



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# Fondo de Inversión Inmobiliaria Cimenta - Expansión

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Camila Alvarado Y.

Hernán Jiménez A.

[camila.alvarado@humphreys.cl](mailto:camila.alvarado@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

**FECHA**

Agosto 2021

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

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	<b>AA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2021

Categoría de riesgo	
Línea de bonos	N° 1.017 de 30.03.2020
Línea de bonos	N°1017 de 30.03.20
Serie A	Primera emisión
Serie B	Primera emisión

#### Estados de Resultados Consolidados IFRS

M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Ingresos de actividades ordinarias	18.478.283	22.825.362	29.175.952	24.471.363	20.370.559	6.621.740
Gastos de operación	-3.035.193	-3.802.312	-4.677.468	-3.923.593	-3.551.331	-922.288
Resultado operacional	15.433.090	19.023.050	24.498.484	20.547.770	16.819.228	5.699.452
Costos financieros	-1.759.982	-2.220.076	-1.397.648	-1.284.421	-2.042.674	-417.275
Utilidad del ejercicio	<b>13.683.108</b>	<b>16.802.974</b>	<b>23.100.836</b>	<b>19.263.349</b>	<b>14.776.554</b>	<b>5.282.177</b>

#### Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS

M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Activos corrientes	7.515.442	15.793.879	29.787.631	8.630.560	32.469.618	33.312.832
Activos no corrientes	224.915.752	225.859.394	234.768.232	261.611.280	275.699.642	281.004.036
<b>Total activos</b>	<b>232.431.194</b>	<b>241.653.273</b>	<b>264.555.863</b>	<b>270.241.840</b>	<b>308.169.260</b>	<b>314.316.868</b>
Pasivos corrientes	8.264.375	10.318.002	20.252.241	23.227.851	6.213.327	8.350.408
Pasivos no corrientes	47.510.491	42.237.481	37.948.604	30.112.280	72.725.658	73.524.692
Patrimonio	176.656.328	189.097.790	206.355.018	216.901.709	229.230.275	232.441.768
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>232.431.194</b>	<b>241.653.273</b>	<b>264.555.863</b>	<b>270.241.840</b>	<b>308.169.260</b>	<b>314.316.868</b>

# 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 2021 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 3,9<sup>1</sup> millones y activos financieros a costo amortizado por US\$ 0,15 millones, con cerca de 224 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 180 están disponibles para la venta según información provista por la AGF. Por otro lado, las valorizaciones independientes<sup>2</sup> de los activos le dan un valor comercial, cercano a US\$404,4<sup>3</sup> millones. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquellas asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$101,8<sup>4</sup> millones a marzo de 2021 con la posibilidad de llegar a US\$203,6 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 el 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.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo de UF 9,9 millones, según la valorización, cubre adecuadamente la deuda financiera que posee (UF 2,5 millones), la cual podría aumentar a UF 5,0 millones con una 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. 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).

<sup>1</sup> Tipo de cambio utilizado: \$721,82/USD

<sup>2</sup> Valorización de Tinssa realizada en 2020.

<sup>3</sup> Tipo de cambio utilizado: \$710,95/USD y \$29.070,33/UF

<sup>4</sup> Tipo de cambio utilizado: \$721,82/USD y \$29.394,77/UF

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 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 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 de generación de flujos que poseen los activos subyacentes, los cuales registran ingresos anuales recurrentes netos de gastos por sobre las UF 660 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 vacancias, en particular para horizontes superiores a cinco años (ya que se estiman menos probables para un periodo de tres o cuatros 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 de este 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 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 de cumplan con su objetivo. 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 este fondo de inversión (a la fecha no tienen más fondos bajo su administración). A marzo de 2021, 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

Tipo de instrumento	N° Acciones	Participación
Rentas Barbastro SPA	100.000	50,00%
Rentas Inmobiliarias Siracusa	78.916	39,46%
Inversiones Los Yecos S.A.	21.084	10,54%
<b>Total</b>	<b>200.000</b>	<b>100,00%</b>

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 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 externa 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, las inversiones del fondo —a marzo de 2021— 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% y 12%, respectivamente, agrupando más de 50 locales comerciales, supermercados, cines, restaurantes y universidades, tanto en Santiago como en regiones. Por último, un 17% de los activos se concentran en residencias Senior Suites y un 6% en proyectos habitacionales que hoy se encuentran a la venta.

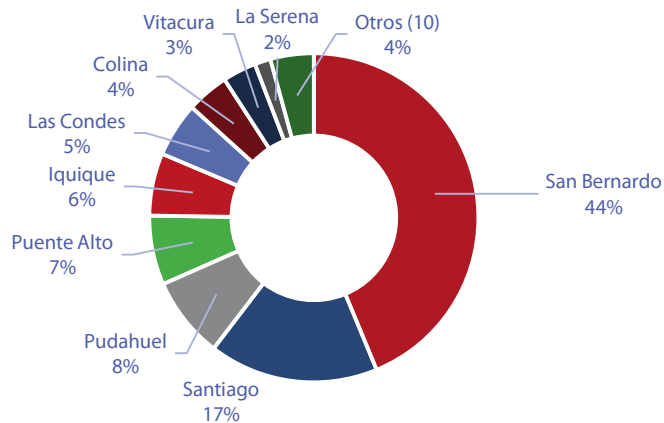


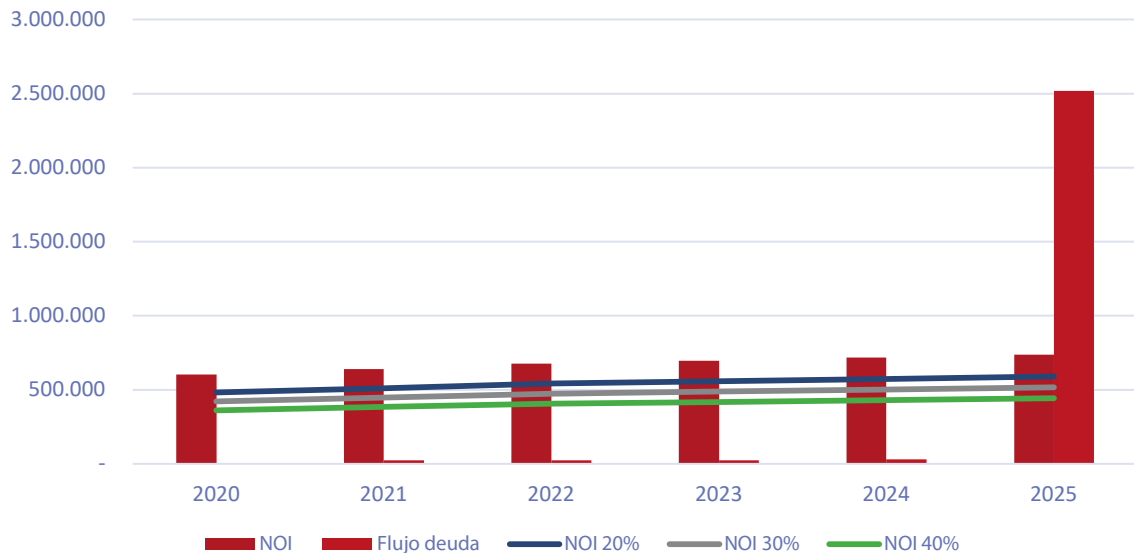
Ilustración 1: Distribución de metros cuadrados por comuna de los inmuebles

## Análisis financiero

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

Las proyecciones de Ingreso Operativo (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*. El fondo tiene inscrito dos bonos por hasta UF 2,5 millones cada uno, con vencimiento en 2025, que aún no han sido colocados. Actualmente cuentan con dos créditos *bullet* por 2,5 millones de UF en total, cuya estructura implica que entre 2021 y 2024 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 – no sucedería lo mismo el año 2025 en donde habría un vencimiento por el total de la deuda, que es más de tres 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 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 2021— presentaba una relación de 1,36 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 4,42 si se asume perpetuidad en los flujos<sup>5</sup>, 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.

<sup>5</sup> 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.

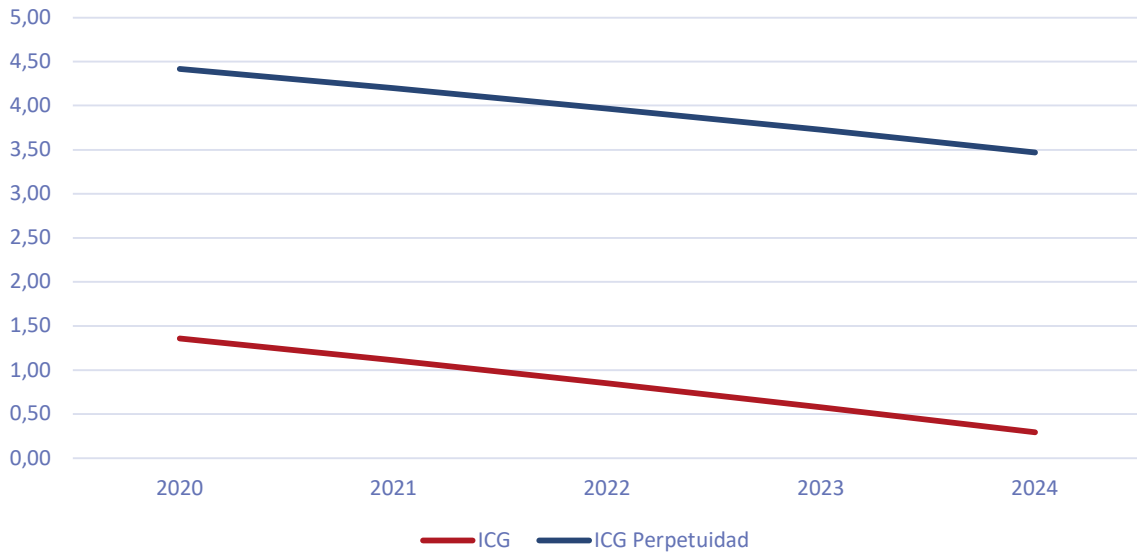


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

### 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. 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.

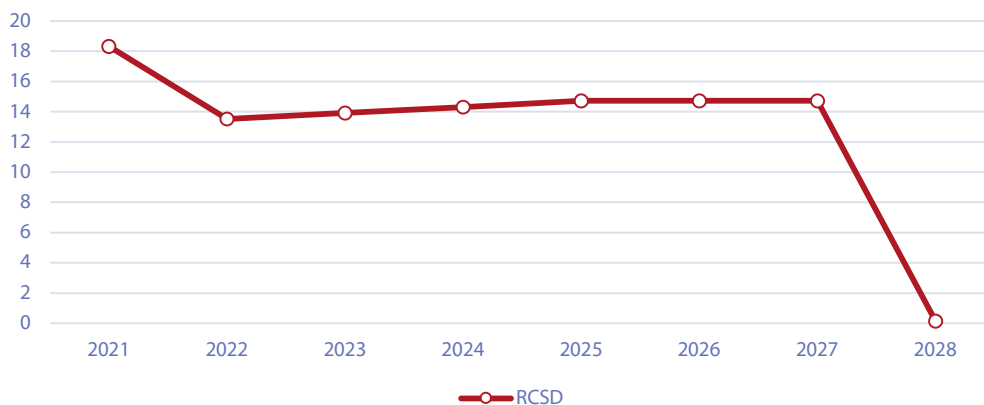


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda



## Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

Dado que el bono tendría un vencimiento de UF 5,0 millones en 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 Proyectado de los flujos para el refinanciamiento de la deuda

ICP	Castigo Flujos						
	Tasa Interés	5%	10%	15%	20%	30%	40%
0,8%	34,99	33,15	31,31	29,46	25,78	22,10	18,42
1,0%	27,99	26,52	25,04	23,57	20,63	17,68	14,73
2,0%	14,00	13,26	12,52	11,79	10,31	8,84	7,37
3,0%	9,33	8,84	8,35	7,86	6,88	5,89	4,91
4,0%	7,00	6,63	6,26	5,89	5,16	4,42	3,68
5,0%	5,60	5,30	5,01	4,71	4,13	3,54	2,95

## Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio de todas las sociedades filiales, a marzo de 2021, es igual a 27,1 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 1,15 veces. La *Ilustración 5* presenta el comportamiento que ha tenido esta relación.

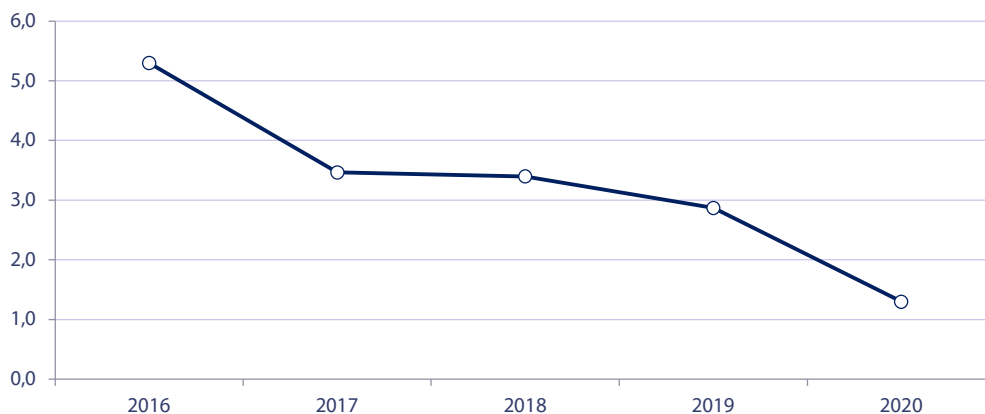
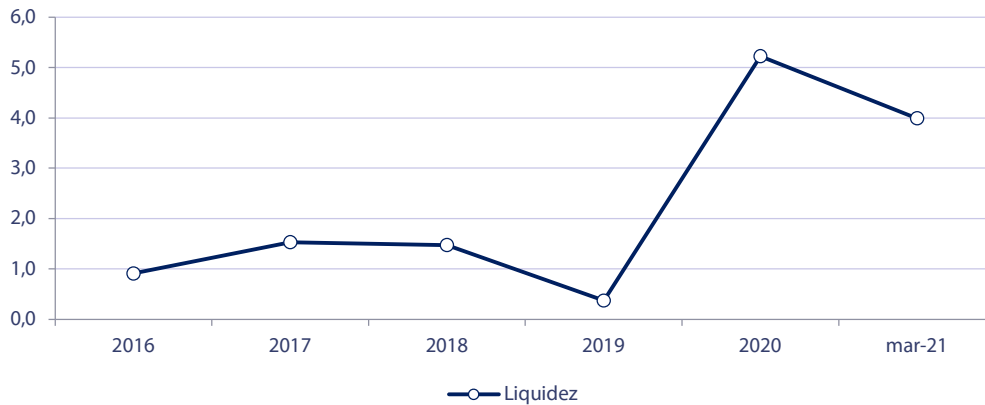


Ilustración 5: Pasivos exigibles sobre patrimonio

## Liquidez

La liquidez de **Cimenta-Expansión**, a marzo de 2021, registró un valor de 4,0 veces, la cual se ha mantenido, relativamente estable en el tiempo, exceptuando recientemente, en donde se ha visto una tendencia al alza. 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.”*