



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Infraestructura Alpha S.A.

Anual y Cambio de Clasificación y Tendencia

ANALISTAS:  
Diego Segovia C.  
Ignacio Muñoz Q.  
diego.segovia@humphreys.cl  
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA  
Marzo 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	<b>A-1</b>
Tendencia	<b>Desfavorable<sup>2</sup></b>
EEFF base	30 de septiembre de 2023

#### 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 (ene-2023)

Sub-Series	Tasa Interés Anual (%)	Período Capitalización	Valor Nominal Vigente	Fecha Vencimiento
A	4,00%	Semestral	1.485.000	ene-31

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021 <sup>3</sup>	2022	sept-23
Ingresos financieros	273.347	20.685	3.113	556	25.253
Resultados en inversión en asociada	-17.619.972	-16.419.084	-	-	-
Variación en valor razonable de inversión	-	-	9.269.813	-1.319.763	-
<b>Ganancia (pérdida) bruta</b>	<b>-17.346.625</b>	<b>-16.398.399</b>	<b>9.272.926</b>	<b>-1.319.207</b>	<b>436.958</b>
Gasto de Administración	-448.545	-1.129.416	-1.221.061	-73.246	-92.554
Costos financieros	-1.806.747	-2.045.514	-1.781.485	-2.240.893	-1.791.148
<b>Ganancia</b>	<b>-20.751.988</b>	<b>-20.703.689</b>	<b>3.416.174</b>	<b>-9.744.406</b>	<b>-3.060.267</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021 <sup>3</sup>	2022 <sup>3</sup>	sept-23
Activos corrientes	5.854.759	3.272.928	2.578.625	2.274.909	2.612.176
Activos no corrientes	236.361.018	219.941.934	275.728.813	274.409.050	274.409.050
<b>Total activos</b>	<b>242.215.777</b>	<b>223.214.862</b>	<b>278.307.438</b>	<b>276.683.959</b>	<b>277.021.226</b>
Pasivos corrientes	42.298.328	831.662	265.452	28.415	1.919.422
Pasivos no corrientes	-	43.169.440	46.894.986	55.252.950	56.759.477
Patrimonio	199.917.449	179.213.760	231.147.000	221.402.594	218.342.327
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>242.215.777</b>	<b>223.214.862</b>	<b>278.307.438</b>	<b>276.683.959</b>	<b>277.021.226</b>
Deuda financiera	42.286.510	43.989.287	46.894.986	55.252.950	58.657.625

<sup>1</sup> Clasificación anterior *Categoría A*.

<sup>2</sup> Tendencia anterior *Estable*.

<sup>3</sup> Estados financieros reexpresados en base a la modificación del objeto social de la firma, la cual la califica como "entidad de inversión" según la NIIF 10, provocando que BAIH sea contabilizada a valor razonable con efecto en resultado.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Infraestructura Alpha S.A. (Alpha)** es una sociedad controlada por Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión (70,05%) que adquirió en febrero de 2019 el 33% de BAIH S.A., *holding* que, a su vez, controla el 100% de las sociedades concesionarias Autopista Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal.

Al cierre de septiembre de 2023 la sociedad registró ingresos financieros por \$ 25.253 mil, mientras que la deuda financiera contable de la compañía asciende a \$ 58.658 millones. En el mismo periodo, el patrimonio alcanzó los \$ 218.342 millones.

La línea de bonos de **Alpha** y del título de deuda serie A se modifica a “*Categoría A-*” en atención a que los flujos de su subsidiaria indirecta y principal entidad generadora de ingresos (Vespucio Norte Express - VNE) han estado por debajo de lo esperado producto del menor tráfico presentado por la autopista VNE (en relación con lo proyectado por la clasificadora y por lo estimado en el estudio de tráfico). El menor flujo efectivo afecta negativamente y hasta el final de la concesión la cobertura de pago de deuda que presenta BAIH S.A., tanto por los menores dividendos a percibir como por el hecho que el EBITDA de VNE será menor.

En los hechos, la baja en el EBITDA de VNE incide negativamente en su valor económico y, por tanto, el valor de los activos de **Alpha**, afectando desfavorablemente su acceso a fuentes de refinanciamiento, lo que se traduce en un aumento del riesgo del emisor.

Cabe señalar que la sociedad emisora participa indirectamente en las empresas operativas, ello a través de su participación en BAIH S.A. En estos sentidos se reconoce que los flujos percibidos por BAIH, clasificada en “*Categoría A*”, tienen preferencia respecto a los recibidos por **Alpha**.

La tendencia de la categoría de riesgo cambia desde “*Estable*” a “*Desfavorable*”, debido a que en los últimos periodos no se han percibidos flujos desde la sociedad de inversión para hacer frente en tiempo y forma al vencimiento de cupón de julio de 2024. A futuro, el acceso a los flujos de las inversiones dependerá del nivel de tráfico de las empresas operativas más relevantes, lo cual conlleva a tener mayor certeza de la capacidad de autopista Vespucio Norte para incrementar sus tráficos y acercarlos a las proyecciones que se tenían inicialmente.

La clasificación de riesgo de **Alpha** en “*Categoría A-*” se sustenta en que el índice de cobertura<sup>4</sup> global de **Humphreys**, aplicado a la sociedad emisora, asciende a 4,49 veces para el año 2024, y este aumenta hacia el final del bono considerando los flujos a recibir hasta el año 2037, en que las concesiones donde participa terminan. Este 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 durante o al finalizar el mismo.

---

<sup>4</sup> El índice de cobertura mide la relación entre el valor presente de los flujos netos proyectados, descontados a la tasa de interés de la deuda, y las obligaciones financieras.

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.

Visto la situación general de **Alpha**, se puede aseverar que la empresa, pese a la baja, aún presenta una adecuada relación entre valor de sus inversiones y nivel de deuda, situación que favorece el acceso al crédito. Sin embargo, la caída en los flujos de las inversiones operativas, junto con disminuir su valor económico, disminuye la probabilidad que **Alpha** perciba dividendos, incrementando las presiones a la liquidez.

La clasificación también considera que, ante eventuales presiones de liquidez y/o descalces de flujos, la compensación recibida por las concesiones 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 operativas 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**.

También, como elemento favorable, la clasificación de riesgo recoge las proyecciones de tráfico para los siguientes periodos, donde se espera una considerable recuperación de flujos en base a la puesta en marcha de proyectos en ejecución. En la actualidad, Autopista Vespucio Norte Express, principal generadora de flujos de BAIH, tiene una clasificación en “Categoría AA-” en escala local por **Humphreys**.

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 un control exhaustivo 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 90% de los ingresos consolidados y que, como fue mencionado con antelación, en la práctica ha presentado menor tráfico del proyectado. Durante el año 2023 **Alpha** no recibió dividendos por parte de BAIH S.A.

En términos de ESG, dado el objeto social de la firma en su calidad de holding, esta suscribe los lineamientos adoptados por las empresas en la cual presenta participación accionaria.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Indicadores de cobertura suficientes para el pago de la deuda
- Holguras de los plazos de las concesiones respecto del plazo del bono, elemento que puede ser utilizado en caso de acceso a financiamiento.

#### Fortalezas complementarias

- Ingresos por percibir 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).
- 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, estas carecen de mecanismos de Ingreso Mínimo Garantizado o Mecanismo de Distribución de Ingresos que otorguen un piso a los ingresos que recibiría la sociedad concesionaria).
- Los ingresos percibidos dependen de que primero las concesiones y BAIH sirvan sus respectivas deudas.
- Liquidez

## Definición categorías 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.

“-” Corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Desfavorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver desmejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## Hechos recientes

### Resultados septiembre 2023

Al cierre de septiembre de 2023, la empresa generó ingresos financieros por \$ 25,3 millones, lo que representó un aumento de un 4.442% respecto a igual periodo del año anterior, donde alcanzó ingresos por \$ 556 mil, este aumento se debió principalmente a una devolución de impuestos por parte de la Tesorería General de la República. A la misma fecha, la firma presentó un margen bruto que ascendió a \$ 437 millones, gastos de administración por \$ 92,6 millones y costos financieros por \$ 1.791 millones. Con todo, la empresa obtuvo pérdidas por \$ 3.060 millones.

## Antecedentes generales

### La compañía

**Alpha** es sociedad anónima cerrada constituida en diciembre 2018 con el objetivo de invertir en la sociedad anónima cerrada BAIH S.A., así como en bienes incorporeales muebles, valores mobiliarios e instrumentos financieros tanto dentro de Chile como del extranjero.

La sociedad pertenece a Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión, administrado por Frontal Trust Administradora General de Fondos S.A. con una participación del 70,05% y Fondo de Inversión Infraestructura Chile I, administrado por Banchile Administradora General de Fondos S.A. con un 29,95% de la propiedad.

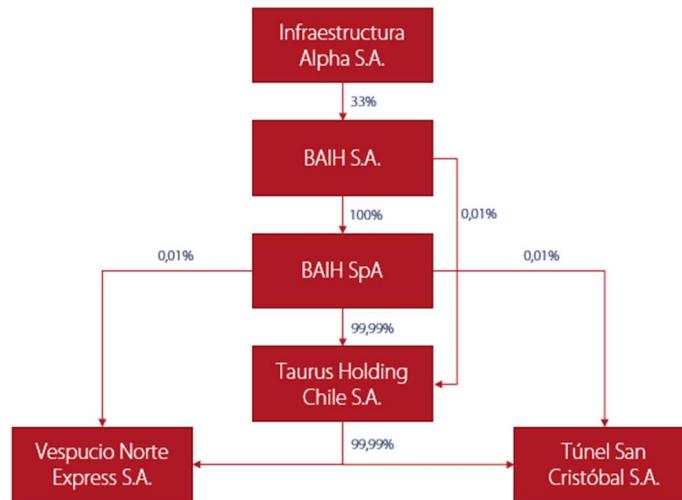


Ilustración 1: Estructura societaria de Infraestructura Alpha S.A.

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. En Ilustración 1 se muestra la malla societaria de la empresa.

## Líneas de negocios

### 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.

El plazo de la concesión es de 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. En la Ilustración 2 se muestra la evolución esperada del EBITDA, calculado en base a lo estimado por **Humphreys**, y los vencimientos de la deuda, basada en la estructura de pago de esta, la que termina en 2033.

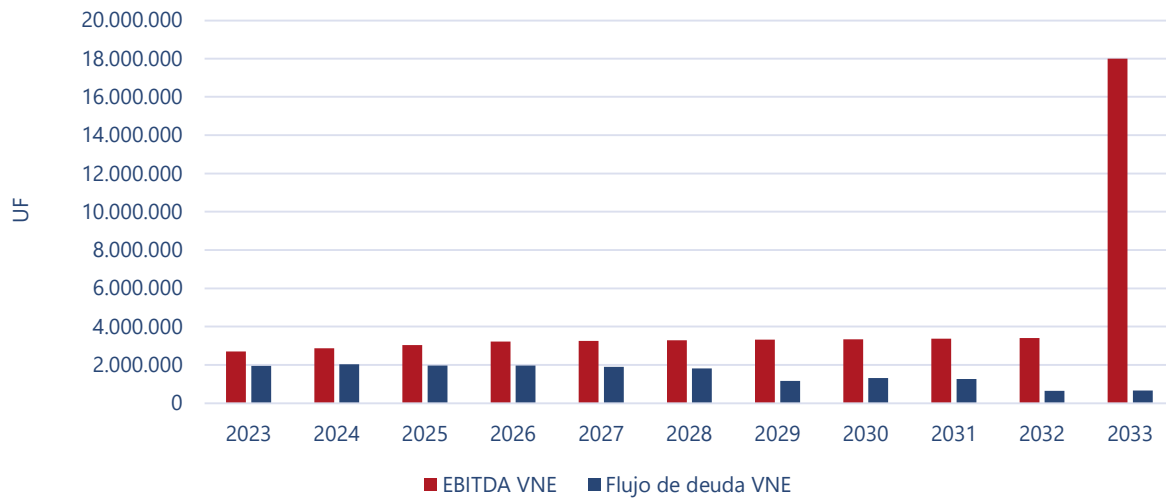


Ilustración 2: Proyección EBITDA y flujo de pagos de Vespucio Norte Express

## Túnel San Cristóbal

Sociedad Concesionaria Túnel San Cristóbal S.A. es una sociedad anónima cerrada, cuyo proyecto, de aproximadamente cuatro 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 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. En la Ilustración 3 se presenta la evolución esperada del EBITDA, calculado en base a lo estimado por **Humphreys** tomando en consideración las proyecciones enviadas por la empresa, y los vencimientos de la deuda adquirida en junio de 2014 por UF 2.150.000.

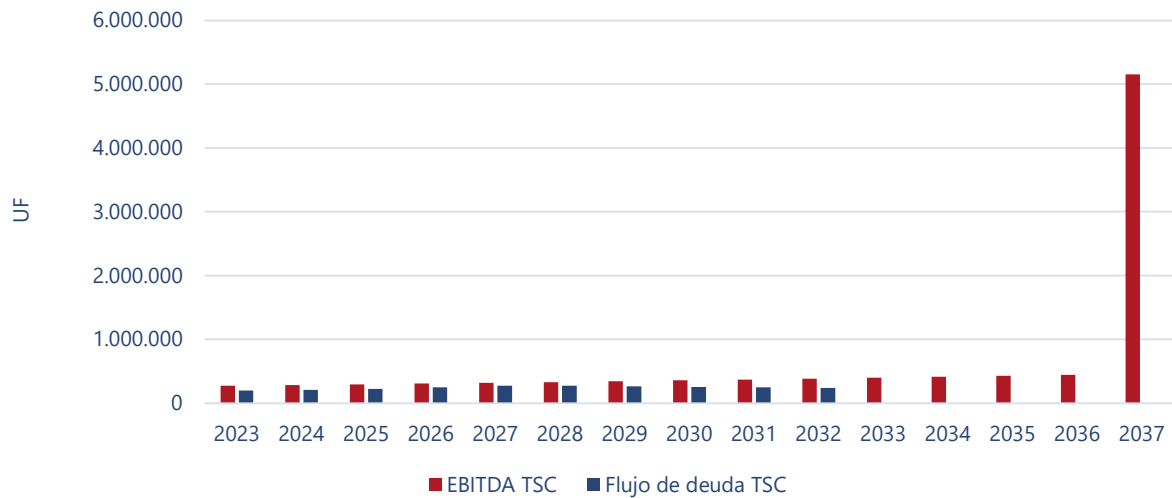


Ilustración 3: Proyección EBITDA y flujos de pago de Túnel San Cristóbal

## BAIH

BAIH S.A. es una sociedad anónima constituida en agosto de 2011, actualmente controla indirectamente la Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. y Sociedad Concesionaria Túnel San Cristóbal S.A., a través de sus filiales BAIH SpA y Taurus Holdings Chile S.A.

La Ilustración 4 muestra la evolución del EBITDA consolidado esperado para la compañía y del servicio de la deuda consolidados de las sociedades concesionarias y de BAIH. Por EBITDA consolidado se entiende la suma del EBITDA de cada filial operativa; por otra parte, el saldo insoluto de la deuda de la compañía alcanzó las UF 12,6 millones a fines de 2023.

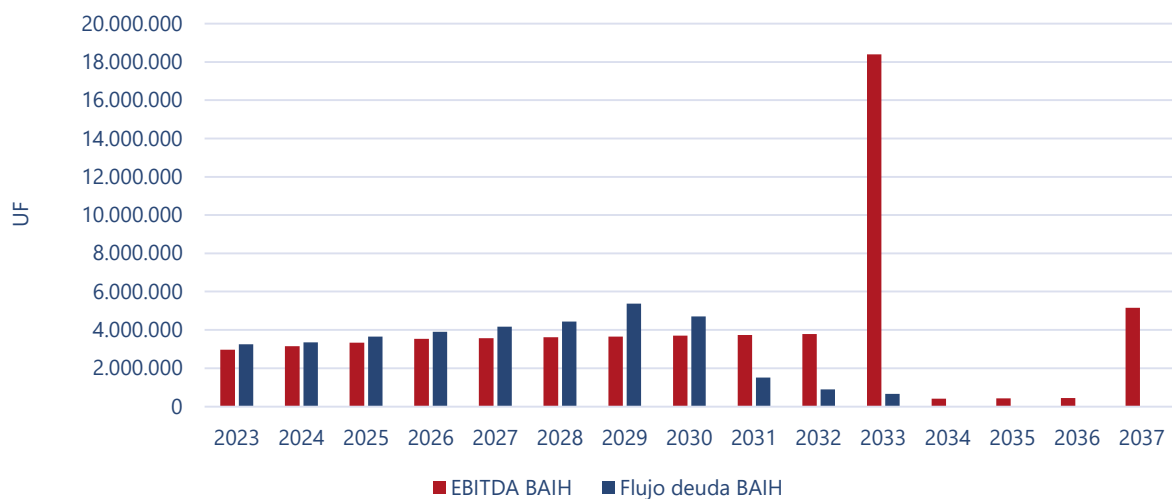


Ilustración 4: Proyección EBITDA y flujo de pago consolidado de deuda BAIH



## 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 y pago de la deuda

La Ilustración 5 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.

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, 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 y 2032, facilita el refinanciamiento de los pasivos por parte de **Alpha**.

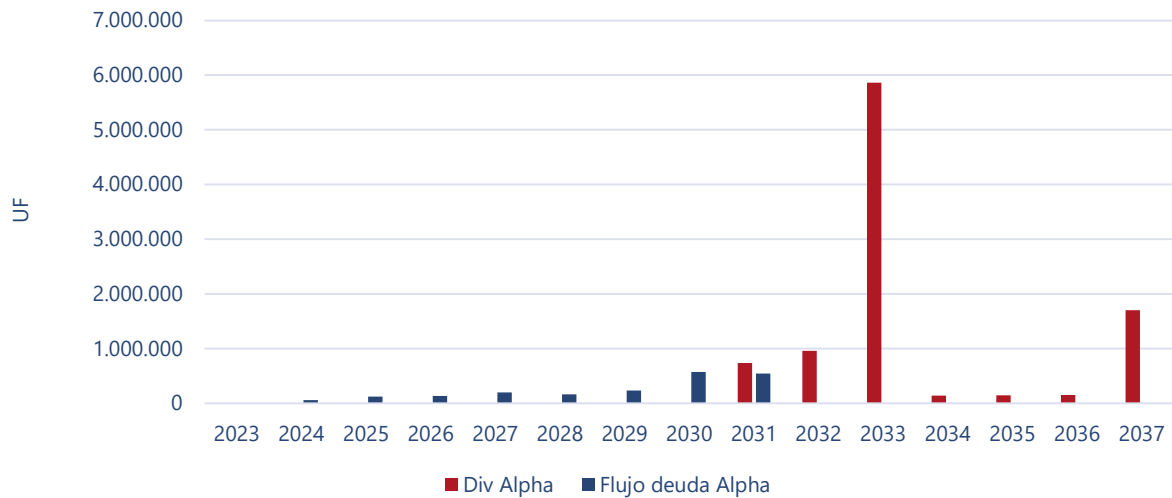


Ilustración 5: Proyección EBITDA y flujo de pago de Infraestructura Alpha<sup>5</sup>

## 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).

La Ilustración 6 presenta el comportamiento del ICG de **Alpha**, en donde se muestran dos versiones de este indicador; en primer lugar, con flujos hasta el término de la deuda (ICG) y con los flujos hasta el término de las concesiones (ICG Ajustado).

Según las proyecciones, **Alpha** presentaría un ICG e ICG ajustado de 0,38 veces y de 4,49 veces, respectivamente, manteniéndose este último sobre la unidad y con una pendiente positiva durante todos los periodos evaluados. Los indicadores muestran la necesidad de refinanciamiento por parte de la compañía y, a su vez, que los flujos posteriores a la fecha de vencimiento de la deuda actual son suficientes para cubrir los montos refinanciados, al margen del costo financiero de la operación.

<sup>5</sup> Construido en base al EBITDA generado por tráfico incorporando el saldo a recibir por concepto de la cuenta de compensación al final de la concesión.

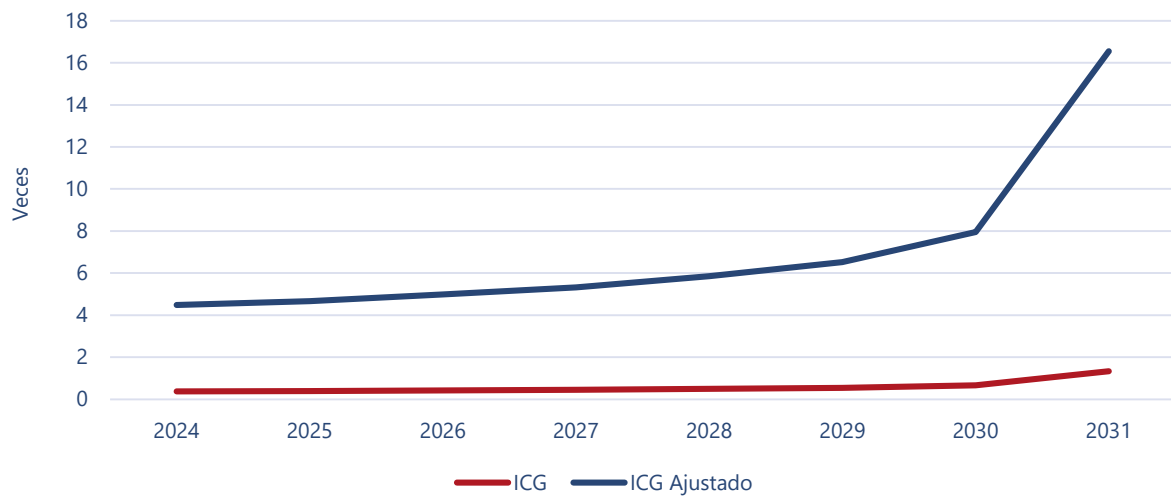


Ilustración 6: Índice de Cobertura Global

*"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."*