



# HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO  
Desde 1988

## Infraestructura Alpha S.A.

Anual desde Envío Anterior

### ANALISTAS:

Diego Segovia Cisternas  
Savka Vielma Huaiquiñir  
Hernán Jiménez Aguayo  
diego.segovia@humphreys.cl  
savka.vielma@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

### FECHA

Marzo 2026

Categoría de riesgo <sup>1</sup>	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos y bonos **A+**  
Tendencia **Estable**

EEFF base 30 de septiembre de 2025

#### 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
Línea de bonos	N°1181 30/07/2024
Bono Serie B (BALPH-B)	Primera Emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	sept-25
Ingresos financieros	20.685	3.113	556	31.603	12.842	59.664
Resultados en inversión en asociada	-16.419.084	-	-	-	-	-
Variación en valor razonable de inversión	-	9.269.813	-1.319.763	-1.339.689	-23.633.280	-
<b>Ganancia (pérdida) bruta</b>	<b>-16.398.399</b>	<b>9.272.926</b>	<b>-1.319.207</b>	<b>-896.381</b>	<b>-23.620.438</b>	<b>60.928</b>
Gasto de Administración	-1.129.416	-1.221.061	-73.246	-105.729	-200.010	-72.134
Costos financieros	-2.045.514	-1.781.485	-2.240.893	-2.463.601	-2.643.793	-1.992.641
Resultado por unidad de reajustes	-1.130.360	-2.854.206	-6.111.060	-2.492.388	-2.526.362	-1.826.695
<b>Ganancia</b>	<b>-20.703.689</b>	<b>3.416.174</b>	<b>-9.744.406</b>	<b>-5.958.099</b>	<b>-28.990.603</b>	<b>-3.830.542</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	sept-25
Activos corrientes	3.272.928	2.578.625	2.274.909	2.601.171	2.418.619	6.300.608
Activos no corrientes	219.941.934	275.728.813	274.409.050	273.069.361	249.436.081	249.436.081
<b>Total activos</b>	<b>223.214.862</b>	<b>278.307.438</b>	<b>276.683.959</b>	<b>275.670.532</b>	<b>251.854.700</b>	<b>255.736.689</b>
Pasivos corrientes	831.662	265.452	28.415	1.946.274	1.238.251	4.527.393
Pasivos no corrientes	43.169.440	46.894.986	55.252.950	58.279.763	64.162.557	68.585.946
Patrimonio	179.213.760	231.147.000	221.402.594	215.444.495	186.453.892	182.623.350
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>223.214.862</b>	<b>278.307.438</b>	<b>276.683.959</b>	<b>275.670.532</b>	<b>251.854.700</b>	<b>255.736.689</b>
Deuda financiera	43.989.287	46.894.986	55.252.950	60.208.945	65.379.104	69.198.429

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Empresas Concesionarias (29-02-2024).

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Infraestructura Alpha S.A. (Alpha)** es una sociedad controlada por Frontal Trust Infraestructura Alpha Fondo de Inversión (70,05%) la cual 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 (VNE) y Túnel San Cristóbal (TSC).

Al cierre de septiembre de 2025 la sociedad registró ingresos financieros por \$ 59,66 millones, mientras que la deuda financiera contable de la compañía ascendía a \$ 69.198,4 millones. En el mismo periodo, el patrimonio alcanzó los \$ 182.623 millones.

La clasificación de riesgo de **Alpha** en “*Categoría A+*” se sustenta en la relación existente entre los ingresos netos esperados por el emisor y sus obligaciones financieras, tanto en términos de flujos anuales como durante toda la vigencia del bono. Se observa que el índice de cobertura global de **Humphreys**, que contrasta el total de flujos esperados con el pasivo financiero del emisor (independiente del calce), asciende a 5,53 veces. Este indicador es elevado; sin embargo, ello se explica en gran parte por 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 el contrato inicial con el Ministerio de Obras Públicas (MOP), retribución compensatoria que se materializaría con un aumento en el plazo de la concesión o con pagos por parte del MOP durante el período de administración de las autopistas o al finalizar el mismo.

Como elemento favorable, la clasificación de riesgo recoge las proyecciones de tráfico para los siguientes periodos, donde se espera una recuperación de flujos de VNE en base a la puesta en marcha de proyectos en ejecución dentro de las sociedades concesionarias y de TSC posterior al arreglo del puente Lo Salde. A juicio de **Humphreys**, la Autopista Vespucio Norte Express, principal generadora de flujos de BAIH, cuenta con una alta capacidad de pago.

Por otro lado, la clasificación reconoce que la empresa emisora aún presenta una adecuada relación entre valor de sus inversiones y nivel de deuda, situación que favorece su acceso al crédito. En particular, se 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 de que —en un plazo acotado— podría verse incrementado su costo de financiamiento.

La reciente reestructuración de la deuda de sus filiales busca alinear de mejor manera el calendario de servicio de la deuda con la generación de flujos de las concesiones del emisor. Cabe señalar que dichos flujos, además de haberse reducido durante la pandemia, se han visto temporalmente presionados por la ejecución de obras de ampliación en las vías y por el congelamiento del valor de los peajes acordados con el MOP. En este contexto, la reorganización financiera implementada a nivel de filiales —particularmente en BAIH y VNE— tiene por objetivo reducir las presiones de liquidez en el corto plazo y adecuar la estructura financiera a la nueva realidad operativa de las concesiones, lo que debiera reflejarse progresivamente en una mayor capacidad de distribución de flujos hacia la matriz.

Asimismo, la estructura de vencimientos del emisor incorpora mecanismos de flexibilidad financiera, permitiendo diferir hasta el 100% de los intereses de los cupones en caso de no existir flujo suficiente para el servicio de la deuda y estableciendo prepagos obligatorios en presencia de excedentes de caja. No obstante, dicha flexibilidad se mantiene solo hasta el cupón de julio de 2026; con posterioridad a esa fecha, la firma solo podrá capitalizar hasta el 50% de los intereses de cada cupón.

Por otro lado, 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 su propiedad, carece de control para establecer la política de dividendos. A lo anterior se agrega que la capacidad de distribución de dividendos de las filiales operativas puede verse condicionada por restricciones contenidas en sus contratos de financiamiento, así como por las decisiones de sus respectivos directorios. A ello se suma la concentración de los flujos, por cuanto VNE aporta en torno al 90% de los ingresos consolidados.

No obstante, los elementos antes descritos, **Humphreys** estima que la probabilidad de pérdida esperada para los tenedores de los instrumentos es bastante reducida. Lo anterior se sustenta en la magnitud de los flujos proyectados provenientes de las concesiones subyacentes, en los elevados niveles de cobertura observados en el modelo de análisis y en la naturaleza de los activos que respaldan dichos flujos, los cuales corresponden a infraestructura vial con un historial de operación consolidado y una demanda relativamente estable.

La tendencia de la clasificación se fija en "Estable", por cuanto no se identifican factores relevantes que puedan modificar de forma significativa el nivel de riesgo de la firma en el horizonte próximo.

En términos de ESG<sup>2</sup>, 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, dada 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 dependen de que las concesiones sirvan sus respectivas deudas.

<sup>2</sup> Impactos ambientales, sociales y de gobernanza por sus siglas en inglés.

## 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.

“+” Corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Hechos recientes

### Resultados septiembre 2025

Al cierre de septiembre de 2025, la empresa generó ingresos financieros por \$ 59,7 millones, lo que representó un aumento de un 432,0% respecto a igual periodo del año anterior, donde alcanzó ingresos por \$ 11,2 millones. A la misma fecha, la firma presentó un margen bruto que ascendió a \$ 60,9 millones, gastos de administración por \$ 72 millones y costos financieros por \$ 1.827 millones. Con todo, la empresa obtuvo pérdidas por \$ 3.831 millones.

### Reestructuración de deuda de sus filiales

En mayo de 2025, las sociedades concesionarias vinculadas a la matriz BAIH S.A. llevaron a cabo un proceso de reestructuración financiera orientado a optimizar su perfil de deuda y adecuar el calendario de pagos a la generación esperada de flujos de las concesiones. En el marco de esta operación, la Sociedad Concesionaria Vespucio Norte Express S.A. colocó en el mercado local bonos Serie C por un monto total de UF 16.350.000, con vencimiento en 2035 y una tasa de interés real anual de 4,25%. Asimismo, se celebró un contrato de financiamiento con Banco de Crédito e Inversiones y Banco Itaú, cuyos recursos fueron utilizados, entre otros fines, para el prepago de obligaciones financieras vigentes y el rescate anticipado de bonos previamente emitidos. Como resultado de lo anterior, se extendió el perfil de vencimientos de la deuda y se redujeron las presiones de liquidez a nivel de las concesionarias.

## 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.

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.

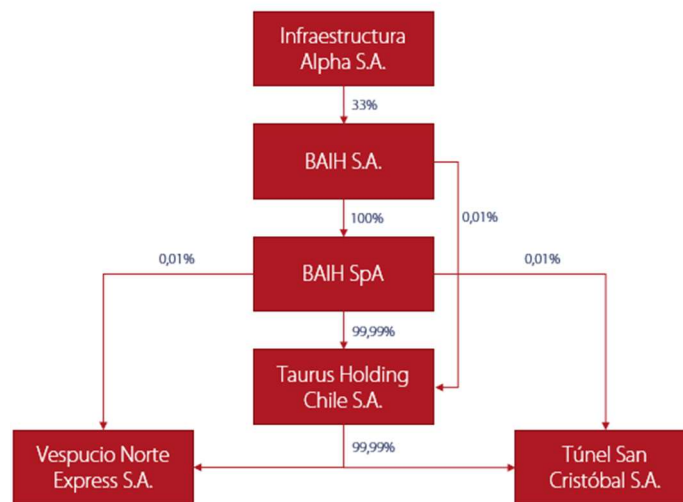


Ilustración 1: Estructura societaria de Infraestructura Alpha S.A.

## 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.

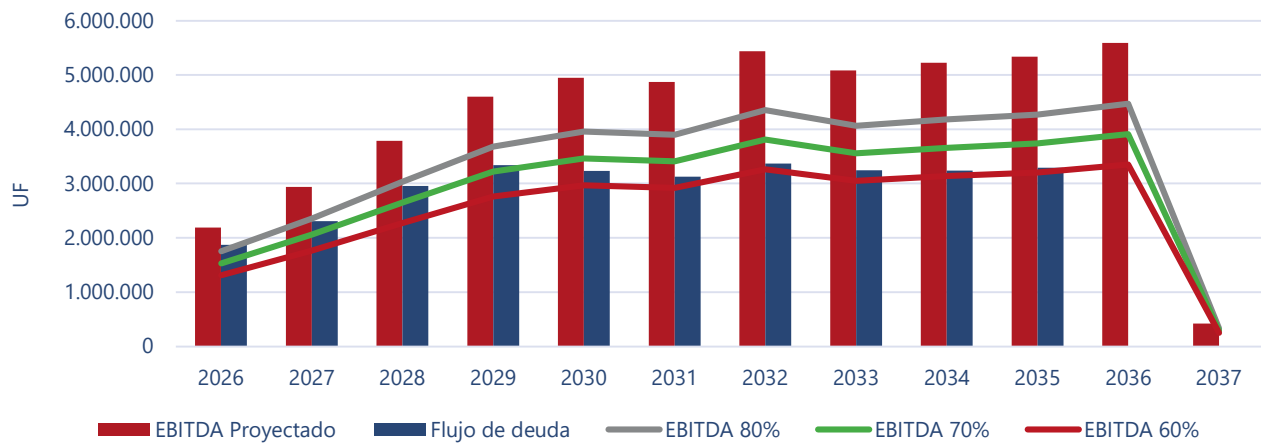


Ilustración 2: Proyección EBITDA y flujo de pagos de Vespucio Norte Express

El plazo de la concesión es de 30 años, contados desde la fecha de suscripción del decreto supremo entre el MOP y el concesionario, por lo que su término se encuentra previsto para el 22 de abril de 2033. Sin perjuicio de lo anterior, no se descarta una eventual extensión del plazo concesional, en consideración a las obligaciones de pago que mantiene el MOP en el marco del contrato. 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 2035.

## 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.

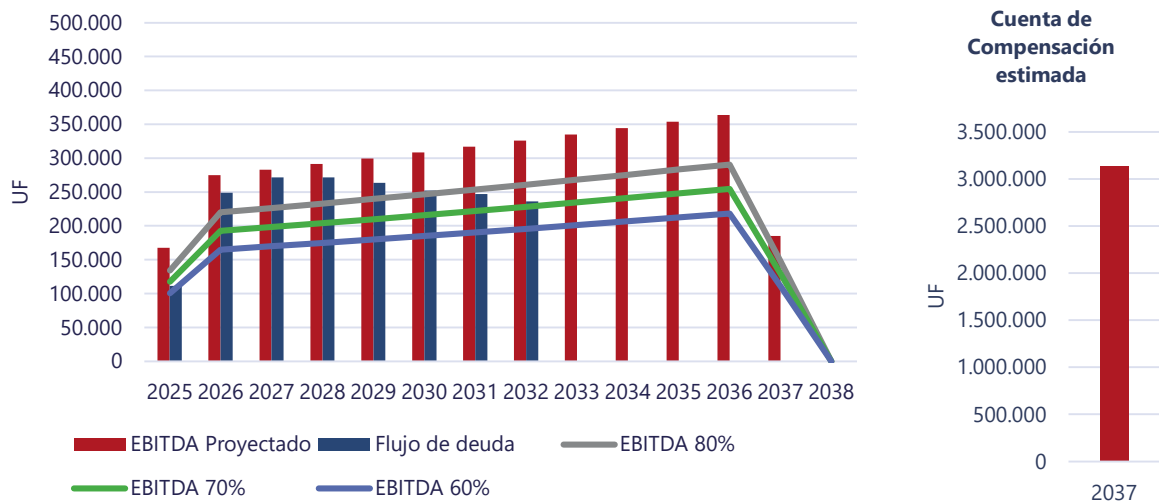


Ilustración 3: Proyección EBITDA y flujos de pago de Túnel San Cristóbal

## 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, comportamiento real y un criterio conservador.

### Excedentes de EBITDA y pago de la deuda

La Ilustración 4 muestra los vencimientos de la deuda individual de **Alpha** y se contrasta con el reparto de dividendo asignado a la empresa. Por este último concepto se entiende el 33% de la utilidad consolidada de BAIH, una vez realizado el pago de las obligaciones contraídas por las filiales operativas y de la matriz.

El flujo de **Alpha** depende principalmente de los dividendos que puedan repartir las sociedades concesionadas Vespucio Norte Express y Túnel San Cristóbal. De forma complementaria, la sociedad también podría percibir recursos a través de otros mecanismos de distribución de caja desde dichas concesionarias, tales como eventuales reducciones de capital, siempre que los contratos de financiamiento vigentes lo permitan.

El acuerdo entre las concesionarias y el MOP para no aplicar el reajuste real anual de las tarifas ha reducido la proyección de ingresos de estas sociedades y, en consecuencia, los flujos esperados hacia **Alpha**. No obstante, la reciente reestructuración de la deuda —orientada a alinear el calendario de pagos con la nueva realidad operativa de las concesiones— ha contribuido a aliviar las presiones de liquidez, permitiendo en la práctica la liberación de flujos hacia la matriz. Un ejemplo de lo anterior es la amortización extraordinaria por aproximadamente UF 400.000 realizada en enero de 2026.

Vale mencionar que la estructura actual del contrato de emisión contempla un mecanismo de *cash sweep*, el cual prioriza la realización de amortizaciones extraordinarias de deuda por sobre el reparto de dividendos. En la práctica, este mecanismo permitiría que, de materializarse los dividendos proyectados, el calendario de pagos expuesto no requiera refinanciamientos hacia el año 2031.

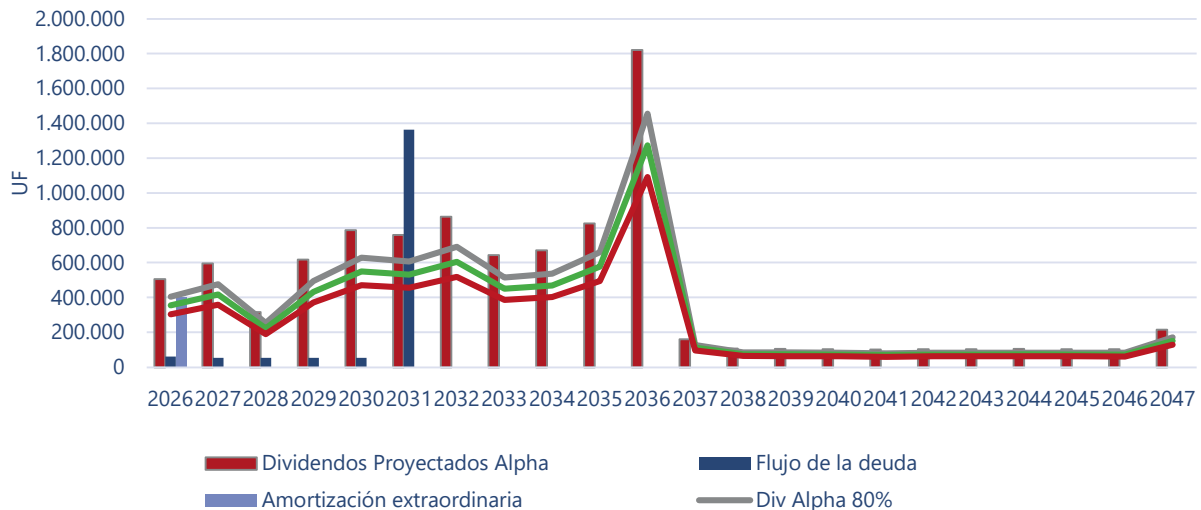


Ilustración 4: Proyección EBITDA y flujo de pago de Infraestructura Alpha

## Índice de Cobertura Global

El indicador de cobertura global (ICG) es calculado como la relación entre el valor presente de los dividendos proyectados para el período de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés de esta, y el valor de la deuda financiera de la firma. 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 5 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 hasta el fin de la deuda e ICG hasta el fin de las concesiones de 2,41 veces y de 5,53 veces, respectivamente, manteniéndose sobre la unidad durante la mayoría de los periodos evaluados.

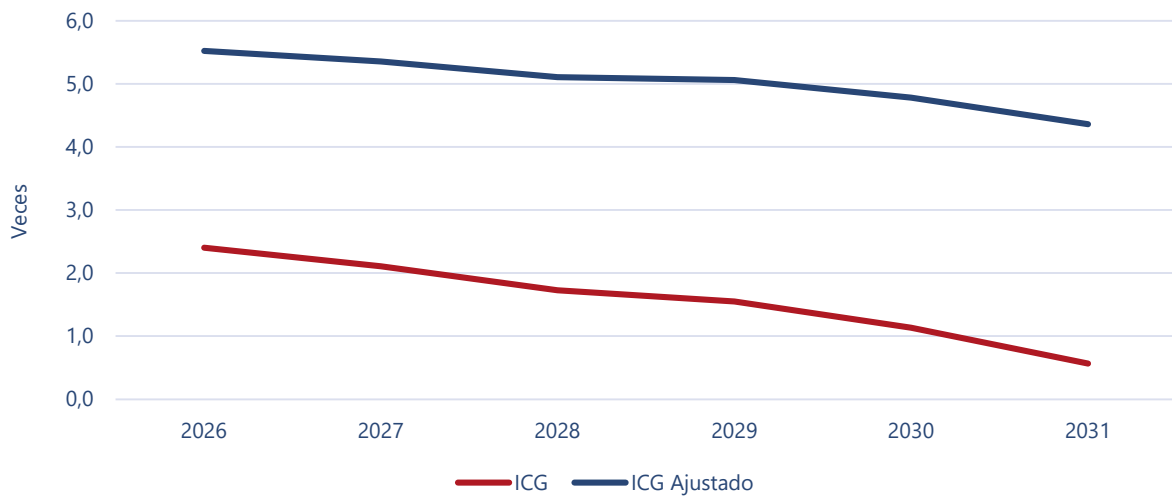


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global

*"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."*