da sustento.
- Homologar un solo parámetro no es neutral: el resultado depende de cuál se elija y se mueve en ambos sentidos. Sustituir solo la tasa libre de riesgo por la de 10 años eleva el precio; sustituir solo la prima por riesgo país por la que publica la misma fuente de la prima por riesgo de mercado lo reduce en mayor magnitud; sustituir ambas a la vez lo deja prácticamente donde está, como muestra el Cuadro 4. Ninguno de esos resultados desplaza al precio determinado: cada uno sustituye una fuente sustentada por otra igualmente disponible, y la diferencia entre ellos mide la distancia entre criterios admisibles y no un error de cálculo.

Cuadro 4. Plazo de la tasa libre de riesgo y fuente de la prima por riesgo país

Parámetro	Informe: 30 años y EMBIG Perú	10 años y EMBIG Perú, opción (a)	30 años y prima por riesgo país de la fuente internacional	10 años y prima por riesgo país de la fuente internacional
Tasa libre de riesgo	4.88%	4.27%	4.88%	4.27%
Prima por riesgo país	1.40%	1.40%	2.07%	2.07%
Costo del capital propio de Orygen	8.66%	8.05%	9.33%	8.72%
Costo promedio ponderado de capital de Orygen	7.51%	7.05%	8.01%	7.55%
Costo promedio ponderado de capital de Chinango	8.71%	8.10%	9.38%	8.77%
Precio por acción al 12 de marzo de 2026 (US\$)	0.7355	0.7923	0.6824	0.7309

Fuente: Folio 162 del Informe de Valorización; rendimientos del bono del Tesoro de los Estados Unidos a 10 y 30 años al 12 de marzo de 2026; EMBIG Perú del Banco Central de Reserva del Perú; prima por riesgo país publicada por Damodaran. En las cuatro columnas la prima por riesgo de mercado es 4.46%, la beta apalancada de Orygen 0.5328 y la estructura de capital la del Informe. Elaboración Altavia Partners S.A.C.

b) La estructura de capital

- El criterio.** La estructura empleada es la observada a la fecha de valorización: la deuda financiera existente el 12 de marzo de 2026, de US\$ 336.9 millones, sobre el patrimonio del último estado financiero disponible, de US\$ 998.2 millones. El artículo 48 del Reglamento manda referir la valorización a la situación existente a la fecha en que se genera la obligación de formular la oferta, y a esa fecha la sociedad tiene deuda financiera con un costo contractual conocido. Es también la práctica de los informes de valorización de ofertas públicas precedentes en el mercado peruano, de distintos sectores, que ponderan el costo de capital con la estructura de la propia sociedad valorizada y no con la de la industria ni con la de empresas comparables; y ninguno de ellos asigna una estructura sin deuda a una sociedad que sí la tiene.
- Las alternativas evaluadas.** La estructura se eligió después de evaluar la naturaleza de la deuda, la posición de la Compañía y cada referencia del cuadro del folio 164. El préstamo con el accionista devenga una tasa de referencia más un margen, tiene calendario de pagos y sustituyó en mayo de 2024 la deuda bancaria y multilateral de la sociedad: computa como deuda financiera aunque el acreedor sea la matriz, y por eso no se adoptó la estructura sin deuda. El promedio histórico corresponde a ejercicios anteriores a la causal, y su extremo inferior, 31%, está por debajo de la

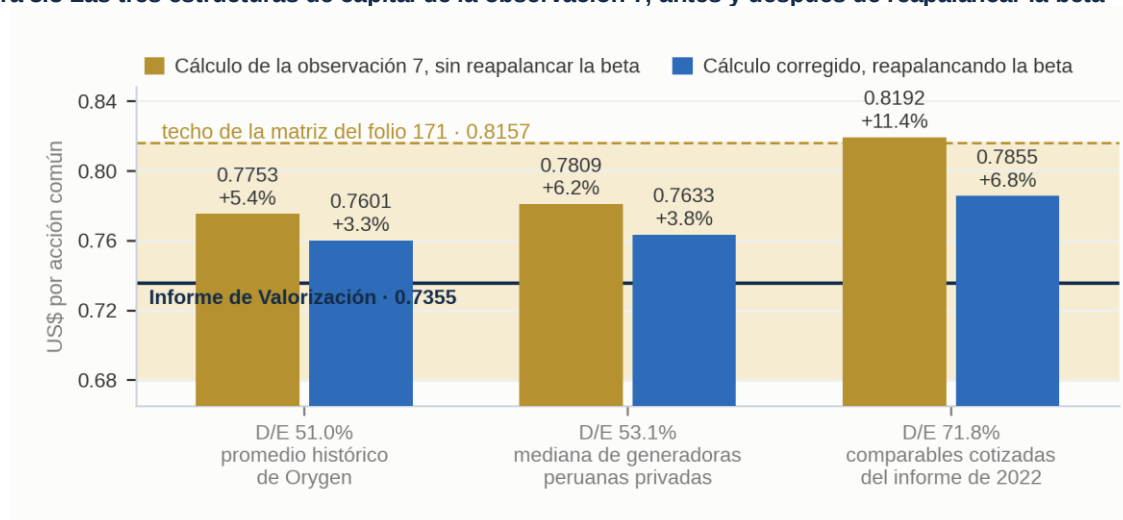
estructura aplicada, que por tanto no es la más baja del cuadro. Las estructuras de las generadoras con información pública y de la industria responden a la forma y al costo de financiamiento de cada empresa, y no a los de Orygen. El mismo criterio se aplicó a Chinango, que no tiene deuda y se descuenta sin ella, como consta en el folio 163. La estructura aplicada es, además, la única coherente con el puente de valor, que deduce esa misma deuda para pasar del valor de la empresa al valor del patrimonio.

- **El vencimiento de 2029:** Que el préstamo con el accionista venza entre marzo y septiembre de 2029 es un hecho del contrato vigente a la fecha de la causal.
- **La coherencia entre los dos datos.** El Informe toma la estructura observada a esa fecha y el costo de la deuda observado a esa misma fecha. Los dos datos provienen del mismo hecho y se aplican juntos.
- La observación 7 toma la estructura de una muestra de comparables y mantiene el costo de la deuda de la Compañía. El propio informe de 2022 que la comunicación invoca no procedió así: junto con la estructura de capital de sus comparables cotizadas, de 71.8%, tomó un costo de deuda de mercado de 7.40% antes de impuestos, y no el costo contractual de la sociedad valorizada. La arquitectura del costo de capital es la misma en los dos informes: modelo de valorización de activos de capital en dólares, prima por riesgo país aditiva, prima por riesgo de mercado publicada por Damodaran y beta desapalancada que se reapalanca con una estructura de capital. Lo que difiere es el origen de la beta, la estructura con la que se reapalanca y el costo de deuda que acompaña a esa estructura: aquel informe empleó el promedio del beta semanal de cinco años de un grupo de compañías cotizadas comparables, según consta en su resumen de tasas de descuento, y el Informe emplea la beta de industria publicada por Damodaran.
- **La estructura objetivo de la Compañía.** La estructura objetivo de deuda cero, que la Compañía declara, no se adoptó. Aplicada, el precio resulta en US\$ 0.6722, 8.6% menor. Se tomó la estructura de deuda a la fecha de la causal.

c) Error de cálculo de AFP Integra en su cuadro de la observación 7

- Al modificar la estructura de capital corresponde recalcular la beta apalancada con la fórmula de reapalancamiento aplicada en el folio 162 del Informe, cuya beta resultante, 0.5328, la observación 6 de AFP Integra utiliza en su propio cálculo. Las tasas de 7.12%, 7.08% y 6.76% del cuadro se obtienen manteniendo el costo del capital propio en 8.66% mientras la deuda aumenta, es decir, sin reapalancar la beta.

Figura 3.3 Las tres estructuras de capital de la observación 7, antes y después de reapalancar la beta

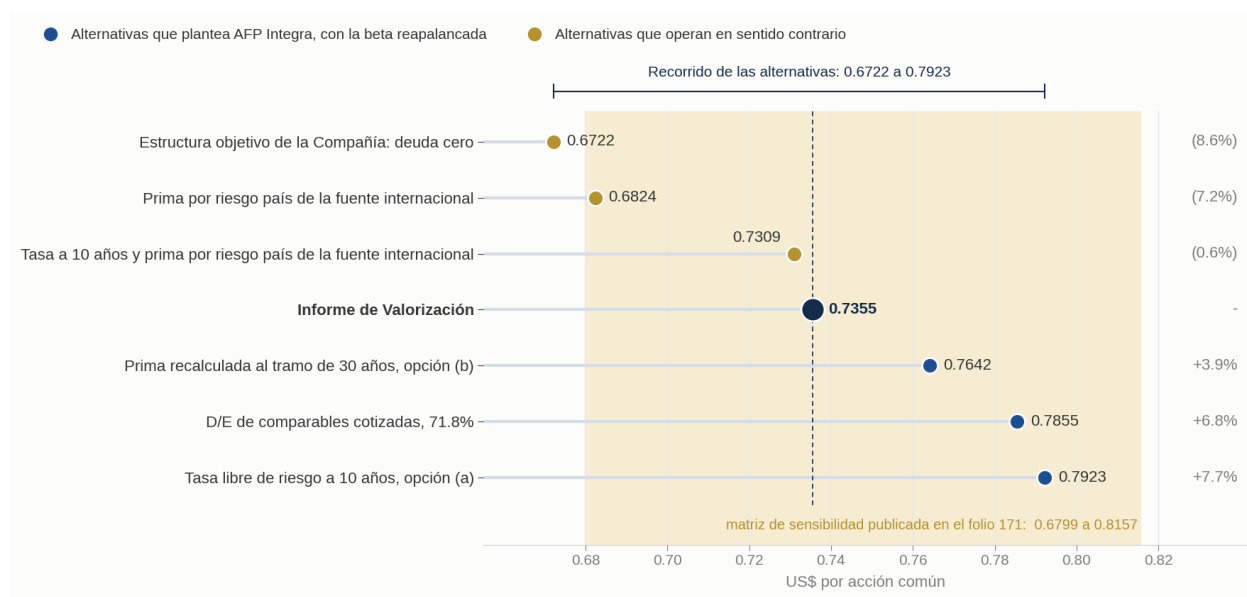


Fuente: Elaboración Altavia Partners S.A.C.

- **Efecto de la corrección.** Corregido el cálculo, las tres estructuras que propone la observación arrojan variaciones de 3.3%, 3.8% y 6.8%, y no de 6%, 6% y 11%. Las tres se ubican por encima de la estructura observada a la fecha de la causal. Del promedio histórico de la Compañía, que la propia observación sitúa entre 31% y 51%, toma el extremo superior, y no considera ninguna referencia que pueda ubicar el precio por debajo, como la estructura objetivo de deuda cero, señalada en el acápite b), que reduce el precio. Unas y otras son alternativas de criterio, y ninguna corresponde a la situación existente a la fecha de la causal, que es la que el Informe aplica. Las tres estructuras que propone la observación quedan comprendidas en la matriz de sensibilidad del folio 171, que recorre de US\$ 0.6799 a US\$ 0.8157 por acción.

d) Las alternativas sobre la tasa de descuento

Figura 4.4 Alternativas sobre la tasa de descuento, ordenadas por el precio que resulta de cada una



Fuente: La beta se reapalanca con la fórmula aplicada en el folio 162 del Informe en todos los escenarios. Las estructuras de 51.0% y 53.1% de la observación 7 se presentan en la Figura 3. Elaboración Altavia Partners S.A.C.

- **El rango.** Las alternativas recorren de US\$ 0.6722 a US\$ 0.7923 por acción, y el precio determinado se ubica en la zona central de ese recorrido.
- **Los extremos.** El extremo bajo es la estructura objetivo de deuda cero que declara la Compañía. El extremo alto es la opción (a) de la observación 6.
- **Lo ya publicado.** Salvo la estructura de deuda cero, que queda por debajo del piso, todos los escenarios evaluados quedan comprendidos en el rango de las matrices de sensibilidad publicadas en el folio 171.
- **El criterio de selección.** Como muestran el Cuadro 4 y las Figuras 3 y 4, según el parámetro que se sustituya el precio sube, baja o se mantiene. Por eso el costo de capital del Informe no se fijó en función del resultado al que conduce, sino de la evaluación, uno a uno, del sustento de cada componente y de su fuente: el plazo de la tasa libre de riesgo, por la duración del flujo que descuenta; la prima por riesgo de mercado, por una fuente que la propia observación considera razonable; la prima por riesgo país, por la práctica de los informes de valorización de ofertas públicas precedentes en el mercado peruano; y la estructura de capital, por ser la existente a la fecha de la causal, que es la situación a la que el artículo 48 del Reglamento manda referir la valorización, tomada junto con el costo de la deuda observado a esa misma fecha. Ese sustento es el que da solidez a la tasa, con independencia de la cifra que resulte.

Efecto sobre el precio mínimo: ninguno.

V. Sobre las medidas solicitadas por AFP Integra

- **Subsanación de errores u omisiones de forma.** Los errores u omisiones de forma fueron atendidos mediante la Fe de Erratas del 6 de septiembre de 2026, así como el detalle por folio fue remitido el 8 de septiembre de 2026 en respuesta al Oficio N° 4386-2026-SMV/11.1. Las precisiones adicionales se atendieron en el escrito de absolución del Oficio N° 4520-2026-SMV/11.1, presentado el 14 de septiembre de 2026. Altavia rechaza que estas actuaciones sean utilizadas para atribuir, sin sustento específico, deficiencias en la determinación del precio o perjuicios a los accionistas minoritarios. El precio mínimo determinado permanece inalterado. La existencia de una Fe de Erratas no acredita un defecto en el cálculo de dicho precio.
- **Constancia sobre el Informe de Valorización con la Fe de Erratas y precisiones incorporadas.** Altavia cuenta con el Informe de Valorización que incorpora la Fe de Erratas y las precisiones documentales remitidas a su representada. Sin embargo, no se adjunta el citado documento a la presente comunicación en atención a lo dispuesto de manera reiterada por esa Superintendencia mediante los Oficios N° 3434-2026-SMV/11.1, N° 3720-2026-SMV/11.1 y N° 4268-2026-SMV/11.1, los cuales señalan que cualquier presentación de correcciones o nuevas versiones del Informe de Valorización resultaría inadmisibles. Dicho criterio fue reafirmado mediante el Oficio N° 4386-2026-SMV/11.1 del 7 de septiembre de 2026.
- Dado que el ordenamiento contempla como conducta exigible a la entidad valorizadora la presentación del informe de valorización que incluya la subsanación de las observaciones formuladas, Altavia manifiesta su disposición a presentarlo en el plazo y bajo la forma que esa Superintendencia tenga a bien disponer, a cuyo efecto solicita se le indique expresamente si corresponde su presentación. Esta misma constancia obra en el escrito de absolución del Oficio N° 4520-2026-SMV/11.1, presentado el 14 de septiembre de 2026.
- **Revisión de supuestos, metodologías y criterios.** La sección IV del presente escrito desarrolla el fundamento de cada uno de los tres aspectos señalados: la proyección de precios de energía, el valor de recupero de los activos al término de su vida útil y la consistencia de plazos y pesos en la estructura de capital. En dicha sección se controvierten la aplicabilidad de los supuestos alternativos, la consistencia de los cálculos y los efectos que AFP Integra atribuye a sus propuestas.
- **Revelación como hecho de importancia.** No corresponde a esta entidad valorizadora pronunciarse. Altavia no es emisor con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores ni parte de la oferta, y la difusión de las actuaciones del expediente es materia que compete a su Superintendencia. Sin perjuicio de las competencias correspondientes al emisor y a esa Superintendencia, Altavia solicita que la presente absolución y su documentación sustentatoria reciban difusión por los mismos canales y en condiciones equivalentes de acceso que los cuestionamientos de AFP Integra, para que los inversionistas dispongan de información completa sobre la controversia. Asimismo, debe preservarse la distinción entre las afirmaciones de AFP Integra y los pronunciamientos de la SMV: el Oficio N° 4514-2026-SMV/11.1 traslada dichas observaciones y requiere su absolución, pero no las hace suyas ni declara acreditadas las deficiencias que la AFP atribuye al Informe.
- Sobre las facultades previstas en el artículo 17 del Reglamento no corresponde a esta entidad valorizadora pronunciarse.

VI. Respecto del escrito de AFP Integra del 20 de agosto de 2026

- Mediante comunicación del 20 de agosto de 2026, dirigida a esa Intendencia General en el marco del Expediente N° 2026013752, AFP Integra S.A., en representación de los fondos de pensiones IN-Fondo 1, IN-Fondo 2 e IN-Fondo 3, formuló una serie de preocupaciones asociadas a la designación de Altavia Partners S.A.C. como Entidad Valorizadora encargada de determinar el precio mínimo en la Oferta Pública de Adquisición sobre las acciones comunes de Orygen Perú S.A.A.
- Dichas preocupaciones se refieren, en lo esencial, a la antigüedad y experiencia institucional de nuestra representada, a la disponibilidad de información pública sobre sus credenciales, a la participación de su representante en un proceso de valorización ajeno del año 2024 y a

manifestaciones formuladas por terceros durante el acto de apertura de propuestas técnicas; y concluyen solicitando que esa Superintendencia evalúe reconsiderar el otorgamiento de la Buena Pro, someter el Informe de Valorización a un escrutinio reforzado y revelar el expediente como hecho de importancia.

- Altavia agradece la oportunidad de pronunciarse y valora el interés de AFP Integra por la correcta formación del precio, propósito que nuestra representada comparte plenamente en su condición de entidad independiente designada por esa Superintendencia. Sin perjuicio de ello, y precisamente por la seriedad de los bienes jurídicos invocados, corresponde dejar constancia de que los cuestionamientos planteados no constituyen materia nueva: reproducen, en lo sustancial, los argumentos de un recurso de impugnación interpuesto contra la misma adjudicación y declarado infundado por el Comité de Selección competente mediante el Informe N° 1012-2026-SMV/06/11/12 del 2 de julio de 2026, obrante en el mismo expediente que la recurrente declara haber revisado y analizado.
- En ese entendido, y en ejercicio de su derecho a contradecir afirmaciones que inciden sobre su idoneidad profesional, Altavia expone a continuación su posición sobre cada uno de los extremos señalados, con expresa solicitud de que la presente se incorpore al Expediente N° 2026013752.

1. Sobre los cuestionamientos a la idoneidad y a la transparencia de Altavia Partners S.A.C.

- Altavia rechaza los cuestionamientos formulados a su idoneidad como Entidad Valorizadora y solicita se tenga presente que todos ellos fueron ya materia de pronunciamiento de esa Superintendencia. En efecto, los planteamientos contenidos en la comunicación del 20 de agosto de 2026 reproducen, en lo sustancial, los argumentos del recurso de impugnación interpuesto contra la adjudicación de la Buena Pro en la Segunda Convocatoria del proceso de selección, declarado infundado mediante el Informe N° 1012-2026-SMV/06/11/12 del 2 de julio de 2026, emitido por el Comité de Selección para la Entidad Valorizadora y Determinación del Precio en el mismo Expediente N° 2026013752 que la recurrente declara haber revisado y analizado.
- En dicho pronunciamiento el Comité estableció que las Bases aprobadas mediante Resolución SMV N° 009-2020-SMV/01 no contemplan la ausencia de experiencia institucional como causal de descalificación automática; que la experiencia se evalúa mediante dos componentes diferenciados — cinco puntos por la experiencia de la empresa postora y quince por la del equipo de trabajo—, habiéndose asignado a Altavia cero en el primero y once con tres décimos en el segundo, en estricta aplicación del Anexo N° 9; que la estructura corporativa de los postores no constituye factor de evaluación ni causal de impedimento; y que no se identificó afirmación concreta alguna demostrada como falsa, inexacta o incompatible con las Bases. La presentación de información bajo declaración jurada responde al mecanismo previsto en las propias Bases, por lo que resulta injustificado utilizar esa forma de presentación para desacreditar las credenciales del equipo de Altavia.
- El Comité concluyó que no se acreditó vicio alguno en la revisión de requisitos formales, en la evaluación de las propuestas ni en la idoneidad de la Entidad Valorizadora, y recomendó mantener la adjudicación.
- Debe añadirse que la alegada opacidad resulta desvirtuada por el propio expediente: conforme consta en el numeral 2.3 del referido Informe, fue la propuesta técnica de Altavia la que reveló expresamente su fecha de constitución y la ausencia de contratos ejecutados como persona jurídica, siendo esa declaración la que permitió al Comité asignarle cero puntos en el componente correspondiente.
- La comunicación da cuenta, además, de que AFP Integra accedió al expediente al amparo de la Ley N° 27806 y reconoce que en él se identifican los profesionales del equipo y se describen sus credenciales, de modo que el mecanismo de transparencia previsto por el ordenamiento operó plenamente y fue ejercido con éxito por la propia recurrente.
- Ninguna de las Bases exige página web institucional, declaración pública de visión y misión ni divulgación de cartera de clientes —cuya reserva responde a deberes de confidencialidad frente a nuestros clientes—, y exigirlos con posterioridad a la adjudicación importaría incorporar condiciones

no previstas, en contravención del principio de legalidad. Lo que en rigor se plantea, esto es, que la experiencia institucional debiera constituir requisito de admisión y no criterio de calificación, es un desacuerdo con el diseño de unas Bases que fueron publicadas oportunamente, no impugnadas dentro del plazo y consentidas. Altavia rechaza que una discrepancia de AFP Integra con el diseño de las Bases se convierta en una descalificación profesional de quien participó y obtuvo la adjudicación conforme a ellas.

2. Sobre las referencias a un proceso ajeno, a la conducta de terceros y al resultado de la valorización

- Altavia rechaza de manera categórica la mención a un proceso de valorización del año 2024 ajeno a nuestra representada, extremo igualmente resuelto en el numeral 2.4 del Informe N° 1012-2026-SMV/06/11/12, donde el Comité estableció que las Bases contemplan causales específicas y taxativas de impedimento para actuar como entidad valorizadora, y que los hechos referidos a procesos y valorizaciones anteriores de empresas distintas de Orygen no acreditan, por sí mismos, la configuración de ninguna de ellas, no correspondiendo sustituir los factores de evaluación previstos en el Anexo N° 9 por apreciaciones fundadas en imputaciones no concluidas y ajenas al proceso de selección.
- Además, AFP Integra incurre en una contradicción expresa: declara que no le corresponde emitir juicio sobre aquel proceso, pero posteriormente afirma que existieron fallos metodológicos y perjuicio directo a los accionistas minoritarios. Esa reserva inicial no neutraliza las imputaciones que formula después ni justifica utilizarlas para desacreditar la idoneidad de Altavia.

Cabe agregar que aquel informe fue emitido y suscrito por una entidad valorizadora distinta de Altavia, sobre la cual recae la responsabilidad de su contenido, y que no consta pronunciamiento firme de autoridad alguna que haya declarado la existencia de los fallos metodológicos que se afirman, rigiendo por tanto la presunción de licitud. Por lo tanto, no corresponde trasladar a Altavia la responsabilidad institucional por un informe que no emitió ni suscribió.

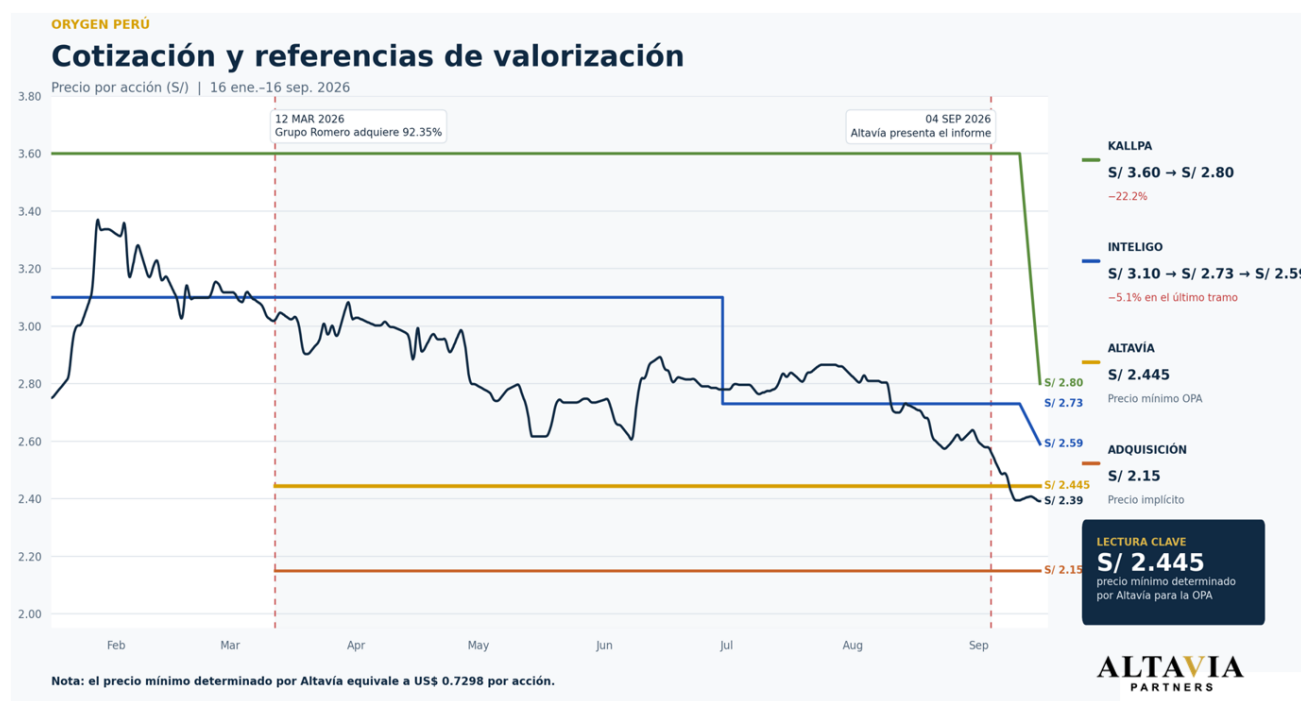
- Otro tanto corresponde señalar respecto de la oposición manifestada por los representantes del Comprador en el acto de apertura de propuestas técnicas, materia del numeral 2.5 del mismo Informe: el Comité precisó que dichos representantes concurren con voz y sin voto, que sus manifestaciones no constituyen criterio de calificación ni generaron influencia alguna en los puntajes asignados, y dejó constancia del hecho objetivo que lo demuestra, esto es, que el postor cuya participación fue objetada no resultó descalificado, pasó a la etapa de sustentación, obtuvo sesenta puntos en la evaluación técnica, superó el puntaje mínimo requerido y su propuesta económica fue abierta y evaluada.
- En consecuencia, no existe hecho nuevo ni elemento distinto de los ya valorados por el Comité que justifique reexaminar la adjudicación, cuyo acto se ha ejecutado íntegramente con la emisión y publicación del Informe de Valorización. Altavia deja constancia de que el pedido de revisión de oficio del acto que otorgó la buena pro fue derivado por esa Intendencia General al Despacho del Superintendente, según consta en el Oficio N° 4425-2026-SMV/11.1, difundido al mercado el 14 de septiembre de 2026, y que lo expuesto en este acápite se formula sin prejuzgar ese trámite.
- Finalmente, la premisa que anima la comunicación —el riesgo de que una valorización resultara lesiva a los accionistas minoritarios— ha quedado desvirtuada por el resultado: el criterio seleccionado arrojó el valor más alto de las metodologías desarrolladas, por encima del valor contable, del valor de liquidación, de los múltiplos bursátiles, de las transacciones comparables y del valor derivado de la transacción, de modo que la Entidad Valorizadora adoptó, dentro de su margen de discrecionalidad técnica, el criterio más favorable a los accionistas cuya protección la recurrente invoca.

VII. Efecto en el mercado posterior a la publicación del Informe de Valorización

- El Informe de Valorización fue publicado el 4 de septiembre de 2026 en los portales de la Superintendencia del Mercado de Valores y de la Bolsa de Valores de Lima, determinando un precio

mínimo de US\$ 0.7298 por acción, equivalente a S/ 2.445. La Oferta Pública de Adquisición se inició el 9 de septiembre de 2026 y su plazo de vigencia culmina el 6 de octubre de 2026, de modo que a la fecha del presente escrito el mercado ha dispuesto de más de una semana de negociación con pleno conocimiento tanto del precio ofrecido como del íntegro del sustento técnico que lo respalda. Los hechos que se exponen en este acápite son posteriores a la fecha de la causal y no constituyen insumo de la valorización: se presentan únicamente para dar cuenta del comportamiento del mercado con posterioridad a la publicación del Informe.

- En ese lapso la cotización de las acciones comunes de Orygen Perú S.A.A. convergió hacia el precio de la oferta y lo atravesó a la baja. En los días inmediatamente previos a la publicación del Informe la acción se negociaba en torno a S/ 2.57; al 16 de septiembre de 2026 cerró en S/ 2.39, esto es, 2.25% por debajo del precio mínimo determinado. Se trata de un comportamiento particularmente significativo: encontrándose vigente una oferta pública en firme, con veinte días restantes de plazo de aceptación y con el precio y sus fundamentos plenamente divulgados, el mercado transa el valor por debajo del monto al que puede enajenarlo de inmediato al ofertante.
- Ese diferencial negativo constituye la manifestación más directa de que el precio determinado por la Entidad Valorizadora no subvalúa a la sociedad: si los inversionistas atribuyeran a la acción un valor superior, la cotización se sostendría en el nivel de la oferta o por encima de él, como es propio de todo período de aceptación de una OPA. La evidencia de mercado, formada por decisiones efectivas de compra y venta y no por estimaciones, contradice la premisa de que el precio determinado resulte lesivo a los accionistas minoritarios.
- Ese mismo período registra un segundo hecho relevante, difundido públicamente a través de la Bolsa de Valores de Lima. Con posterioridad a la publicación del Informe, las dos sociedades agentes de bolsa con cobertura de análisis sobre el emisor revisaron a la baja sus valores fundamentales: una de ellas redujo el suyo de S/ 3.60 a S/ 2.80, una corrección de 22.2%, y la otra lo ajustó de S/ 2.73 a S/ 2.59, una corrección de 5.1% que se acumula a la reducción previa desde S/ 3.10. Ambas revisiones se produjeron en cuestión de días y en el mismo sentido: aproximar sus estimaciones al precio determinado en el Informe y al nivel al que efectivamente transa el mercado. Cabe dejar constancia de que ambos valores fundamentales se mantienen por encima del precio mínimo determinado, de modo que no se afirma coincidencia con él, sino convergencia hacia él.



Fuente: Bolsa de Valores de Lima; Elaboración: Altavía Partners S.A.C.

1. Consideración de alcance general sobre la elaboración de valores fundamentales

- Lo anterior amerita, en opinión de Altavia Partners, una consideración que trasciende el presente expediente. Los valores fundamentales que difunden las sociedades agentes de bolsa cumplen una función informativa determinante en un mercado de reducida liquidez y profundidad como el peruano: orientan decisiones de compra y venta de inversionistas institucionales y minoristas, se incorporan a procesos de asignación de portafolios y son citados como referencia de contraste en procesos de valorización y en el debate público sobre la formación de precios. Su elaboración compromete, por ello, un interés que excede la relación entre la sociedad agente de bolsa y sus clientes.
- Sobre el particular, y a partir de la información profesional de acceso público difundida por las propias sociedades agentes de bolsa, se advierte que, al menos en un caso, el área de análisis e investigación de una sociedad agente de bolsa está conformada íntegramente por funcionarios —analistas y jefes— que solo ostentan el grado de bachiller, y algunos de los cuales aún cursan estudios universitarios. Altavia no formula imputación alguna sobre la capacidad individual de dichos profesionales ni sobre la corrección de sus estimaciones, y reconoce que la información consultada es de carácter declarativo y podría no encontrarse actualizada. Precisamente por ello se limita a poner la circunstancia en conocimiento de esa Superintendencia, a efectos de que sea verificada por el órgano competente y ponderada en el marco de sus facultades de supervisión. Debe recordarse que la trayectoria institucional de una sociedad agente de bolsa no sustituye la acreditación de la competencia técnica de quienes elaboran sus reportes ni constituye una garantía de la solidez de sus estimaciones. Sin embargo, **se debe reconocer que las valorizaciones no las realizan las personas jurídicas, sino las personas que laboran en ellas.**
- En ese entendido, Altavia sugiere respetuosamente que esa Superintendencia evalúe dos materias. En primer lugar, la conveniencia de verificar que las áreas de análisis e investigación de las sociedades agentes de bolsa se encuentren conformadas por profesionales con la calificación académica y la experiencia acreditada que la responsabilidad de la función exige, así como la conveniencia de que los reportes difundidos identifiquen al analista responsable y sus credenciales. La asimetría entre la influencia que estos reportes ejercen sobre las decisiones de inversión y el nivel de exigencia formal aplicable a quienes los elaboran constituye un riesgo relevante para los inversionistas que confían en sus recomendaciones. Para que dicho examen recaiga sobre responsabilidades concretas, Altavia solicita que, dentro de sus competencias, esa Superintendencia evalúe requerir la identificación de quienes elaboraron, revisaron y aprobaron los reportes antes mencionados, sus funciones y credenciales, así como los controles técnicos aplicados antes de su difusión.
- En segundo lugar, la conveniencia de establecer estándares reforzados de sustentación y divulgación para las revisiones (correcciones) significativas de valor fundamental emitido al mercado —por ejemplo, aquellas correcciones que superen el veinte por ciento—, de modo que se solicite una conciliación cuantificada entre la estimación anterior y la revisada, identificando la información nueva, los cambios de supuestos o metodología y la contribución de cada modificación al resultado. Una corrección de esa magnitud tiene un impacto patrimonial directo e inmediato sobre los clientes que adoptaron decisiones de inversión sobre la base de la estimación anterior. Por ello, su trazabilidad constituye un elemento esencial de la correcta formación de precios que el artículo 1 del Texto Único Ordenado de la Ley Orgánica de la SMV encomienda tutelar.

VIII. Conclusiones

- Las observaciones formuladas por AFP Integra plantean alternativas de criterio sobre supuestos que el Informe de Valorización declara y sustenta. Ninguna identifica un error de cálculo ni una omisión de información relevante.
- Analizadas una a una y aplicadas de manera consistente en el modelo, las alternativas sobre la tasa de descuento que plantean las observaciones 6 y 7 quedan comprendidas en las matrices de sensibilidad publicadas en los folios 170 y 171 del Informe. Las restantes recaen sobre supuestos de proyección cuyo sustento se ha desarrollado en la sección IV.

- El informe de valoración de 2022 elaborado por BBVA, que la comunicación invoca, convertido a la unidad de medida actual, sitúa el precio determinado en el Informe de Valorización dentro de su propio rango de valor. El desarrollo consta en el acápite III del presente escrito.
- El precio mínimo determinado por Altavia Partners se mantiene en US\$ 0.7355 por acción común de Orygen Perú S.A.A. al 12 de marzo de 2026 y en US\$ 0.7298 por acción común actualizado al 4 de septiembre de 2026.

Sin otro particular, quedamos de ustedes.

Atentamente,



Miguel Rodríguez Vargas
Representante Legal
DNI N° 09641093
Altavia Partners S.A.C.
RUC N° 20614613182
Cel.: 940 206 765
Email: mrodriguez@altavia.com.pe