



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Ximena Oyarce L.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ximena.oyarce@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo de Inversión Inmobiliaria Cimenta-Expansión

Enero 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	AA
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 1017 de 30.03.2020
Serie A	Primera emisión
Serie B	Primera emisión

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2016	2017	2018	dic-19	sept-20
Activos Corrientes	7.515.442	15.793.879	29.787.631	8.630.560	96.120.913
Activos No Corrientes	224.915.752	225.859.394	234.768.232	261.611.280	255.666.581
Total Activos	232.431.194	241.653.273	264.555.863	270.241.840	351.787.494
Pasivos Corrientes	8.264.375	10.318.002	20.252.241	23.227.851	52.215.590
Pasivos No Corrientes	47.510.491	42.237.481	37.948.604	30.112.280	71.814.670
Total Pasivos	55.774.866	52.555.483	58.200.845	53.340.131	124.030.260
Patrimonio Neto	176.656.328	189.097.790	206.355.018	216.901.709	227.757.234
Total Pasivos y Patrimonio Neto	232.431.194	241.653.273	264.555.863	270.241.840	351.787.494

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2016	2017	2018	dic-19	sept-20
Ingresos	18.478.283	22.825.362	29.175.952	24.471.363	15.335.378
Gastos de operación	-3.035.193	-3.802.312	-4.677.468	-3.923.593	-2.835.772
Resultado operacional	15.443.090	19.023.050	24.498.484	20.547.770	12.499.606
Costos financieros	-1.759.982	-2.220.076	-1.397.648	-1.284.421	-1.332.901
Resultado del ejercicio	13.683.108	16.802.974	23.100.836	19.263.349	11.166.705

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Fondo de Inversión Inmobiliaria Cimenta-Expansión (Cimenta-Expansión) es un fondo administrado por Cimenta S.A. Administradora General de Fondos y constituido con el propósito, según señala su reglamento interno, de invertir en forma indirecta en operaciones que tengan relación con la compraventa, arrendamiento o *leasing* de bienes raíces, ubicados en Chile o el extranjero, y la renovación, remodelación, construcción y desarrollo de esos bienes raíces. El fondo debe invertir al menos un 70% de sus activos en lo que está definido como su objetivo.

Al 30 de septiembre de 2020 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 1,8 millones¹ y activos financieros a costo amortizado por US\$ 0,1 millones¹, con cerca de 224² mil metros cuadrados arrendables entre distintas unidades de negocios; más de 800 habitaciones en residencias para la tercera edad; y la construcción de 1.900 casas en proyectos habitacionales, de las cuales 91 están disponibles para la venta según información provista por la AGF. Por otro lado, las valorizaciones independientes³ de los activos le dan un valor comercial, previo a la crisis sanitaria, cercano a US\$ 359,5⁴ millones, y que, ajustados por la clasificadora, dado la actual pandemia, podrían estar valorizados aproximada y conservadoramente en no menos de US\$ 348,3⁴ millones. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 91,1⁵ millones a septiembre de 2020 con la posibilidad de llegar a US\$ 182,1⁵ millones tras la emisión de un bono.

En relación con la contingencia asociada a la crisis producto del COVID-19, se considera positivo que los flujos proyectados para **Cimenta-Expansión** permiten hacer frente tanto a los gastos operacionales como al pago de los intereses de la deuda vigente en el corto plazo, incluso asumiendo una drástica caída en sus ingresos por concepto de una disminución en el nivel ocupacional de los activos arrendados y/o baja en los cánones de arriendo.

Entre los fundamentos que sustentan la clasificación de la línea de bonos de **Cimenta-Expansión** en "Categoría AA", destaca la adecuada capacidad de generación de flujo que tienen los activos subyacentes, frente al saldo insoluto de la deuda consolidada. Además, se considera que los inmuebles con rentas, dado la estabilidad de sus flujos, facilitan la obtención de financiamiento y, con ello, la posibilidad de administrar la duración efectiva de los pasivos (vía refinanciamiento), sin descartar que se trata de activos susceptibles de vender o de efectuar operaciones de *leaseback*, entre otras acciones.

¹ Tipo de cambio utilizado: \$788,15/USD.

² Según última información provista por la AGF.

³ Valorización de Tinssa realizada en 2019.

⁴ Tipo de cambio utilizado: \$748,74/USD y \$28.309,94/UF.

⁵ Tipo de cambio utilizado: \$788,15/USD y \$28.707,85/UF.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo de UF 8,5 millones⁶, según la valorización, cubre adecuadamente la deuda financiera que posee (UF 2,5 millones), la cual aumentaría a UF 5,0 millones tras la eventual colocación de dos bonos. Lo anterior sería indicativo de que se tendría acceso a financiamiento a pesar de caídas abruptas en el valor de los activos (lo que es difícil, dado que la estimación de **Humphreys** ya es conservadora y bajo un escenario de fuerte estrés, sin considerar la posibilidad, no menor, que la baja en la valorización se revierta en el corto plazo, aunque sea parcialmente). La alternativa de liquidez de estos activos se refuerza por la existencia de un mercado, básicamente compañías de seguros de vida, con propensión a inversiones de largo plazo (lo cual no excluye el financiamiento de bancos, securitización u operaciones con otros fondos).

Otro elemento que favorece a la clasificación es el grado de diversificación de los flujos, tanto por unidad de negocio como geográficamente. En los hechos, la principal unidad de negocio equivale al 25% de los activos inmobiliarios del fondo.

Si bien el elevado valor de los activos subyacentes del fondo sustenta la clasificación asignada por la clasificadora, la estructura del bonos analizada restringe la clasificación de riesgo debido a que para el pago del mismo, se requerirá refinanciar la deuda o liquidar los inmuebles y, por lo tanto, existe una fuerte exposición a las condiciones del sector inmobiliario existente al vencimiento de los bonos, así como a los niveles de ocupación y renta que tengan los edificios del fondo y a la tasa de interés de mercado del momento. Sin embargo, cabe precisar, que este riesgo se mitiga por la actual capacidad de generación de flujos que poseen los activos subyacentes, los cuales registran ingresos anuales recurrentes netos de gastos por sobre los UF 520 mil.

Dicho lo anterior, dentro de los principales riesgos del fondo figuran eventuales caídas abruptas y relativamente permanentes en el valor de los arriendos y/o incrementos de magnitud en los niveles de vacancia, en particular para horizontes superiores a cinco años (ya que se estiman menos probables para un periodo de tres a cuatro años). En todo caso, se considera que se trata de un riesgo relativamente acotado dada la naturaleza de los activos.

También se califica como positivo la claridad de los objetivos declarados en el reglamento interno del fondo, lo cual evita interpretaciones del mismo y entrega mayor seguridad en cuanto a que se mantendrá el perfil de riesgo de las inversiones. Por último, existe un adecuado control y gestión de los inmuebles, que se refleja en niveles de mora y de vacancia aceptables, todo esto otorga una mayor probabilidad de que se mantenga en el tiempo el valor económico de los activos.

Se debe añadir que los inmuebles mantienen contratos que protegen el valor de los activos ante incendios y terremotos, entre otros posibles siniestros, lo que compensa los eventuales menores ingresos (pérdida por

⁶ Según estimaciones conservadoras realizadas por **Humphreys**.

paralización). A la fecha, las pólizas de seguros han sido contratadas con Unnio Compañía de Seguros Generales.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Antecedentes generales

Características del fondo

Cimenta-Expansión es un fondo de inversión no rescatable dirigido al público en general. Inició sus operaciones el 23 de agosto de 1991 con el objetivo de invertir en forma indirecta en operaciones que tengan relación con la compraventa, arrendamiento o *leasing* de bienes raíces, ubicados en Chile o el extranjero, y la renovación, remodelación, construcción y desarrollo de esos bienes raíces. Para ello, el fondo debe invertir al menos el 70% de sus activos en instrumentos que cumplan con su objeto. Su plazo de vencimiento está programado para el año 2028, el cual puede ser prorrogable por los aportantes.

Cimenta-Expansión es administrado por Cimenta S.A. Administradora General de Fondos, entidad constituida específicamente con el objetivo de gestionar el **Fondo de Inversión Cimenta-Expansión** (a la fecha no tiene más fondos bajo su administración). A septiembre de 2020, la propiedad de Cimenta S.A. AGF se componía como se muestra en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas de Cimenta S.A. Administradora General de Fondos

Nombre Accionista	Nº Acciones	Participación
Empresas Cimenta S.A.	100.000	50%
Rentas Barbastro SPA	100.000	50%
Total	200.000	100,00%

La política de inversiones estipulada en el reglamento interno permite y/u obliga lo siguiente:

- Invertir a lo menos un 70% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
 - Acciones de sociedades chilenas cuyo objeto contemple el negocio inmobiliario y que cuenten con estados financieros anuales dictaminados por empresas de auditoría externa o auditores externos inscritos en la CMF. En caso de emisores extranjeros, éstos deberán contar con

estados financieros dictaminados por auditores externos o empresas de auditoría externa de reconocido prestigio.

- Acciones de sociedades anónimas o por acciones, cuotas de fondos de inversión, acciones de sociedades cuyo objeto sea la participación en concesiones de obras de infraestructura, bonos, efectos de comercio y otros títulos de deuda, siempre que el emisor cuente con estados financieros auditados por empresas de auditoría externa o auditores externos inscritos en la CMF.
- Acciones, cuotas de fondos de inversión, bonos, efectos de comercio y otros títulos de deuda de sociedades o corporaciones extranjeras, cuya emisión no haya sido registrada como valor de oferta pública en el extranjero, siempre que la entidad emisora cuente con estados financieros dictaminados por auditores externos o empresas de auditoría externa de reconocido prestigio.

Inversiones efectivas del fondo

En los hechos, las inversiones del fondo—al 31 de diciembre de 2020⁷—se han materializado en cinco unidades de negocios, siendo la principal el arriendo de oficinas que representa un 25% de los activos inmobiliarios y se concentra en las comunas de Santiago, Providencia, Las Condes y Vitacura. Un 18% de los activos se distribuyen en cuatro centros de bodegaje de gran tamaño y por propiedades en formato más pequeño. Los centros y locales comerciales representan un 22,4% y 12% respectivamente, agrupando más de 50 locales comerciales, supermercados, cines, restaurantes y universidades, tanto en Santiago como en regiones. Por último, un 17,1% de los activos se concentran en residencias Senior Suites y 5,5% en proyectos habitacionales que hoy se encuentran a la venta.

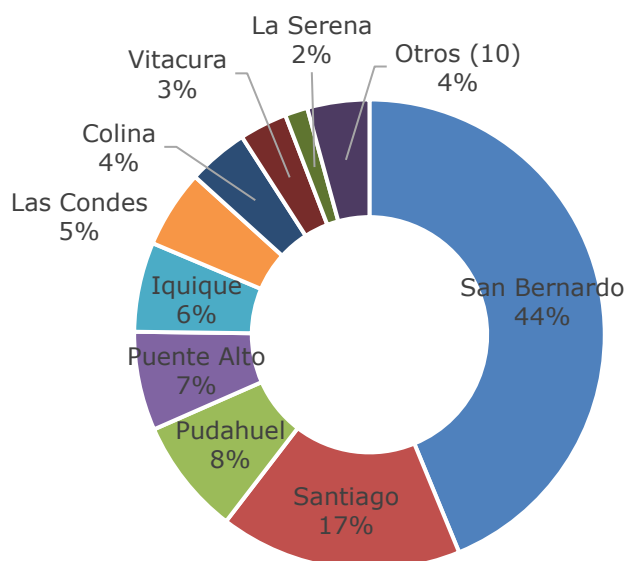


Ilustración 1: Distribución de metros cuadrados por comuna de los inmuebles

⁷ Según información provista por la AGF.

Análisis financiero

Proyección de Ingreso Operativo Neto (NOI) y pago de deuda

Las proyecciones de Ingreso Operativo Neto (NOI por sus siglas en inglés) efectuadas en relación con los flujos del fondo son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, no comprometen ni representan la opinión de terceros ajenos a la administración de la clasificadora. Para la confección del NOI, **Humphreys** tomó en consideración los niveles de vacancia histórica y los precios de arriendo por metro cuadrado, sobre la base del desempeño real exhibido en los últimos años. La estimación de flujos futuros, junto con los montos de pago de la deuda que posee el fondo en términos consolidados, se muestra en la Ilustración 2. En los hechos, el fondo tiene inscrito dos bonos de US\$ 2,5 millones cada uno con vencimiento en cinco y ocho años; para efecto del análisis se ha supuesto que el primero se refinancia y se alinean ambos vencimientos; dado ello si bien, entre 2021 y 2027 el flujo esperado para el fondo presentaría una amplia holgura para cubrir el pago de la deuda—incluso hasta con un 40% de deterioro del NOI—no sucede lo mismo el año 2028 en donde hay un vencimiento por 5 millones⁸ de UF que es más de siete veces los flujos esperados; no obstante, en opinión de **Humphreys**, dicho monto podría ser refinanciado con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores.

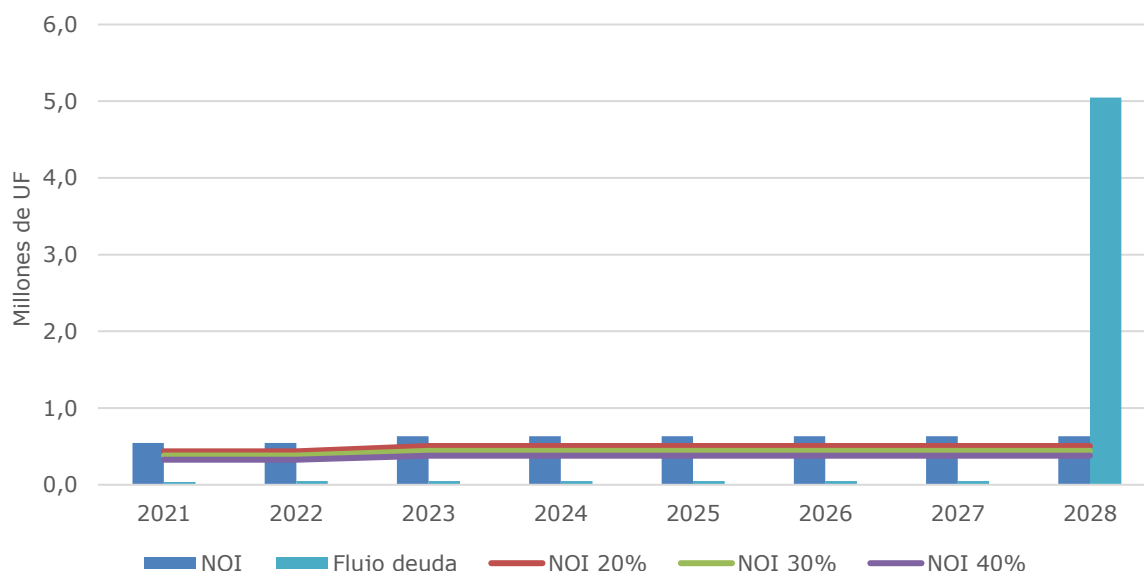


Ilustración 2: NOI y servicio de la deuda

Índice de Cobertura Global (ICG)

El indicador de Cobertura Global es calculado como la relación entre el valor presente del NOI proyectado para el periodo de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés de la misma, y el valor de la deuda financiera

⁸ Considerando refinanciamiento hasta el vencimiento del fondo.

del fondo, incluyendo en el flujo el valor de liquidación de los activos. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera haber problemas para dar cumplimiento a los pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Como se puede apreciar en la Ilustración 3, **Cimenta-Expansión**—sobre la base de los datos considerados a septiembre de 2020—presentaba una relación de 1,9 si se consideran sólo los flujos a percibir por los activos en arriendo durante la vigencia de la eventual emisión del bono; sin embargo, este ratio se incrementa a 4,4 si se asume perpetuidad en los flujos⁹, lo que refleja la capacidad para el pago del bono en caso de liquidarse los activos o, en su defecto, refleja que el fondo sería sujeto de crédito para refinanciar su pasivo en caso de que el vencimiento fuese anterior al término del fondo. Lo anterior se beneficia al incorporar los flujos que provienen de los proyectos habitacionales que se encuentran a la venta, pero que no se continuarían desarrollando a futuro.

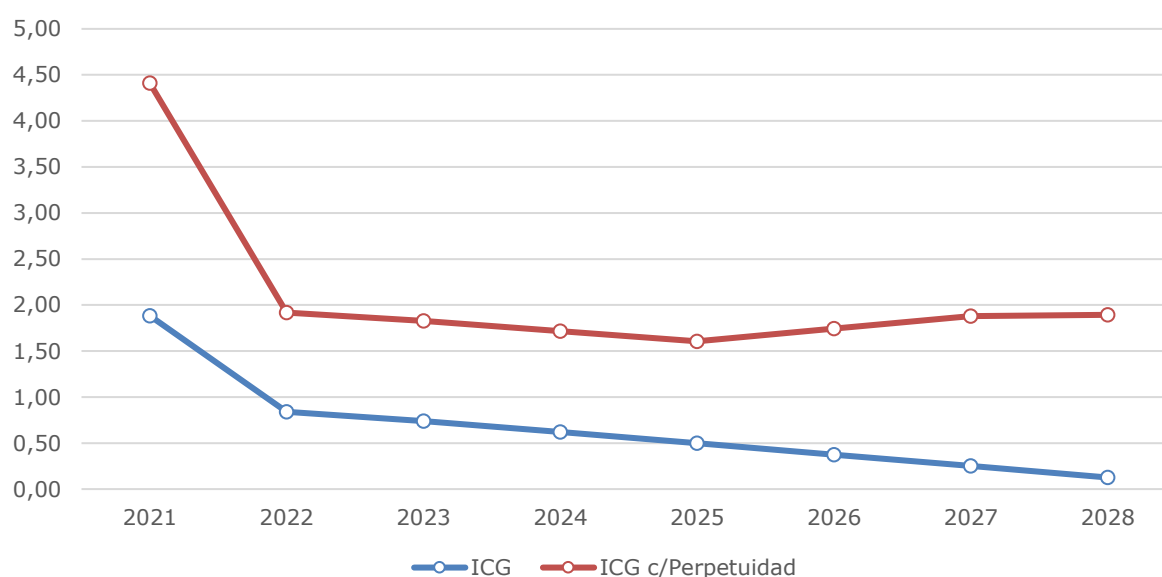


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)

La Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD), que muestra para cada periodo cuán holgado es el NOI generado por el fondo en relación con el vencimiento de los pasivos, indica que por lo general se cuenta con la capacidad de hacer frente a los compromisos financieros adquiridos. Tan solo en el último periodo, dado la estructura de amortización de los instrumentos, el indicador (como se puede apreciar en la Ilustración 4) se encuentra por debajo de la unidad (implicando la necesidad de refinanciamiento). Esto responde principalmente a que en esos periodos se pagaría el 100% del saldo insoluto de cada bono que se ha estructurado.

⁹ El elevado indicador, incorporando el valor de los activos en arriendo, refleja que los flujos podrían disminuir fuertemente y mantener la capacidad para pagar la deuda, ya sea vía refinanciamiento o enajenación de activos.

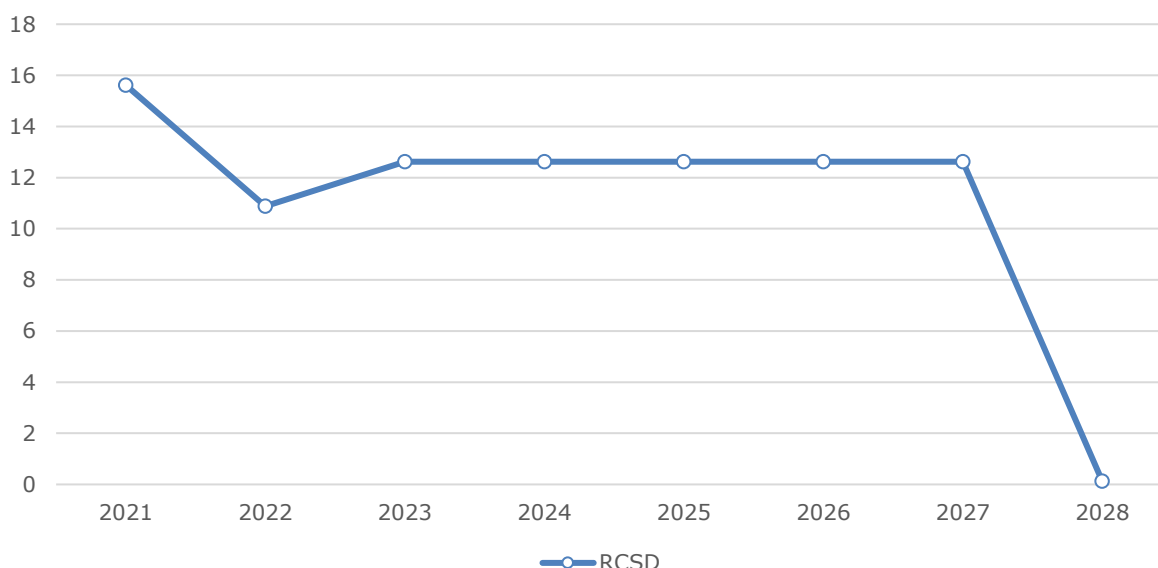


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Índice de Cobertura Projectado (ICP)

Dado que el bono tendría un vencimiento de UF 5,0 millones en 2028 y podría requerirse refinanciar dicho pago, la Tabla 2 muestra la relación entre el valor actual estimado para los flujos a esa fecha, descontado a distintas tasas de interés, y el saldo insoluto de los pasivos al mismo año. Para efectos de la determinación del valor actual se toma como referencia los flujos actuales y se castigan de acuerdo con lo mostrado en la tabla.

Tabla 2: Índice de Cobertura Projectado de los flujos para el refinanciamiento de la deuda

ICP	Castigo de Flujos						
	Tasa Interés	5%	10%	15%	20%	30%	40%
0,8%	15,00	14,21	13,42	12,63	11,05	9,47	7,89
1,0%	12,00	11,36	10,73	10,10	8,84	7,58	6,31
2,0%	6,00	5,68	5,37	5,05	4,42	3,79	3,16
3,0%	4,00	3,79	3,58	3,37	2,95	2,53	2,10
4,0%	3,00	2,84	2,68	2,53	2,21	1,89	1,58
5,0%	2,40	2,27	2,15	2,02	1,77	1,52	1,26

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio de todas las sociedades filiales, a septiembre de 2020, es igual a 26,3 veces, influenciado principalmente por pasivos financieros, de los cuales cerca del 85,9% corresponden a préstamos con entidades relacionadas. Al ajustar por los pasivos financieros con empresas relacionadas, el indicador se reduce a 3,7 veces. La Ilustración 5 presenta el comportamiento que ha tenido esta relación.

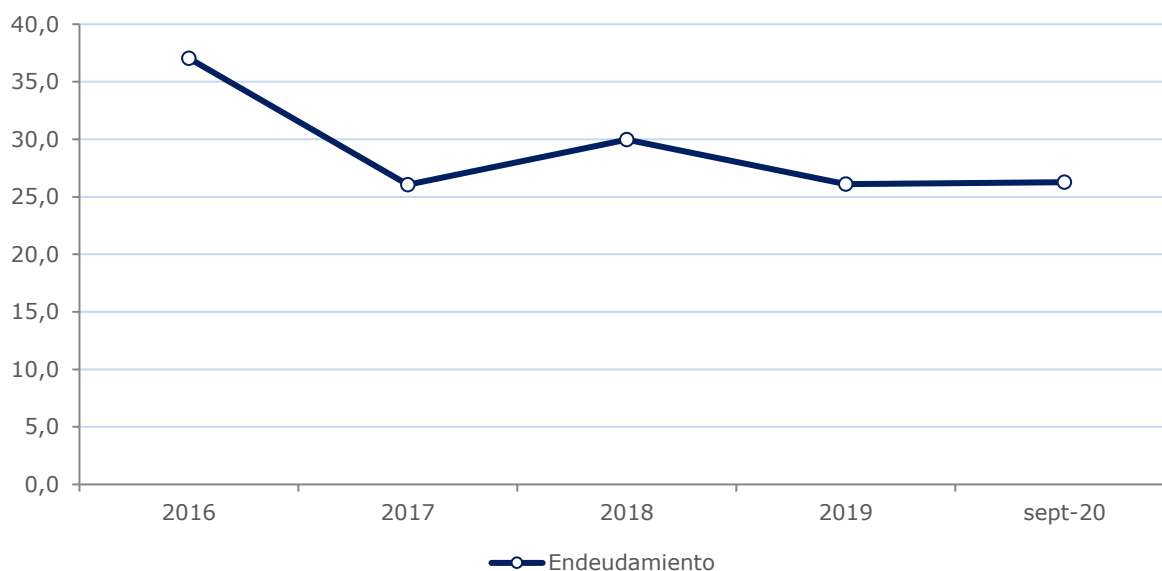


Ilustración 5: Pasivo exigible sobre patrimonio

Liquidez

La liquidez de **Cimenta-Expansión**, a septiembre de 2020, registró un valor de 1,8 veces, la cual se ha mantenido, salvo excepciones, relativamente estable en los últimos años tal como se presenta en la Ilustración 6.

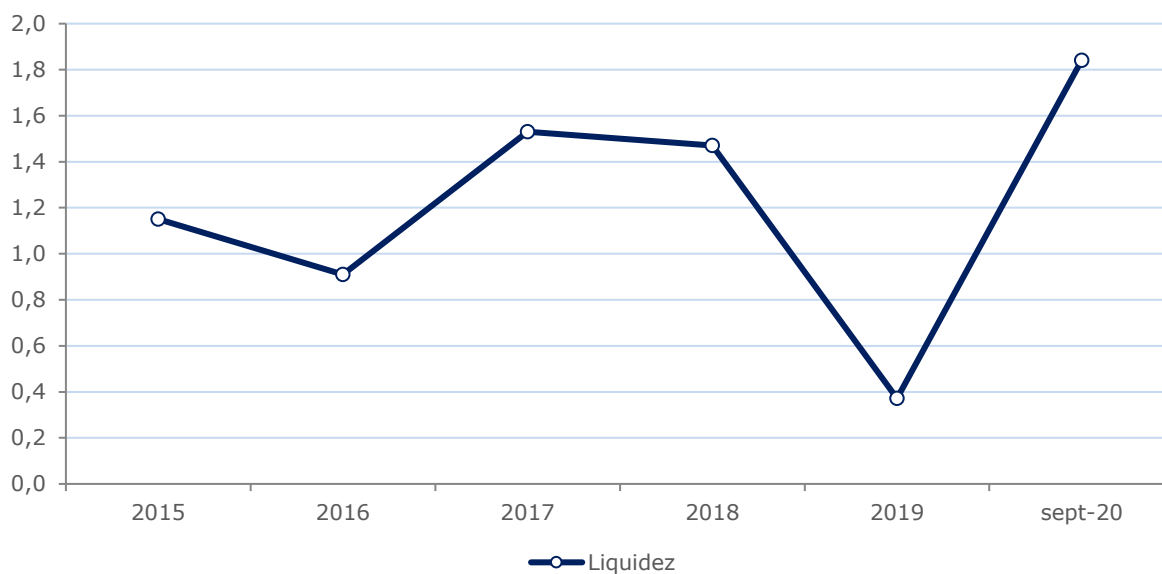


Ilustración 6: Razón de liquidez

“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.”