



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a s

Eric Pérez

Hernán Jiménez

Tel. (56) 22433 5200

[eric.perez@humphreys.cl](mailto:eric.perez@humphreys.cl)

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

## Inmobiliaria Niallem S.A.

Septiembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	A+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	30 de junio de 2019

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción		
Plazo	10 años	30 años
Monto máximo	UF 3.000.000	UF 3.000.000
Moneda de emisión	Pesos o Unidades de Fomento	Pesos o Unidades de Fomento
Uso de fondos	Fines generales del Emisor, incluyendo tanto el financiamiento de sus inversiones, como el refinanciamiento de sus pasivos de corto y largo plazo.	Fines generales del Emisor, incluyendo tanto el financiamiento de sus inversiones, como el refinanciamiento de sus pasivos de corto y largo plazo.
Garantías	No contempla, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del emisor de acuerdo con los artículos 2.465 y 2.469 del Código Civil.	No contempla, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del emisor de acuerdo con los artículos 2.465 y 2.469 del Código Civil.

Covenants financieros de la línea de bono en proceso de inscripción	
Covenant	Límite
Pasivo exigible / Patrimonio total	≤ 1,5 veces
Activos libres de gravamen / Pasivo exigible	≥ 1,3 veces
Patrimonio mínimo	UF 3.000.000

Estados de Resultado Consolidado IFRS					
MM\$	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Ingresos de actividades ordinarias	8.954.531	10.580.519	11.829.666	12.652.614	6.831.597
Costo de ventas	-1.378.251	-1.621.691	-1.802.069	-1.939.610	-906.039
<b>Margin bruto</b>	<b>7.576.280</b>	<b>8.958.828</b>	<b>10.027.597</b>	<b>10.713.004</b>	<b>5.925.558</b>
Gastos de administración	-1.023.487	-1.513.324	-1.495.122	-1.446.446	-710.525
Costos financieros	-3.050.189	-3.350.348	-3.668.109	-3.702.008	-1.875.297
<b>Ganancia</b>	<b>15.102.950</b>	<b>15.037.967</b>	<b>9.150.757</b>	<b>14.759.678</b>	<b>5.252.113</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6.552.793</b>	<b>7.445.504</b>	<b>8.532.475</b>	<b>9.266.558</b>	<b>5.215.033</b>

<b>Balance General Consolidado, IFRS</b>					
<b>MM\$</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Jun-19</b>
Activos corrientes	6.840.118	6.817.282	21.349.642	23.928.272	24.689.985
Activos no corrientes	141.691.504	167.571.967	170.411.571	189.765.954	217.205.646
<b>Total activos</b>	<b>148.531.622</b>	<b>174.389.249</b>	<b>191.761.213</b>	<b>213.694.226</b>	<b>241.895.631</b>
Pasivos corrientes	3.945.851	4.484.331	5.474.792	5.517.777	5.844.694
Pasivos no corrientes	68.746.370	79.117.746	85.869.406	92.986.176	115.642.766
Total pasivos	72.692.221	83.602.077	91.344.198	98.503.953	121.487.460
Patrimonio	75.839.401	90.787.172	100.417.015	115.190.273	120.408.171
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>148.531.622</b>	<b>174.389.249</b>	<b>191.761.213</b>	<b>213.694.226</b>	<b>241.895.631</b>
Deuda financiera <sup>1</sup>	64.153.886	71.604.867	78.118.584	77.002.561	101.228.955

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Inmobiliaria Nialem S.A. (Nialem)** es una sociedad perteneciente al grupo Inversiones Niagara especializada en el negocio de la renta inmobiliaria con 19 años de experiencia y una fuerte presencia en el centro de Santiago, con inversiones que van desde oficinas hasta locales comerciales y bodegas industriales.

El objeto de este informe es la inscripción por parte de **Nialem** de dos líneas de bonos a 10 y 30 años, por un monto máximo de colocación de UF 3 millones cada una. El uso de los fondos provenientes de esta operación serán fines generales del emisor, incluyendo tanto el financiamiento de sus inversiones, como el refinanciamiento de sus pasivos de corto y largo plazo.

A diciembre de 2018 la empresa generó ingresos contables cercanos a UF 459 mil y registraba una deuda financiera por UF 2,79 millones, operando una superficie arrendable del orden de 86.629 metros cuadrados, contabilizados en UF 7,24 millones. En todo caso, considerando la emisión del título de deuda y el uso de los recursos, para efectos de la evaluación se trabajó con un pasivo financiero equivalente a UF 3,57 millones.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación de las líneas de bonos de **Nialem** en "Categoría A+" destaca la capacidad de generación de flujo que presentan los activos de la sociedad lo que permite que sus inmuebles de renta se valoricen en torno a 2,03 veces el valor de la deuda. La calidad de los activos, en cuanto a generación de deuda, se basa en su política de arrendamiento, con canon principalmente fijos, y en su adecuada ubicación (zonas geográficas de elevada concurrencia). Además, los

<sup>1</sup> Incluye los pasivos financieros con empresas del grupo Cencosud S.A.

arriendos se encuentran pactados principalmente en el largo plazo, teniendo en la actualidad una duración ponderada cercana a los 8 años y en unidades de fomento, lo cual limita los impactos de la inflación sobre los ingresos.

A ello se suma que los arrendadores primordiales son empresas con adecuada o elevada solvencia o, en su defecto, entidades cuya importancia relativa es muy reducida en el contexto del total de ingresos del emisor.

Otro aspecto que se destaca son las características propias del negocio, las que, una vez que se materializan las inversiones, permiten que el flujo de caja operacional de la empresa sea elevado en relación con su nivel de ingresos. Junto a lo anterior, se debe considerar que, a medida que se van incorporando más propiedades arrendables como oficinas, bodegas industriales o locales comerciales, se atenúa los efectos que se pueden generar por el debilitamiento de una fuente de ingresos en particular, lo que debiera de reafirmarse a medida que entren en operación nuevos inmuebles a la cartera de propiedades. A la fecha el principal inmueble representa el 13% del total de ingresos de la compañía.

Además, la clasificación se ve favorecida por la experiencia que posee en la gestión de negocios de renta inmobiliaria, centros comerciales y desarrollo inmobiliario. Asimismo, las condiciones de mercado favorecen cada vez más la liquidez de estos inmuebles para renta y con ello la posibilidad de refinanciamiento de la deuda; a la fecha son demandante de este tipo de activos 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).

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve limitada por el hecho de que la sociedad—inserta en el rubro inmobiliario comercial—requiere hacer inversiones relevantes en activos fijos para mantener un crecimiento orgánico en el futuro, las cuales son financiadas—en general—por una mezcla de deuda, flujos de efectivo generados por el arriendo de propiedades y la venta de activos maduros que mantienen con dicho objetivo. En este sentido, la ejecución de proyectos no exitosos o menos rentables que los existentes podría deteriorar la relación actual entre capacidad de generación de flujos del emisor y sus obligaciones financieras.

El proceso de evaluación también incorpora el alto nivel de competencia en el sector en que se desenvuelve la compañía, lo que puede generar, en el mediano-largo plazo, presiones en el precio de arrendamiento de cada local. Tampoco se puede descartar que a futuro exista una disminución en la demanda de los centros ya existentes y/o un exceso de capacidad de las oficinas instaladas en zonas geográficas específicas como Santiago Centro. En este contexto, se incluye el riesgo de refinanciamiento del bono *bullet*, en particular por su larga duración, vence el año 2043, lo cual, por el horizonte de tiempo, acentúa los riesgos de caída en los precios de los arriendos, aumentos en los niveles de ocupación y/o alza en la tasa de interés.

Cabe destacar que la sociedad cuenta con pólizas de seguros con HDI Seguros que cubren incendio, sismos, lucro cesante y otros siniestros.

Para mejorar la clasificación es necesario que se diversifique más la distribución geográfica de las propiedades y/o que se incremente el nivel de EBITDA en relación con los pasivos financieros.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Relación entre valor de activos y deuda financiera (con elevado margen EBITDA).

#### Fortalezas complementarias

- Experiencia en el desarrollo inmobiliario, gestión de negocios de renta inmobiliaria y centros comerciales en Santiago Centro.

#### Fortalezas de apoyo

- Cartera diversificada en formatos y arrendatarios con contratos de arrendamientos de largo plazo y expresados en unidades de fomento.
- Duración de los contratos.
- Cerca del 30% de los deudores tienen clasificación de grado de inversión.

#### Riesgos considerados

- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores (de baja probabilidad de darse en forma abrupta en períodos reducidos de tiempo).
- Caída en tasas de ocupación de inmuebles.
- Alza de tasas de interés en períodos de refinanciamiento deuda.

## 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 ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

El signo “+” representa a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Antecedentes generales

### La compañía

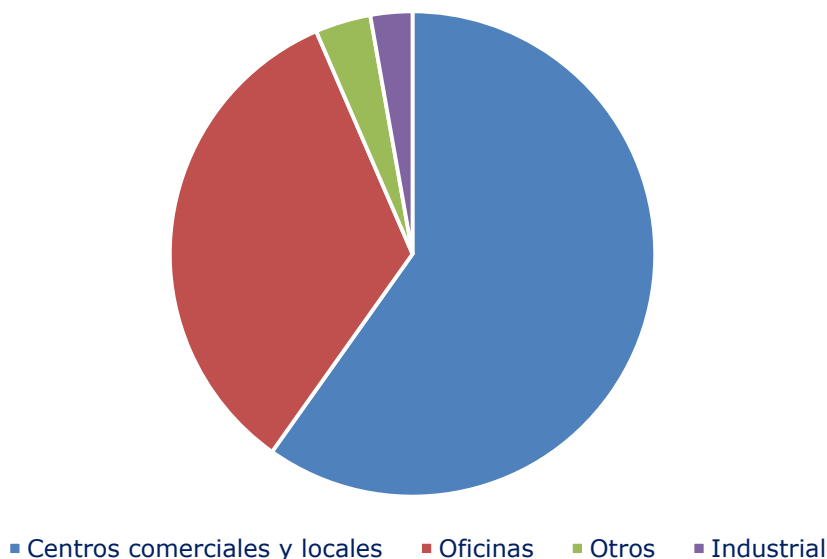
**Nialem** fue fundada a principios del año 2000 por Isaac Hites para gestionar su cartera de inversiones en renta inmobiliaria. Actualmente cuenta con aproximadamente 86.629m<sup>2</sup> arrendables, de los cuales un 69% está ubicado en Santiago Centro.

La compañía tiene como objeto la gestión de negocios de renta inmobiliaria, centros comerciales y desarrollo inmobiliario. A la fecha cuenta, entre otros inmuebles, con una bodega, cinco centros comerciales, 29 locales comerciales y 12 oficinas.

### Distribución de flujos

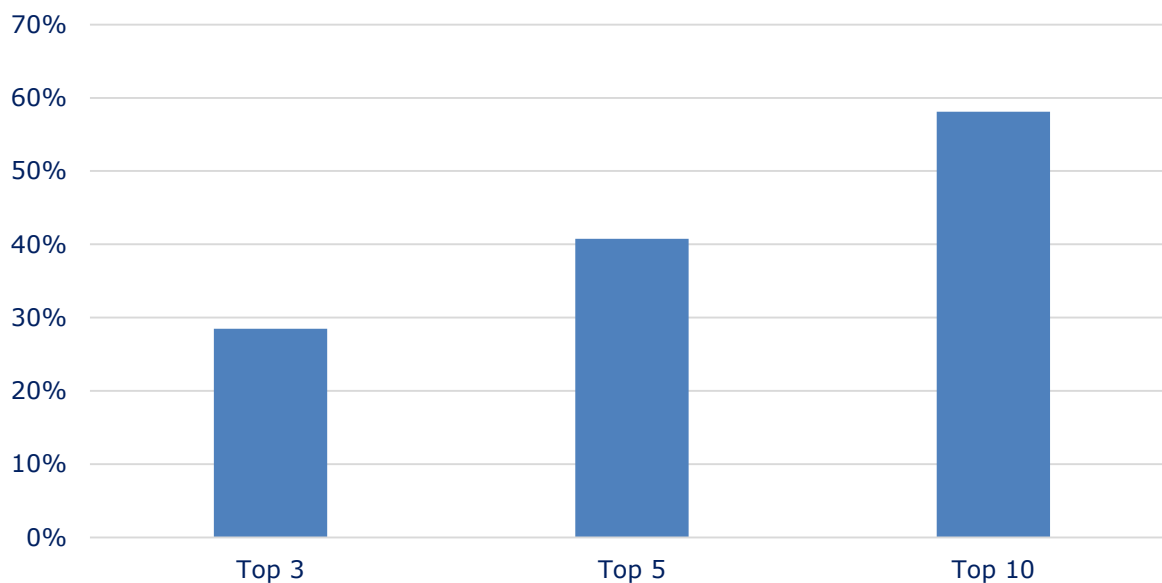
Los flujos percibidos por la sociedad provienen principalmente de centros y locales comerciales que aportan un 60% de los ingresos, seguido de las oficinas que aportan un 33% de los ingresos. La Ilustración 1 muestra cómo se distribuyen los ingresos por línea de negocio.

Ilustración 1  
**Distribución de ingresos por línea de negocio**



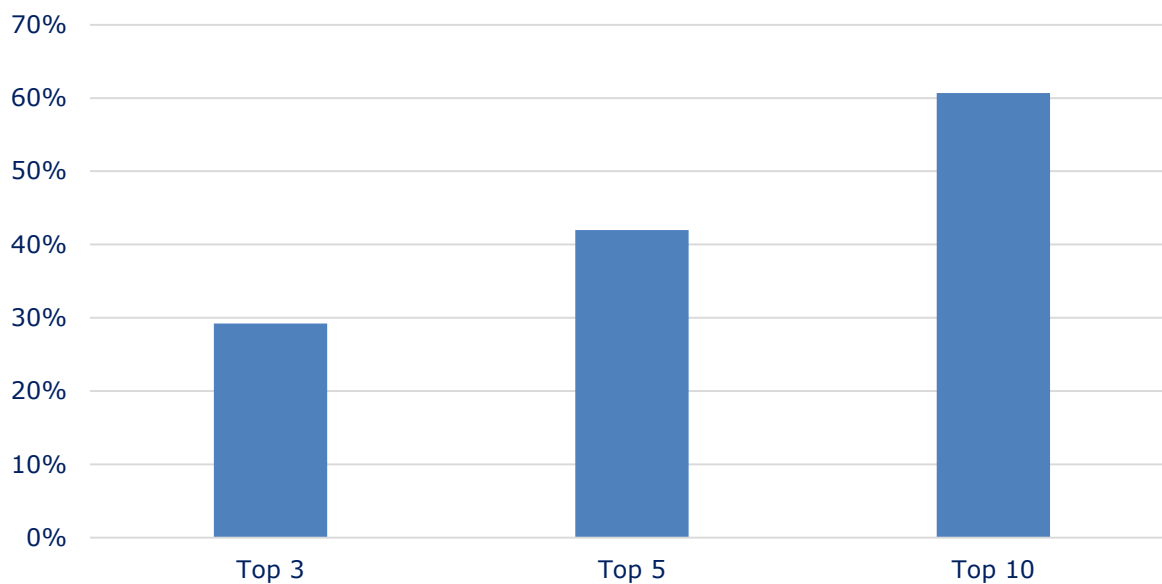
Al revisar los ingresos por activos, se puede apreciar que cerca del 13% proviene de Espacio M y un 8% de Paseo del Puerto. El resto se distribuye entre 52 otros activos inmobiliarios ubicados en Chile. La Ilustración 2 presenta la distribución de los ingresos generados por los diez principales activos de la compañía.

Ilustración 2  
**Distribución de ingresos de los principales activos**



En términos de EBITDA, la desagregación es relativamente similar. Cerca del 15% del EBITDA proviene de Espacio M, seguido por Paseo del Puerto, aportando un 7% del EBITDA. La Ilustración 3 presenta la distribución del EBITDA dentro de los diez principales activos.

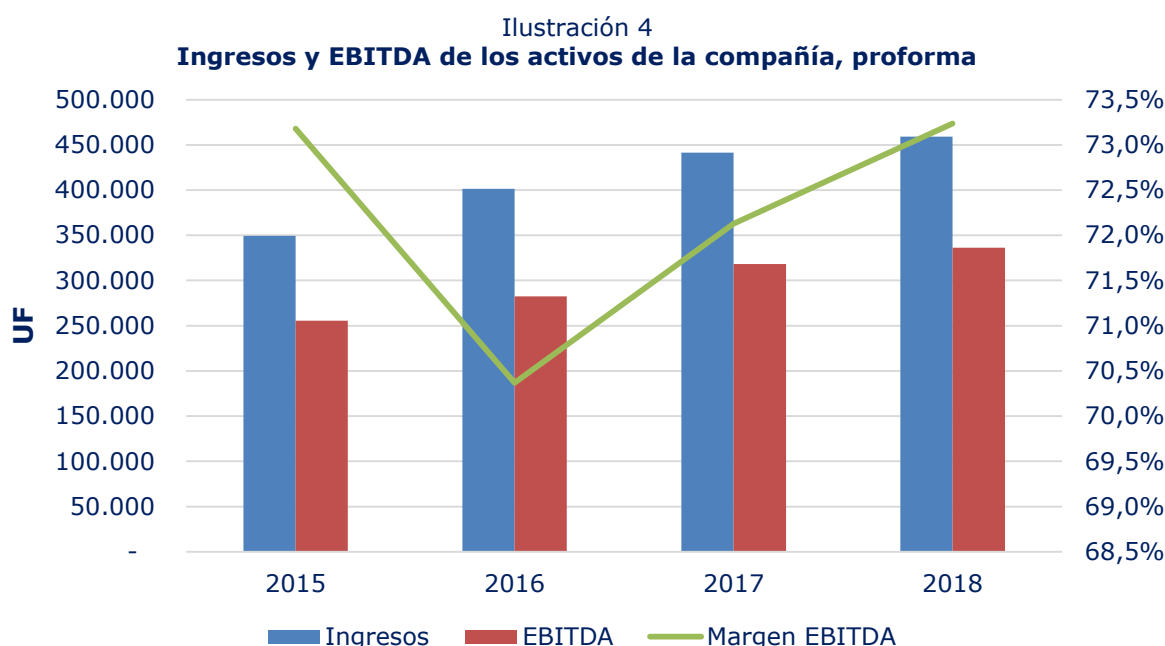
Ilustración 3  
**Distribución del EBITDA de los principales activos**



## Análisis financiero

### Ingresos y EBITDA

Los ingresos que presentan los activos de **Nialem** muestran un comportamiento estable con tendencia al crecimiento. Frente al EBITDA generado, se observa un bajo margen dentro de lo esperado para este tipo de activos. Al cierre de 2018 se observa que los activos inmobiliarios que conforma la compañía generaron un margen EBITDA cercano al 73,2%, tal como se presenta en la Ilustración 4.

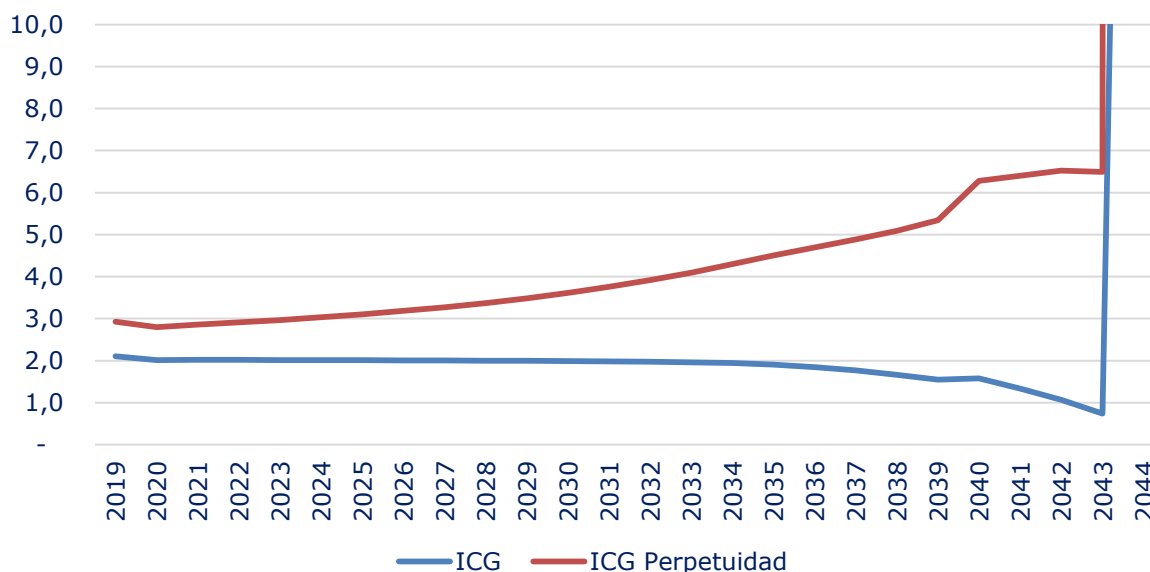


### Índice de Cobertura Global

El Índice de Cobertura Global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo esperado de vigencia de la deuda (supuesto **Humphreys**), descontado a la tasa de interés esperado de la misma (supuesto **Humphreys**), y el valor de la deuda financiera, sin considerar los flujos que se generarían con posterioridad al vencimiento del bono (año 2043). Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera de presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Para el caso de **Nialem**, a la fecha de evaluación, este indicador asciende 2,23 veces; sin embargo, si dentro de los flujos se incorporan aquellos a generar a partir del año 2044, asumiendo una perpetuidad, se tiene un indicador de 3,10 veces. La trayectoria de este indicador, suponiendo que toda la deuda se paga al término de 26 años, se presenta en la Ilustración 5.



Ilustración 5  
**Índice de Cobertura Global de la Deuda**



Para efectos del cálculo del indicador se trabajó con la deuda financiera informada por la sociedad para el año 2019 la cual alcanzaba UF 3,57 millones y se consideró la emisión de un bono por UF 1,5 millones cuyo fin sería refinanciar algunos de los pasivos vigentes.

Cabe destacar que, dada la estructura del bono, *bullet* el año 2043, los flujos generados en dicho año no alcanzarían a cubrir el pago de la deuda (el vencimiento equivale a 4,46 veces el EBITDA actual); sin embargo, se cuenta con capacidad de refinanciamiento, tal como se muestra en el siguiente acápite.

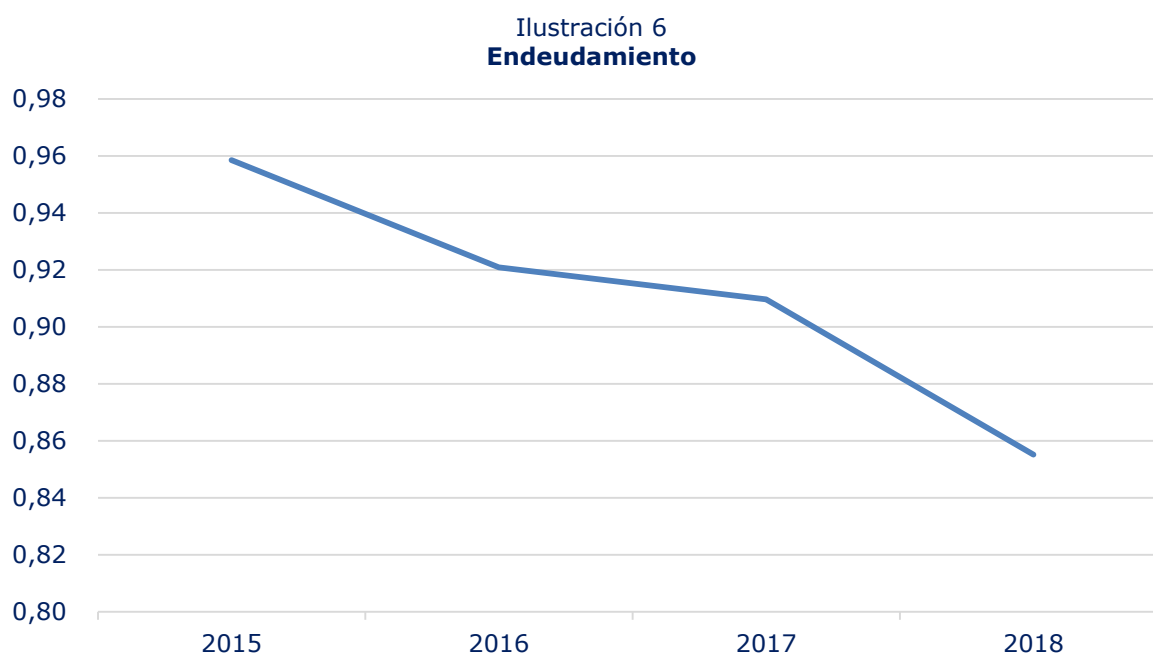
### Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

Dado que el bono tendría un vencimiento de UF 1,5 millones en 2043 y podría requerirse refinanciar dicho pago, a continuación, se 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 siguiente tabla.

<b>ICP</b>	<b>Castigo de Flujos</b>						
<b>Tasa Interés</b>	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
3,00%	9,67	9,16	8,65	8,14	7,12	6,11	5,09
3,50%	8,29	7,85	7,41	6,98	6,11	5,23	4,36
4,00%	7,25	6,87	6,49	6,11	5,34	4,58	3,82
4,50%	6,44	6,11	5,77	5,43	4,75	4,07	3,39
5,00%	5,80	5,49	5,19	4,88	4,27	3,66	3,05
5,50%	5,27	5,00	4,72	4,44	3,89	3,33	2,78

## Endeudamiento contable

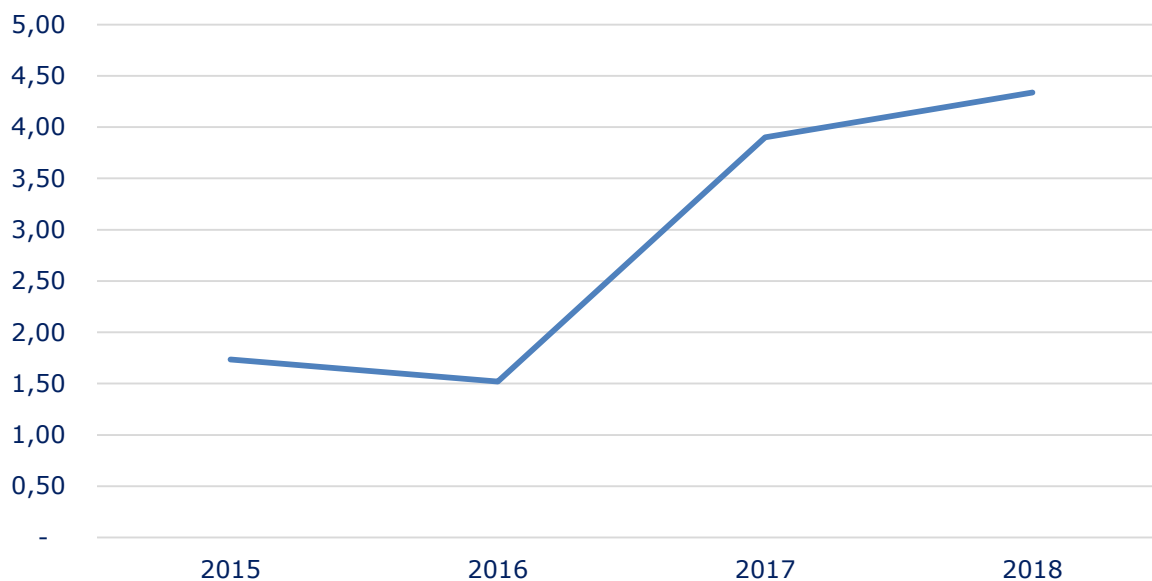
El nivel de endeudamiento, expresado como pasivo exigible sobre patrimonio, se ha situado bajo la unidad y ha ido en constante disminución desde el año 2015, llegando a registrarse un valor de 0,86 veces. La Ilustración 6 muestra la evolución del endeudamiento de la sociedad.



## Liquidez

El indicador de liquidez se ha mantenido por sobre la unidad y en los últimos años ha crecido, situándose en 4,34 veces a finales del año 2018 (dicho indicador ascendía a 3,90 veces el año 2017). La trayectoria de la liquidez se muestra en la Ilustración 7.

**Ilustración 7**  
**Relación 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."*