



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Infraestructura Alpha S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Eric Pérez

Hernán Jiménez A.

eric.perez@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Abril 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos **A**
 Tendencia **Estable**

EEFF base 31 de diciembre 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos N° 995 de 15-01-20
 Bono Serie A (BALPH-A) Primera emisión

Características Bono Colocado en Chile (feb-2022)				
SubSeries	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A	4,00%	Semestral	1.485.000	ene-31

Estados de Resultados Individuales IFRS			
M\$ de cada año	dic-19	dic-20	dic-21
Ingresos financieros	273.347	20.685	3.113
Costos de ventas	-17.619.972	-16.419.084	-25.878.604
Gasto de administración	-448.545	-1.129.416	-1.221.061
Costos financieros	-1.806.747	-2.045.514	-1.781.485
Ganancia	-20.751.988	-20.703.689	-31.732.243

Estados de Situación Financiera Individuales IFRS			
M\$ de cada año	dic-19	dic-20	dic-21
Activos corrientes	5.854.759	3.272.928	2.578.625
Activos no corrientes	236.361.018	219.941.934	194.063.330
Total activos	242.215.777	223.214.862	196.641.955
Pasivos corrientes	42.298.328	831.662	265.452
Pasivos no corrientes	-	43.169.440	46.894.986
Patrimonio	199.917.449	179.213.760	149.481.517
Total patrimonio y pasivos	242.215.777	223.214.862	196.641.955

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Infraestructura Alpha S.A. (Alpha) es una sociedad controlada por Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión (70%) que adquirió en febrero de 2019 el 33% de BAIH S.A. (BAIH), holding que, a su vez, controla el 100% de las sociedades concesionarias Autopista Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal.

A diciembre de 2021 la sociedad registró ingresos financieros por \$ 3 millones, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 46.895 millones.

La línea de bonos de **Alpha** y del título de deuda serie A se clasifica en “*Categoría A*” en atención a la elevada generación de flujos que presentan BAIH y sus filiales operativas, ello contrastado con el nivel de pasivos financieros individuales de la empresa. En efecto, el índice de cobertura¹ de **Humphreys**, aplicado a la sociedad emisora asciende a 7,02 veces en el año 2021, pero va aumentando hacia el final del bono considerando los flujos a recibir hasta el año 2037 en que las concesiones donde participa terminan. El índice de cobertura considera los montos asociados a la compensación al que tiene derecho Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal por haber suspendido el reajuste de tarifas que le permitía al contrato inicial con el Ministerio de Obras Públicas (MOP) en donde este mecanismo implica aumentar el plazo del período de concesión o un pago por parte del MOP al finalizar el mismo.

Si bien, el cambio del mecanismo de reajuste de las tarifas de las concesiones que opera la compañía reduce las holguras proyectadas consideradas inicialmente por la clasificadora, estas aún permitirían cubrir las obligaciones de BAIH, los que posteriormente se traspasarían a sus accionistas para hacer frente a sus obligaciones financieras. Adicionalmente, la incorporación de nuevas autopistas urbanas permitiría compensar en tráfico las pérdidas antes mencionadas.

La clasificación también considera que, ante eventuales presiones de liquidez y/o descalces de flujos, la compensación recibida por las concesiones al término de sus operaciones podría facilitar la obtención de financiamiento que permita hacer frente a estos escenarios, más allá que —en un plazo acotado— podría verse incrementado su costo de financiamiento. Si bien estos escenarios permitirían reducir las presiones sobre las sociedades operativa del holding donde **Alpha** tiene participación, este mecanismo sería menos efectivo para las compañías “aguas arriba” con tal de aliviar las presiones. Sin embargo, este efecto se mitiga en parte por la estructura de deuda que presenta **Alpha**, particularmente hasta el 2025.

También, como elemento favorable, la clasificación de riesgo recoge el buen desempeño y la dinámica de crecimiento que ha mostrado el nivel de tráfico de las distintas autopistas, lo que se ha visto reflejado —entre otros factores— por las clasificaciones de riesgos recibidas en sus evaluaciones. En la actualidad, Autopista Vespucio Norte Express, principal generadora de flujos de BAIH, tiene una clasificación en “*Categoría AA-*” en escala local por **Humphreys**.

¹ IC se define como la relación entre el valor actual de los flujos de las filiales dividido por el saldo insoluto de la deuda individual de la matriz. Por su parte, por flujos de las filiales, se entiende EBITDA menos pago de deuda e impuesto a la renta hasta el término del bono. También, cabe agregar, que el indicador no incluye el disponible que pudieran tener las empresas.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación de riesgo se ve limitada por el hecho de que el pago de la deuda depende de los flujos que reciba **Alpha** por parte de BAIH y, al poseer tan solo un 33% de la propiedad de este último, carece de control que le ayude a establecer la fecha de recepción de dichos flujos; a lo que se agrega que las filiales operativas sólo podrán repartir utilidades una vez que absorban las pérdidas acumuladas o reducir su capital. Otro factor que restringe la clasificación dice relación con la alta dependencia del pago de la deuda a la generación de flujos de Autopista Vespucio Norte Express, la que aporta en torno a un 91% de los ingresos consolidados.

Cabe destacar también, que los acuerdos establecidos entre la Autopista Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal con el Ministerio de Obras Públicas para controlar el alza de tarifas, ha alterado la proyección de flujos esperados para Alpha lo cual podría requerir que eventualmente tenga que reestructurar sus pasivos.

La tendencia de la categoría de riesgo se mantiene en “Estable”, principalmente porque luego de la reestructuración de la deuda de Autopista Vespucio Norte Express, en el corto plazo, no se visualizan modificaciones en los factores de relevancia que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de los títulos de deuda.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Ingresos a percibir al término de las concesiones como compensación por renunciar a efectuar los reajustes anuales de tarifas que le permitían las bases de licitación (flexibilidad financiera, al poder requerir deuda contra dichos flujos).

Fortalezas complementarias

- Holguras de los plazos de las concesiones respecto del plazo del bono, elemento que puede ser utilizado en caso de acceso a financiamiento.
- Expectativas de crecimiento de tráfico, producto de la ubicación geográfica de las concesiones.

Fortalezas de apoyo

- Demanda de las concesiones que ha demostrado ser poco elástica respecto de crisis económicas, aumentos de precios y catástrofes naturales.

Riesgos considerados

- En comparación con otras concesiones, las concesiones carecen de mecanismos de Ingreso Mínimo Garantizado o Mecanismo de Distribución de Ingresos que otorguen un piso a los ingresos que recibirá la sociedad concesionaria).
- Los ingresos percibidos dependen de que primero las concesiones y BAIH sirvan sus respectivas deudas.

Definición categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Hechos recientes

Resultados diciembre 2021

A diciembre 2021, la empresa generó ingresos financieros por \$ 3 millones, lo que representó una disminución de un 85,0% respecto al año anterior, debido a la disminución de intereses devengados en el período por las inversiones de corto plazo.

Los gastos de administración fueron de \$ 1.221 millones, un 8,1% mayor que el periodo anterior, mientras que el costo financiero disminuyó un 12,9% al registrar \$ 1.781 millones. De esta manera, la sociedad exhibió una pérdida de \$ 31.732 millones, lo que representa un aumento de 53,3% respecto a lo registrado en 2020.

Líneas de negocios

La generación de flujo de **Alpha** se canaliza a través de su participación en BAIH S.A. (33% de participación), sociedad que, a la vez, controla el 100% de la propiedad de las filiales operativas Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express y Sociedad Concesionaria Túnel San Cristóbal.

Alpha es una sociedad perteneciente a Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión (fondo administrado por Frontal Trust) y Fondo de Inversión Infraestructura Chile I (fondo administrado por Banchile) con una participación de 70% y 30% respectivamente.

Autopista Vespucio Norte Express

Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. es una sociedad anónima cerrada, cuyo objetivo es la explotación de la obra física denominada Interconexión Vespucio Norte. Esta obra vial incluye una autopista urbana de aproximadamente 29 kilómetros y está ubicada en la zona norte de la ciudad de Santiago, específicamente entre Av. El Salto y la Ruta 78.

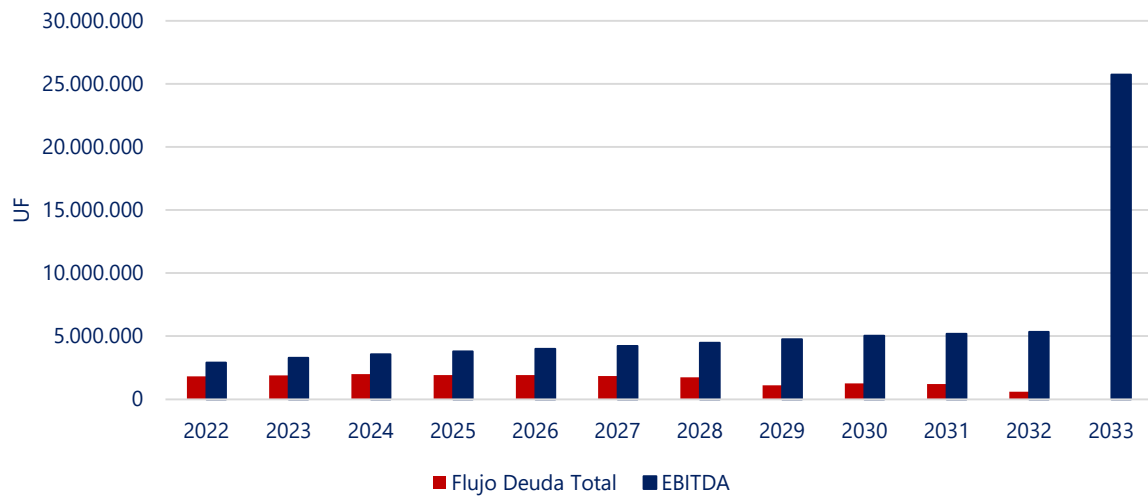


Ilustración 1: Proyección EBITDA y flujos de pago de Vespucio Norte Express

El plazo de la concesión es por un período de 360 meses (30 años), contados desde la fecha de la firma del Decreto entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el 22 de abril del año 2033.

La Ilustración 1 muestra la evolución esperada del EBITDA y del servicio de la deuda adquirida hasta el término de la concesión.

El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que los vencimientos de la deuda se basan en la estructura de pago de esta, la cual tiene vigencia hasta diciembre de 2032.

Túnel San Cristóbal

Sociedad Concesionaria Túnel San Cristóbal S.A. es una sociedad anónima cerrada, cuyo proyecto, de aproximadamente 4 kilómetros de extensión, consta de dos túneles paralelos de 1.850 metros de longitud de dos pistas cada uno, emplazados bajo el cerro San Cristóbal, que conecta la comuna de Providencia en el sur con las comunas de Recoleta y Huechuraba en la zona norte de la capital.

El plazo de dicha concesión es por un período de 390 meses (32 años y medio) contado desde la fecha de la firma del convenio entre el MOP y el concesionario. De esta forma, su extinción está programada para el 20 de agosto del año 2037.

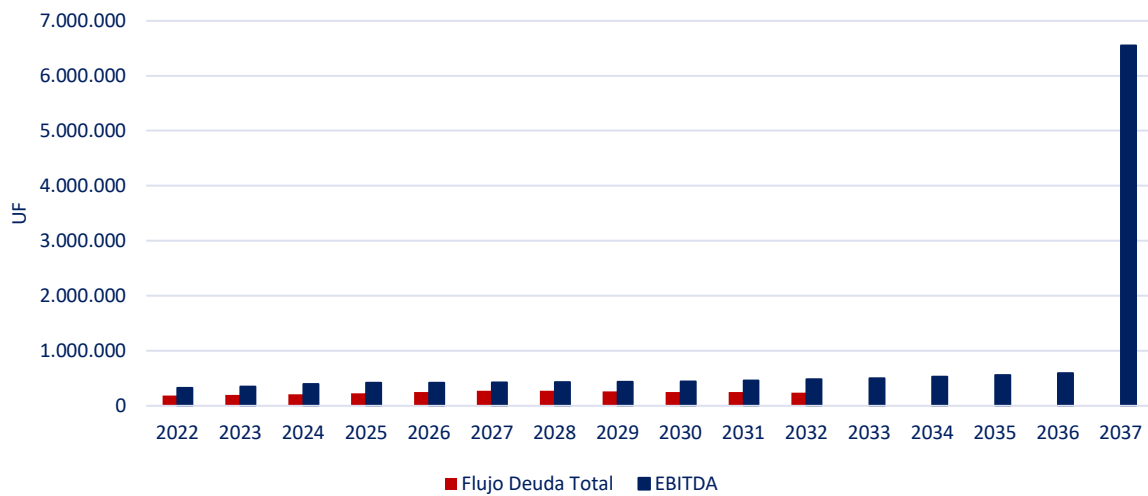


Ilustración 2: Proyección EBITDA y flujos de pago de Túnel San Cristóbal

La Ilustración 2 se muestra la evolución del EBITDA esperado y del servicio de la deuda adquirida hasta el término de la concesión.

El EBITDA es calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, mientras que los vencimientos de la deuda se basan en la estructura de pago de la deuda adquirida durante el 2018.

BAIH

BAIH indirectamente controla las sociedades concesionarias Autopista Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal, a través de Taurus Holdings Chile S.A.

La Ilustración 3 muestra la evolución del EBITDA consolidado esperado para la compañía y del servicio de su deuda individual. Por EBITDA consolidado de BAIH se entiende la suma del EBITDA de cada filial operativa; por otra parte, el pasivo financiero consolidado ascendía a UF 30,0 millones en 2021.

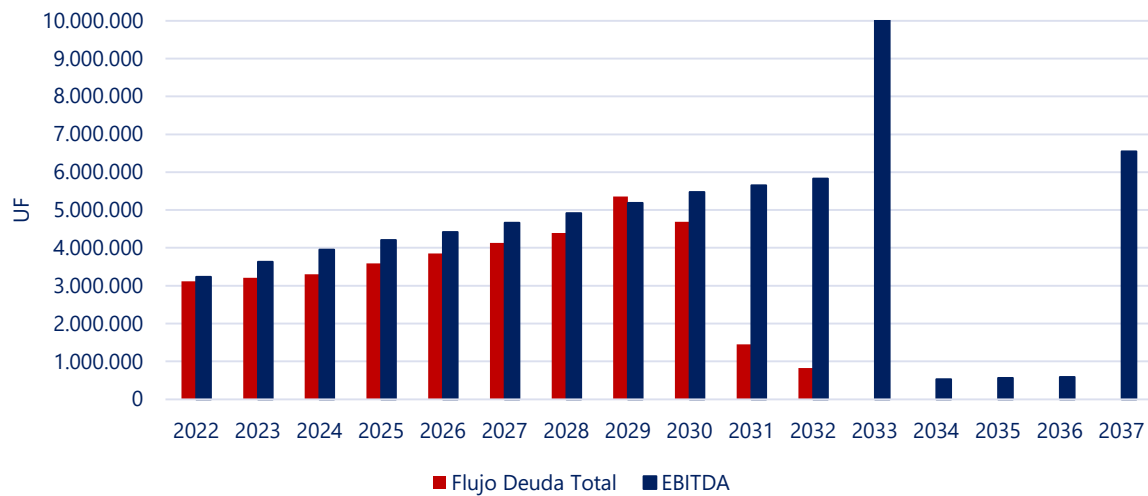


Ilustración 3: Proyección EBITDA y flujos de pago de BAIH Chile

Análisis consolidado

El análisis financiero toma como referencia proyecciones de exclusiva responsabilidad de **Humphreys** y que no necesariamente coinciden con las contempladas en el modelo de proyección de flujos del emisor. Para efectos de estimar flujos, la clasificadora ha tenido en consideración estudios técnicos independientes, comportamiento histórico de la concesión, desviaciones pasadas entre estudios técnicos y comportamiento real y un criterio conservador.

Excedentes de EBITDA vs Deuda de Alpha

La Ilustración 4 muestra los vencimientos de la deuda individual de **Alpha** y se contrasta con el excedente de EBITDA asignado a la empresa. Por este último concepto se entiende el 33% del EBITDA consolidado de BAIH neto del pago de las deudas de las filiales operativas y de la matriz.

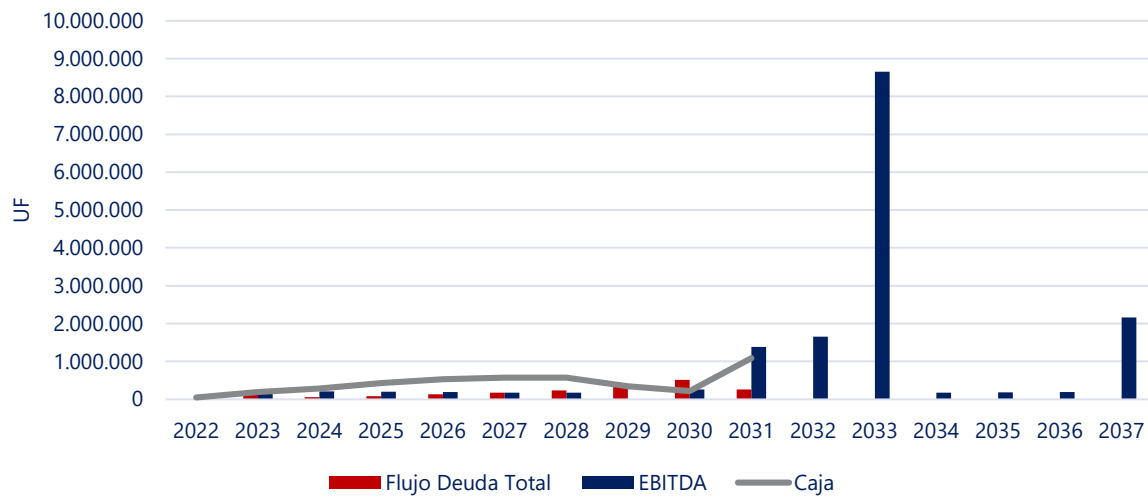


Ilustración 4: Proyección EBITDA y flujos de pago de Infraestructura Alpha

El flujo para **Alpha** depende de los dividendos que puedan repartir las sociedades concesionadas, Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal; no obstante, esta situación no debiera darse antes de que las empresas operativas absorban sus pérdidas acumuladas. En una segunda instancia, los flujos de **Alpha**, además de los dividendos, pueden provenir vía otros mecanismos, por ejemplo, disminución de capital en las empresas concesionadas, siempre y cuando los contratos de créditos lo permitan.

El acuerdo entre las concesionarias y el MOP para no aplicar el reajuste real anual de las tarifas ha disminuido la proyección anual de ingresos de éstas y por consecuencia han disminuido los flujos esperados para **Alpha**. Sin embargo, los flujos proyectados consideran las compensaciones tarifarias que las autopistas tengan con proyectos de expansión de sus vías, así como también la puesta en operación de otras autopistas que aumente el flujo de vehículos que utiliza la concesión. Adicionalmente, dicho acuerdo implica una compensación a través de aumentar los plazos de concesión o bien recibiendo un pago por parte del MOP, lo cual, sumado a la holgura de flujos a partir del año 2031, facilita el refinanciamiento de los pasivos por parte de **Alpha**.

Índice de Cobertura Global

El indicador de cobertura global (ICG) es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el período de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés de estos, y el valor de la deuda financiera de la concesionaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, previo ajuste por el pago de impuestos, entonces se presume que la compañía no debiera presentar problemas para dar cumplimiento al pago de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos).

Como se puede ver en la Ilustración 5, el indicador se sitúa en las 7,02 veces y se mantiene permanentemente por sobre la unidad, además de mostrar una trayectoria creciente durante el transcurso de la vigencia del bono.

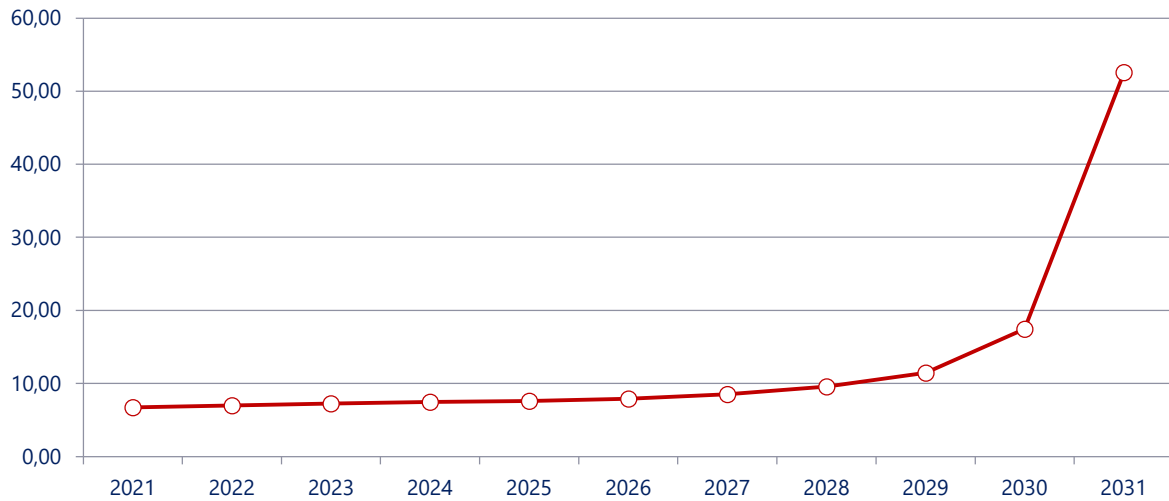


Ilustración 5: Indicador de Cobertura Global de Infraestructura Alpha

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."