



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

A n a l i s t a
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Fondo de Inversión Inmobiliaria Cimenta-Expansión

Marzo 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
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 2019

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	22-08-2028
Monto máximo	UF 5.000.000
Moneda de emisión	Pesos o Unidades de Fomento
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos del emisor y/o de las sociedades en las que invierte y/o financiamiento de nuevas inversiones del emisor y/o de las sociedades en las que invierte.
Garantías	No contempla

Covenants financieros de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Covenant	Límite
Nivel de endeudamiento (Deuda financiera neta / Total patrimonio neto)	<= 1,5 veces
Cobertura de gastos financieros	>= 2,5 veces
Activos libres de gravámenes (Activos inmobiliarios libres de gravámenes / Deuda financiera neta sin garantías)	>= 1,5 veces

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2015	2016	2017	2018	sep-19
Activos Corrientes	8.540.473	7.515.442	15.793.879	29.787.631	8.221.857
Activos No Corrientes	216.184.377	224.915.752	225.859.394	234.768.232	246.210.900
Total Activos	224.724.850	232.431.194	241.653.273	264.555.863	254.432.757
Pasivos Corrientes	7.419.948	8.264.375	10.318.002	20.252.241	4.649.199
Pasivos No Corrientes	51.618.065	47.510.491	42.237.481	37.948.604	35.724.183
Total Pasivos	59.038.013	55.774.866	52.555.483	58.200.845	40.373.382
Patrimonio Neto	165.686.837	176.656.328	189.097.790	206.355.018	214.059.375
Total Pasivos y Patrimonio Neto	224.724.850	232.431.194	241.653.273	264.555.863	254.432.757

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2015	2016	2017	2018	sep-19
Ingresos	16.723.964	18.478.283	22.825.362	29.175.952	16.177.258
Gastos de operación	-2.607.619	-3.035.193	-3.802.312	-4.677.468	-2.777.887
Resultado operacional	14.116.345	15.443.090	19.023.050	24.498.484	13.399.371
Costos financieros	-1.980.908	-1.759.982	-2.220.076	-1.397.648	-926.847
Resultado del ejercicio	12.135.437	13.683.108	16.802.974	23.100.836	12.472.524

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.

A 30 de septiembre de 2019 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 14,4 millones y activos financieros a costo amortizado por US\$ 0,1 millones, con cerca de 243 mil metros cuadrados arrendables entre distintas unidades de negocios; más de 800 habitaciones en residencias para la tercera edad; y 1.900 casas en proyectos habitacionales dispuestos para la venta. Por otro lado, las valorizaciones independientes¹ de los activos le dan un valor comercial cercano a US\$ 364,1 millones. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 75,4 millones a diciembre de 2018 con la posibilidad de llegar a US\$ 101,6 millones tras la emisión de un bono.

Entre los fundamentos que sustentan la clasificación de la línea de bonos en proceso de inscripción 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 Valorización de Tinssa realizada en diciembre de 2018.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo de UF 9,0 millones, según la valorización independiente, cubre adecuadamente la deuda financiera que posee (UF 1,9 millones), la cual aumentaría a UF 5,0 millones tras la emisión 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 (aunque posiblemente, en caso de crisis, a tasas de interés más elevadas que las ahora vigentes). 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 27% 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 anlizada—dos *bullets* de UF 2,5 millones, una a cinco años y otra cercano a diez años—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 en 2028, 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 710 mil.

Dicho lo anterior, dentro de los principales riesgos del fondo figuran eventuales caídas abruptas y relativamente permanentes en el valor de los arriendos e/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.

Por otro lado, la clasificación considera los efectos desfavorables que tienen los eventos ocurridos tras el 18 de octubre de 2019, donde la generación de flujo se puede ver afectada tras el cierre de locales comerciales por daños en infraestructura o no apertura de los centros. Sin embargo, la diversificación de los flujos, así como también la geográfica, permite mitigar el impacto.

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 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. El plazo de vencimiento del fondo está programado para el año 2028, el cual puede ser prorrogable por los aportantes en asamblea.

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 2019, 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.	211.544	99,99%
Cimenta Desarrollo Inmobiliario S.A.	21	0,01%
Total	211.565	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 30 de septiembre de 2019—se han materializado en cinco unidades de negocios, siendo la principal el arriendo de oficinas que representa un 26,4% de los activos inmobiliarios y se concentra en las comunas de Santiago, Providencia, Las Condes y Vitacura. Un 19,2% de los activos se distribuyen en tres centros industriales. Los locales y centros comerciales representan un 16,4% y 14,6% respectivamente, agrupando más de 50 locales comerciales, supermercados, cines, restaurantes y universidades, tanto en Santiago como en regiones. Por último, un 16,7% de los activos se concentran en residencias Senior Suites y 6,7% en proyectos habitacionales que hoy se encuentran a la venta.

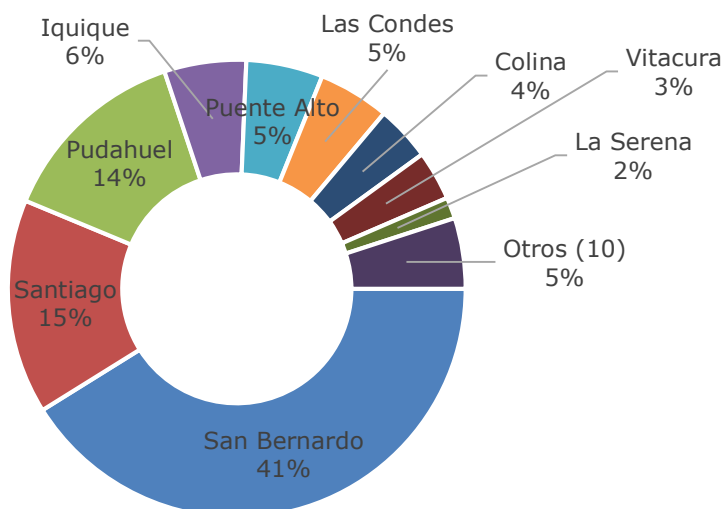


Ilustración 1: Distribución de metros cuadrados por comuna de los inmuebles

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. Si bien, entre 2020 y 2024, además de los años 2026 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 2025 y 2028 en donde hay un vencimiento por 2,5 millones de UF que es más de tres veces los flujos esperados; no obstante, en opinión de **Humphreys**, dichos montos podría ser refinanciado con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores.

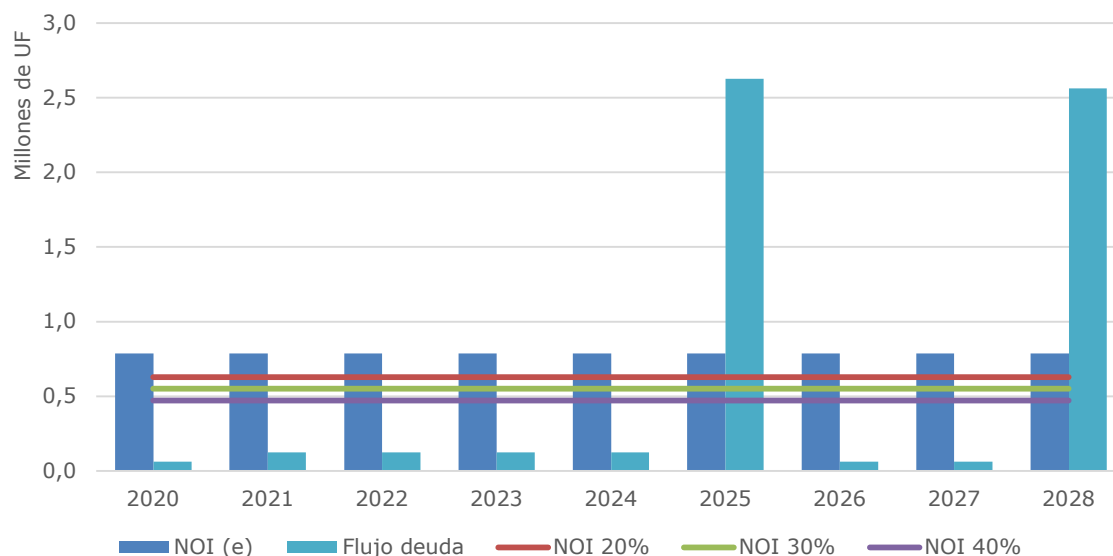


Ilustración 2: NOI y servicio de la deuda

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 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 2019—presentaba una relación de 3,8 si se consideran sólo los flujos a percibir por los activos en arriendo durante la vigencia del bono; sin embargo, este ratio se incrementa a 6,9 si se asume perpetuidad en los flujos². Adicional a lo anterior, el fondo cuenta con un indicador de cobertura de 2,0 veces y 3,2 veces si se mide a la fecha de vencimiento de cada deuda *bullet*, lo que refleja 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. 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.

² 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.

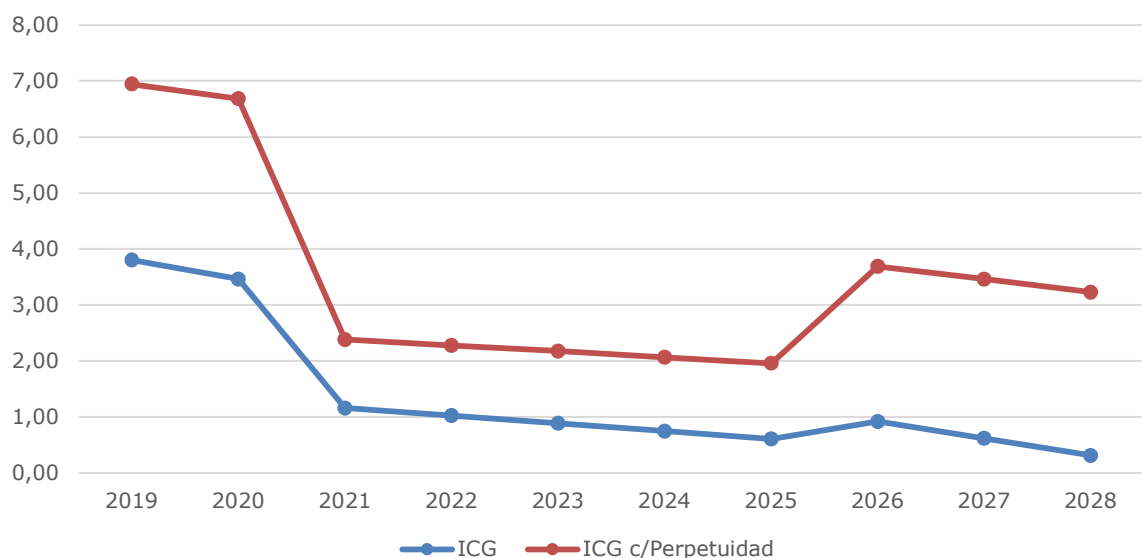


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

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 dos periodos, 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.

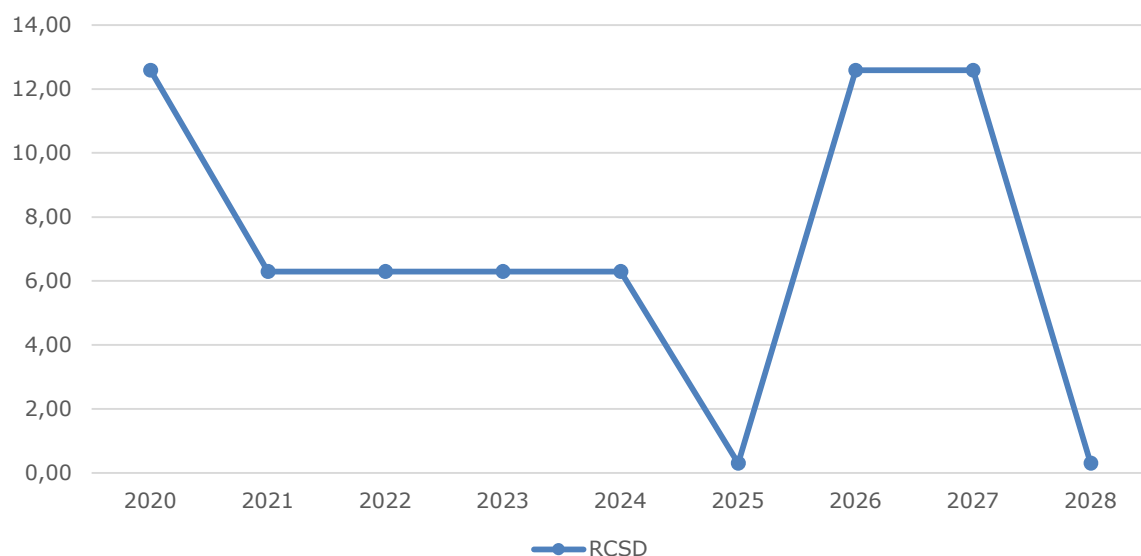


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Índice de Cobertura Proyectado (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 Proyectado de los flujos para el refinanciamiento de la deuda

ICP	Castigo de Flujos						
	Tasa Interés	5%	10%	15%	20%	30%	40%
2,0%	9,26	8,78	8,29	7,80	6,83	5,85	4,88
2,5%	7,41	7,02	6,63	6,24	5,46	4,68	3,90
3,0%	6,18	5,85	5,53	5,20	4,55	3,90	3,25
3,5%	5,29	5,01	4,74	4,46	3,90	3,34	2,79
4,0%	4,63	4,39	4,14	3,90	3,41	2,93	2,44
4,5%	4,12	3,90	3,68	3,47	3,03	2,60	2,17
5,0%	3,71	3,51	3,32	3,12	2,73	2,34	1,95

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio de todas las sociedades filiales, a diciembre de 2018, es igual a 30,0 veces, influenciado principalmente por pasivos financieros, de los cuales cerca del 88,7% corresponden a préstamos con entidades relacionadas. Al ajustar por los pasivos financieros con

empresas relacionadas, el indicador se reduce a 3,4 veces. La Ilustración 5 presenta el comportamiento que ha tenido esta relación.

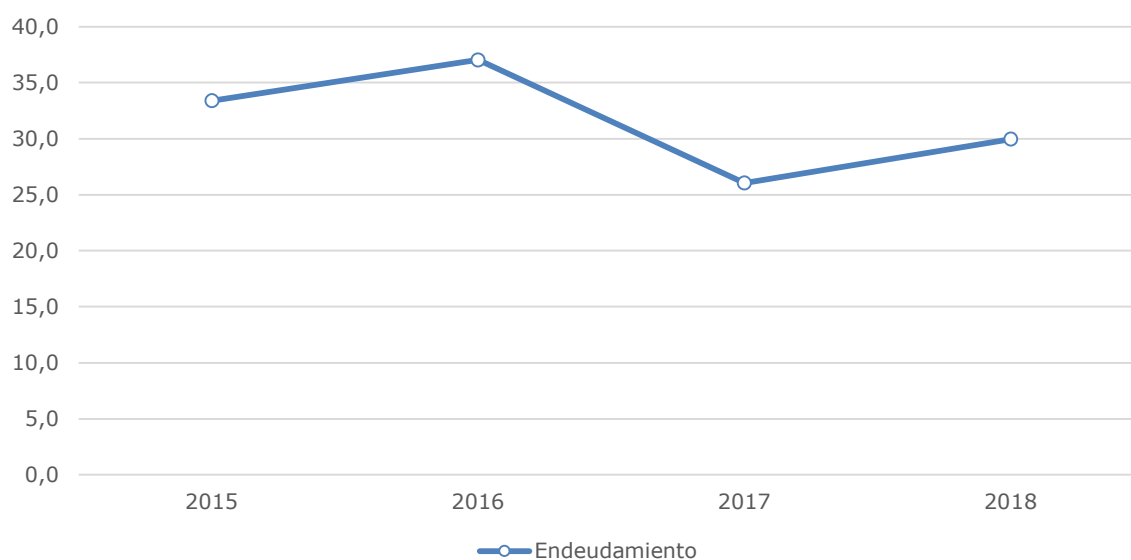


Ilustración 5: Pasivos exigibles sobre patrimonio

Liquidez

La liquidez de **Cimenta-Expansión**, a septiembre de 2019, registró un valor de 1,8 veces, la cual se ha mantenido relativamente estable en los últimos años tal como se presenta en la Ilustración 6.

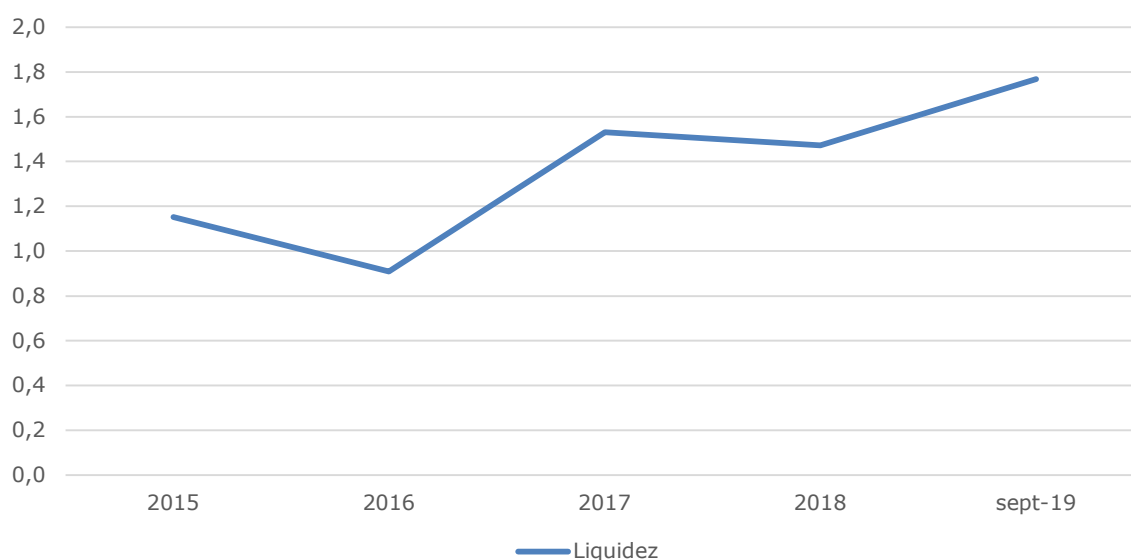


Ilustración 6: Razón de liquidez

"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."