



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Fondo de Inversión Inmobiliaria Cimenta - Expansión

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Savka Vielma Huaiquiñir
Hernán Jiménez Aguayo
savka.vielma@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Agosto 2021

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 1.017 de 30.03.2020
Serie A (BCIME-A)	Primera emisión
Serie B(BCIME-B)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Ingresos de actividades ordinarias	22.825.362	29.175.952	24.471.363	20.370.559	33.537.296	10.941.583
Gastos de operación	-3.802.312	-4.677.468	-3.923.593	-3.551.331	-1.573.953	-208.226
Resultado operacional	19.023.050	24.498.484	20.547.770	16.819.228	31.963.343	10.733.357
Costos financieros	-2.220.076	-1.397.648	-1.284.421	-2.042.674	-4.785.616	-1.418.773
Utilidad del ejercicio	16.802.974	23.100.836	19.263.349	14.776.554	27.177.727	9.314.584

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Activos corrientes	15.793.879	29.787.631	8.630.560	32.469.618	45.092.638	37.968.001
Activos no corrientes	225.859.394	234.768.232	261.611.280	275.699.642	318.847.646	336.686.231
Total activos	241.653.273	264.555.863	270.241.840	308.169.260	363.940.284	374.654.232
Pasivos corrientes	10.318.002	20.252.241	23.227.851	6.213.327	5.674.143	7.886.515
Pasivos no corrientes	42.237.481	37.948.604	30.112.280	72.725.658	107.508.098	109.346.714
Patrimonio	189.097.790	206.355.018	216.901.709	229.230.275	250.758.043	257.421.003
Total patrimonio y pasivos	241.653.273	264.555.863	270.241.840	308.169.260	363.940.284	374.654.232

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 31 de marzo de 2022 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 2,84¹ millones y activos financieros a costo amortizado por US\$ 0,07 millones, con cerca de 242 mil metros cuadrados arrendables entre distintas unidades de negocios; más de 70 inmuebles, aproximadamente 820 habitaciones en residencias para la tercera edad; y cerca de 2.700 casas vendidas en proyectos habitacionales. Por otro lado, las valorizaciones independientes² de los activos le dan un valor comercial, cercano a US\$386,6³ millones. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquellas asociadas a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$138,7 millones a marzo de 2022.

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.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo de UF 10,5 millones, según la valorización, cubre adecuadamente la deuda financiera que posee (UF 3,3 millones). Lo anterior sería indicativo de que se tendría acceso a financiamiento a pesar de caídas abruptas en el valor de los activos. 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 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 23,2% 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 de deuda vigente que mantiene el fondo —además de la estructura de los 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

¹ Tipo de cambio utilizado: \$787,98/USD y \$31.727,74/UF para el cierre de marzo 2022.

² Valorización de Tinsa realizada en 2021.

³ Tipo de cambio utilizado: \$844,69/USD y \$30.991,74/UF.

de generación de flujos que poseen los activos subyacentes, los cuales registran ingresos anuales recurrentes netos de gastos cercanos a las UF 600.000.

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 vacancias. 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 de éste 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, los que compensan 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 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 en 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 objetivo. Su plazo de vencimiento está programado para el año 2028, el cual puede ser prorrogable por los aportantes.

El fondo de inversión es administrado por Cimenta S.A. Administradora General de Fondos, entidad constituida específicamente con el objetivo de gestionar **Cimenta-Expansión**. A marzo de 2022, la propiedad de Cimenta S.A. AGF se componía como se muestra en la Tabla 1.

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

Tipo de instrumento	Nº Acciones	Participación
Rentas Barbastro SPA	100.000	50,00%
Rentas Inmobiliarias Siracusa S.A.	78.916	39,46%
Inversiones Los Yecos S.A.	21.084	10,54%
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 o auditores externos inscritos en la CMF. En el 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 y 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 u otros títulos de deuda, siempre que el emisor cuente con estados financieros auditados por empresas de auditoría o auditores externos, inscritos en la CMF.
 - Acciones, cuotas de otros fondos de inversión, bonos, efectos de comercio u 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, a marzo de 2022 las inversiones del fondo se han materializado en seis unidades de negocios, siendo la principal el arriendo de oficinas, que representa un 23% de los activos inmobiliarios, seguido de centros y locales comerciales que son un 22% y 12%, respectivamente, los cuales agrupan más de 50 locales comerciales, supermercados, cines, restaurantes y universidades, tanto en Santiago como en regiones. Un 18% de los activos se concentran en cuatro centros de bodegaje de gran tamaño y por propiedades en formato más pequeño. Por último, un 20% de los activos se concentran en residencias Senior Suites y un 5% en proyectos habitacionales.

Con respecto a la ubicación geográfica de la superficie arrendable, ésta se distribuye en un total de 19 comunas y se concentra principalmente en San Bernardo, Santiago y Pudahuel con 43%, 16% y 7%, respectivamente. En la Ilustración 1, se presenta la distribución de los metros cuadrados arrendables.

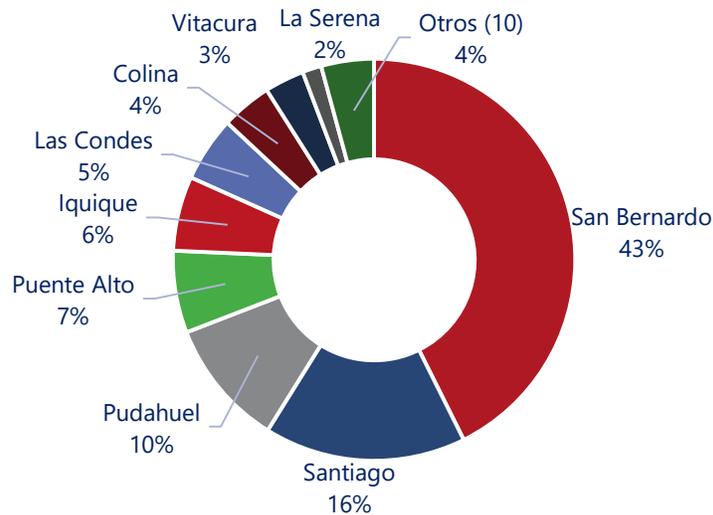


Ilustración 1: Distribución de metros cuadrados por comuna

Análisis financiero

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

Las proyecciones de Ingreso Operativo (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 Ilustración 2 muestra la estimación de flujos futuros, junto con los montos de pago de la deuda que posee el fondo en términos consolidados.

El fondo tiene inscrito dos líneas de bonos por hasta UF 2,5 millones cada uno, con vencimiento en 2025, que aún no han sido colocados. Actualmente cuentan con tres créditos *bullet*, uno por \$30 mil millones con vencimiento en 2024 y dos por UF 2,5 millones en total con vencimiento en 2025. La estructura de estos créditos implica que entre 2021 y 2023 el flujo esperado para el fondo presentaría una amplia holgura para cubrir el pago de intereses, incluso hasta con un 40% de deterioro del NOI, pero no sucedería lo mismo el año 2024 y el 2025 en donde el pago es hasta tres veces más que los flujos esperados; a pesar de lo anterior, en opinión de **Humphreys**, dicho monto podría ser refinanciado con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores.

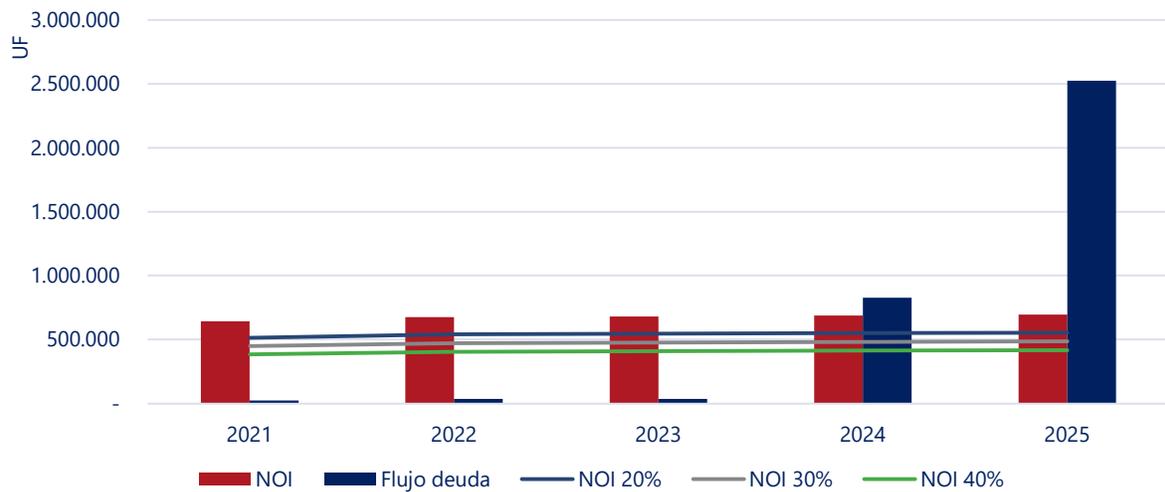


Ilustración 2: NOI y servicio de deuda

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 flujos). Como se puede apreciar en la Ilustración 3 **Cimenta-Expansión** —sobre la base de los datos considerados a marzo de 2022— presentaba una relación de 1,32 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 4,56 si se asume perpetuidad en los flujos⁴, 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.

⁴ 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.

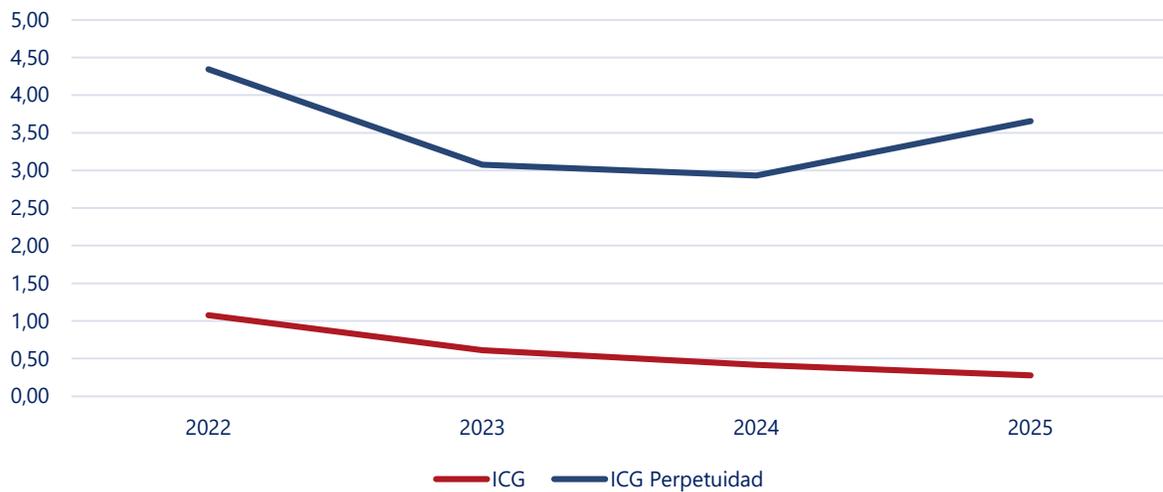


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)

La Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD), que muestra para cada período cuán holgado es el NOI generado por el fondo en relación con el vencimiento de pasivos, indica que por lo general se cuenta con la capacidad de hacer frente a los compromisos financieros adquiridos. En este caso, para el cálculo de la RCSD, se considera el refinanciamiento vía los bonos que aún no han sido colocados que tendrían como vencimiento la duración del fondo.

Como se puede apreciar en la Ilustración 4, tan solo en el último periodo, dada la estructura de amortización de los instrumentos, el indicador se encuentra por debajo de la unidad. Esto responde principalmente a que en esos periodos se pagaría el 100% del saldo insoluto de cada bono que se ha estructurado, implicando la necesidad de refinanciamiento, y extensión de la duración del fondo.

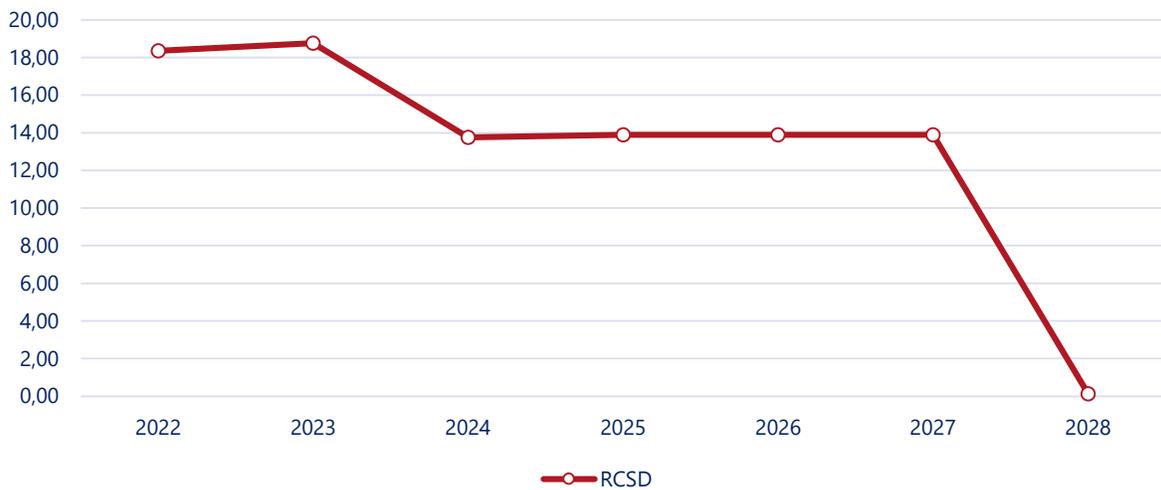


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Índice de Cobertura Projectado (ICP)

Dado que la deuda tendría un vencimiento de UF 2,53 millones en 2025 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 Tasa Interés	Castigo de Flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
2,0%	13,1	12,4	11,7	11,0	9,6	8,3	6,9
3,0%	8,7	8,3	7,8	7,3	6,4	5,5	4,6
4,0%	6,5	6,2	5,8	5,5	4,8	4,1	3,4
5,0%	5,2	5,0	4,7	4,4	3,9	3,3	2,8
6,0%	4,4	4,1	3,9	3,7	3,2	2,8	2,3
7,0%	3,7	3,5	3,3	3,1	2,8	2,4	2,0

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio de todas las sociedades filiales, a diciembre de 2021, es igual a 31,12 veces, influenciado principalmente por pasivos financieros, de los cuales cerca del 95,5% corresponden a préstamos con entidades relacionadas. Al ajustar por los pasivos financieros con empresas relacionadas, el indicador se reduce a 1,11 veces. La Ilustración 5 presenta el comportamiento que ha tenido esta relación.

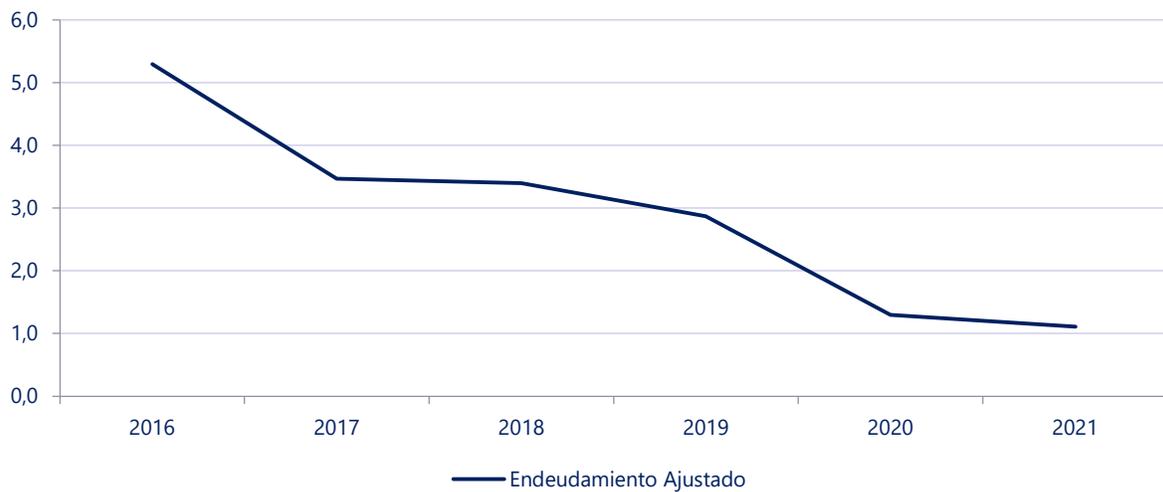


Ilustración 5: Pasivos exigibles sobre patrimonio

Liquidez

La liquidez de **Cimenta-Expansión**, a marzo de 2022, registró un valor de 4,81 veces, cambiando la tendencia marcada en los últimos dos años, explicada por una disminución de 15,8% en los activos corrientes y un aumento de 39,0% de los pasivos corrientes, con respecto a diciembre de 2021. La evolución de este indicador se presenta en la *Ilustración 6*.

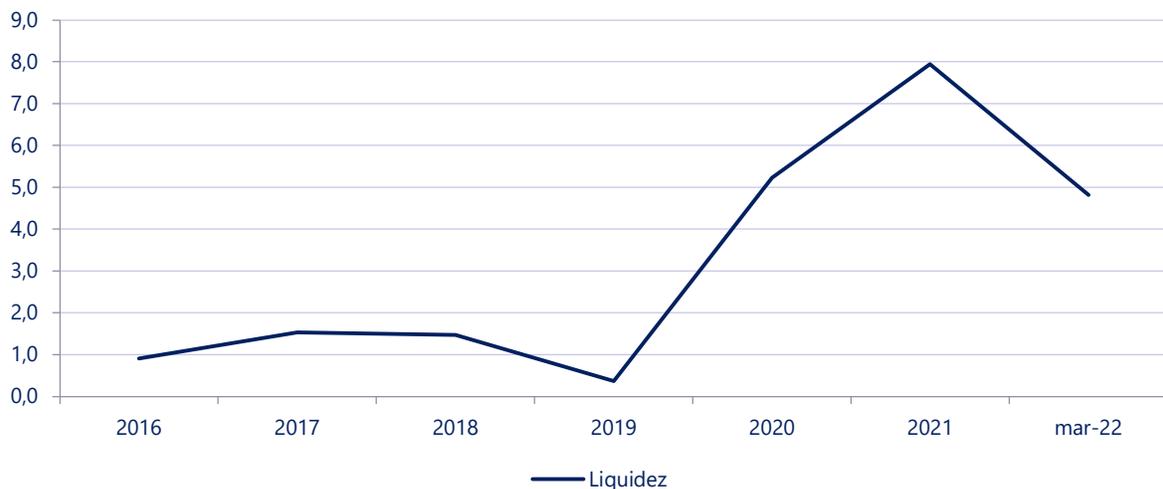


Ilustración 6: Razón de liquidez

"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."