



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Primera clasificación
(solvencia)**

A n a l i s t a s

Eric Pérez F.

Ignacio Muñoz Q.

Tel. (56) 22433 5200

eric.perez@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

Fondo de Inversión Inmobiliaria Credicorp Capital Raíces

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia (portafolio de activos)	BBB+fi
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2020

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2016	2017	2018	2019	mar-20
Activos Corrientes	555.293	842.206	454.973	648.436	571.434
Activos No Corrientes	56.456.812	57.753.509	60.885.837	61.545.373	61.967.246
Total Activos	57.012.105	58.595.715	61.340.810	62.193.809	62.538.680
Pasivos Corrientes	2.901.478	2.483.569	2.482.988	2.506.398	2.627.793
Pasivos No Corrientes	1.382.552	1.085.127	1.466.124	276.197	276.551
Total Pasivos	4.284.030	3.568.696	3.949.112	2.782.595	2.904.344
Patrimonio Neto	52.728.075	55.027.019	57.391.698	59.411.214	59.634.336
Total Pasivos y Patrimonio Neto	57.012.105	58.595.715	61.340.810	62.193.809	62.538.680

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2016	2017	2018	2019	mar-20
Ingresos	-657.789	3.099.976	3.171.675	2.860.926	482.674
Gastos de operación	-845.669	-681.464	-670.131	-727.520	-182.958
Resultado operacional	-1.503.458	2.418.512	2.501.544	2.133.406	299.716
Costos financieros	-284.700	-119.568	-113.180	-116.479	-76.594
Resultado del ejercicio	-1.788.158	2.298.944	2.388.364	2.016.927	223.122

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Fondo de Inversión Inmobiliaria Credicorp Capital Raíces (FII Credicorp Capital Raíces)** tiene como objetivo principal, según consta en su reglamento interno, invertir indirectamente en proyectos inmobiliarios que se desarrollen en Chile y que comprendan la compraventa, arrendamiento o *leasing* de bienes raíces, y la renovación, remodelación, construcción y desarrollo de bienes raíces. Las inversiones se realizan a través de títulos de capital o de deuda, manteniendo al menos un 70% de sus activos en este tipo de instrumentos.

A 31 de marzo de 2020, el fondo, en términos consolidados¹, mantenía activos valorizados en aproximadamente UF 2,28 millones (según última valorización independiente²), con activos subyacentes que son mayoritariamente inversiones inmobiliarias de desarrollo y en menor medida de rentas. El fondo actualmente presenta deuda financiera por UF 85.484, y sus vehículos de inversión alcanzan una deuda total de UF 763.933, de los cuales UF 350.393 corresponde a préstamos de terceros y UF 413.540 de relacionados.

La clasificación de solvencia de la cartera de activos, en este caso del fondo de inversión, tiene como objeto medir la posibilidad de que se produzcan pérdidas como consecuencia del riesgo crediticio de las inversiones que conforman el portafolio de **FII Credicorp Capital Raíces**. Para estos efectos, en lo medular, la categoría asignada a la cartera de activos toma como referencia la calificación de solvencia de las empresas donde invierte el fondo, así como sus respectivas pérdidas esperadas, sobre la base del endeudamiento de cada una de ellas, las características de su negocio y la metodología de **Humphreys**.

Entre las fortalezas de **FII Credicorp Capital Raíces** que sirven de fundamento para la clasificación de riesgo en "*Categoría BBB+fi*" destaca el hecho que las empresas donde ha invertido el fondo presentan flujos esperados suficientes o elevados para dar cumplimiento a los vencimientos anuales de sus correspondientes obligaciones financieras o, en su defecto, adecuadas perspectivas para el refinanciamiento de las mismas; todo ello, considerando la volatilidad de los flujos y el acceso al mercado de deuda.

Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, junto con los *ratings* implícitos de cada inversión, la clasificación de riesgo se ve contraída por cuanto se trata de un portafolio concentrado.

Respecto a la contingencia sanitaria actual debido al Covid-19, si bien se espera que existan presiones a la baja en los precios de los bienes raíces y, por ende, en el valor de los negocios inmobiliarios, se estima que las sociedades intermedias deberían poder cumplir con sus compromisos financieros, en particular porque el

¹ Contablemente el fondo no consolida sus vehículos de inversión; no obstante, es quien recibe los beneficios de los mismos (como administrador por cuenta de los aportantes).

² El fondo valoriza económicamente sus inversiones con peritos independientes.

valor de sus activos subyacentes supera holgadamente sus obligaciones financieras (permitiendo reducciones en los valores económicos).

La tendencia se clasifica en “*Estable*” por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios relevantes en los niveles de endeudamiento relativo que tengan las inversiones del fondo.

Definición categoría de riesgo

Categoría BBBfi

Cuotas con suficiente protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio de la cartera de inversión del fondo.

“+” Corresponde a carteras de inversión con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Alcance de clasificación de cartera de activos

La clasificación de solvencia de la cartera de activos³ no refleja la capacidad de pago de la deuda del controlador del portafolio, en este caso **FII Credicorp Capital Raíces**. Esta clasificación mide el grado de protección que tiene **FII Credicorp Capital Raíces** ante la posibilidad de tener pérdidas producto de la calidad crediticia de las empresas en donde ha invertido sus recursos.

De esta manera, si las distintas inversiones del portafolio del fondo tienen una muy baja probabilidad de caer en *default*, generalmente asociadas a capacidades de pago de la deuda equivalentes a AAA, la categoría de la cartera de activos calificará en AAafi. Por el contrario, si las inversiones se concentran exclusivamente en empresas que han caído en cesación de pago, equivalentes a categoría D, conllevaría asignarle al portafolio una nota de Dfi.

Situaciones intermedias a las descritas, implicarán riesgos que, de menor a mayor riesgo, se tipificarán con AAafi, Afi, BBBfi, BBfi, Bfi o Cfi. Además, de los sufijos “+” o “-”, para indicar el menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría.

Finalmente cabe precisar que, si bien la calidad crediticia de la cartera de activos de un fondo puede influir en la clasificación de solvencia del dicho fondo, no la determina; por cuanto la evaluación crediticia de este último incorpora—además—el nivel de deuda, su composición en el tiempo y la correlación de los flujos entre otros aspectos.

³ Indistintamente cartera de inversiones o portafolio de inversiones o de activos.

Antecedentes generales

Características del fondo

FII Credicorp Capital Raíces es un fondo de inversión no rescatable dirigido al público en general. Inició sus operaciones el 21 de junio de 1992 con el objetivo de invertir, principal e indirectamente, al menos el 70% de sus recursos en proyectos inmobiliarios que se desarrollen en Chile y que comprendan la compraventa, arrendamiento o *leasing* de bienes raíces, y a la renovación, remodelación, construcción y desarrollo de bienes raíces.

FII Credicorp Capital Raíces es administrado por Credicorp Capital AGF, entidad perteneciente al grupo financiero más importante de Perú con más de 128 años de experiencia dentro de la banca comercial, de inversión, seguros y fondos de inversión.

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), al 31 de marzo de 2020, Credicorp Capital AGF administraba 31 fondos de inversión públicos. El total de patrimonio administrados en fondos de inversión ascendió a US\$ 1.244,07 millones, del cual **FII Credicorp Capital Raíces** representa un 5,63% del total de los fondos de inversión gestionados por Credicorp Capital.

Para lograr su objetivo, **FII Credicorp Capital Raíces** debe mantener al menos un 70% de sus activos en los instrumentos establecidos en su reglamento.

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

- Invertir a lo menos un 70% del fondo, como límite global, en los siguientes activos asociados con el negocio inmobiliario:
 - Acciones cuya emisión haya sido o no registrada por la CMF y/o derechos sociales, todos ellos emitidas por sociedades que cuenten con EEFF anuales, dictaminados por empresas de auditoría externa.
 - Bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada por la CMF, emitidos por sociedades que cuenten con EEFF anuales dictaminados por empresas de auditoría externa, y/o en contratos representativos de deudas de estas mismas sociedades.
- Invertir hasta un 30% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
 - Títulos de Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal por el 100%.
 - Depósitos a plazo y títulos representativos de captaciones de instituciones financieras garantizadas por éstas.
 - Letras de crédito emitidos por bancos e instituciones financieras.

- Bonos, títulos de deuda de corto plazo y títulos de deuda de securitización cuya emisión haya sido inscrita en el Registro de Valores de la CMF.
- Mutuos hipotecarios endosables del artículo 69 N° 7 de la Ley General de Bancos y del artículo 21bis del DFL N° 2151 de 1931.
- Cuotas de fondos mutuos nacionales cuyo objeto sea la inversión en instrumentos de renta fija y que contemplen periodos de pago de rescates no superiores a los diez días siguientes a la presentación de la solicitud de rescate, respecto a los cuales no se exigirán límites o condiciones de inversión o de diversificación.

Inversiones efectivas del fondo

En los hechos, las inversiones del fondo—al 31 de marzo de 2020—se han materializado en cuatro unidades de negocios, a través de distintos vehículos de inversión:

- i) Rentas inmobiliarias: El fondo a través de distintas sociedades arrienda oficinas y locales comerciales en los inmuebles Edificio Las Américas, Edificio 12, Edificio Vanguardia, Edificio Capitales, Oficinas Nueva York, Centro Comercial Apumanque en la ciudad de Santiago, además de los inmuebles Edificio Alcazar en Viña del Mar y Hospital del Cobre en Calama a través de un *leasing*.
- ii) Desarrollos inmobiliarios: El fondo ha participado en el desarrollo de los inmuebles Edificio Even en Lo Barnechea, Casas Peumayen en Colina, La Serena Golf en La Serena y Edificio Exequiel Fernández en Macul. La mayoría de estos desarrollos se encuentra con un bajo nivel de disponibilidad de unidades o en proceso de post venta.
- iii) Plusvalía inmobiliaria: El fondo cuenta con terrenos en las comunas de Peñalolen, Chicureo y en La Serena.
- iv) Otros negocios: Además, el fondo cuenta con negocios relacionados con los proyectos realizados, como la administración de Club de Golf en sus desarrollos inmobiliarios, una empresa sanitaria para el abastecimiento de agua potable de su proyecto en la ciudad de La Serena, junto con los derechos de agua asociados a éstos.

La Ilustración 1 muestra la distribución de las inversiones del fondo en el tiempo mientras que la Ilustración 2 y la Ilustración 3 presenta características de los activos de inversión del fondo.

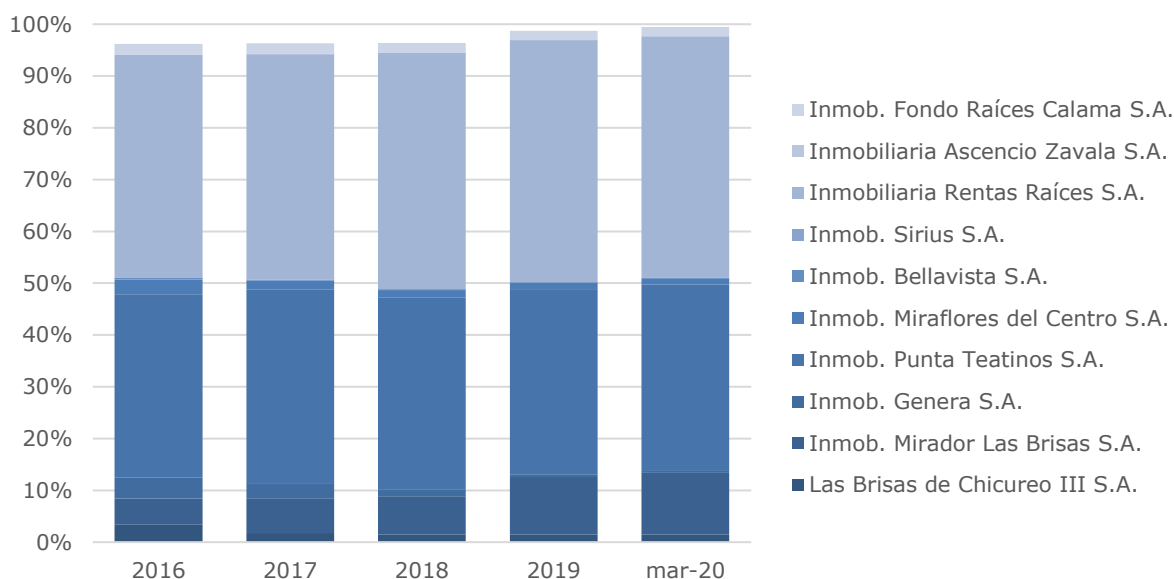


Ilustración 1: Cartera de activos subyacentes del fondo

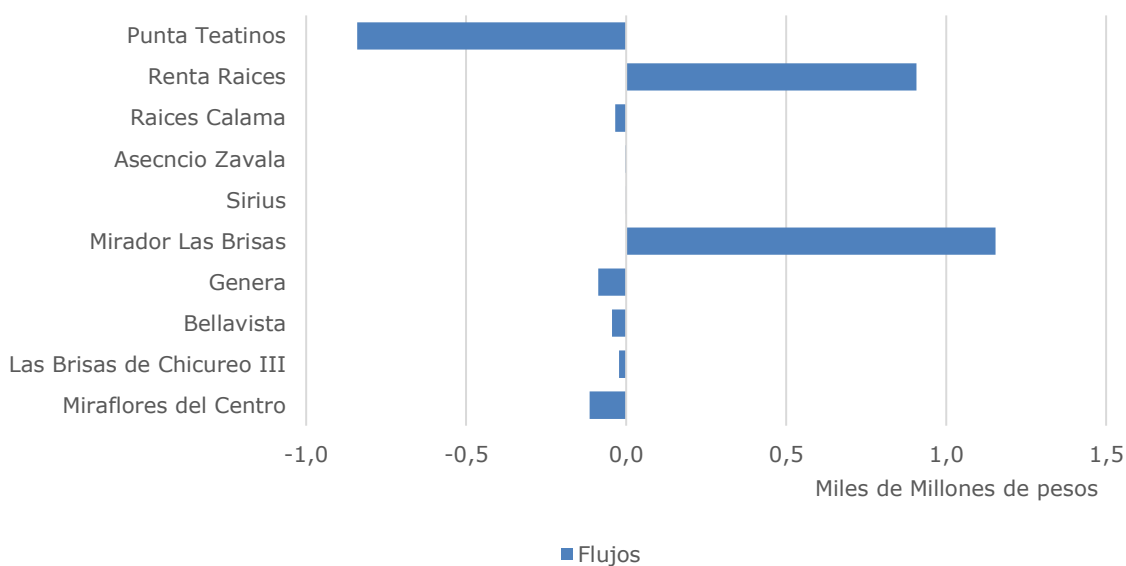


Ilustración 2: Flujos generados por la cartera de inversión del fondo al cierre de 2019

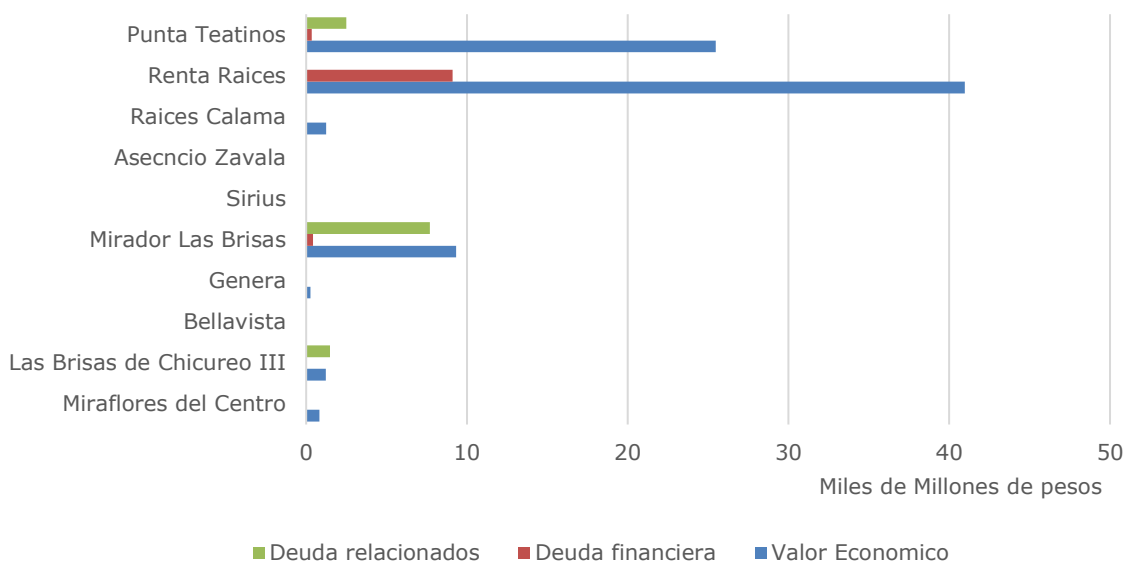


Ilustración 3: Cobertura de deuda frente al valor contable del activo

Análisis financiero

Índice de Cobertura Global (ICG)

Por el tipo de inversiones que tiene el fondo se presenta el Indicador de Cobertura Global—el cual es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés de esta, y el valor de la deuda financiera—de cada sociedad operativa en la que invierte el fondo. Así, el indicador al mostrar una relación mayor a uno permite presumir que no debiera presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos e, incluso, bajo la presunción altamente improbable que los activos se depreciaran totalmente). En el caso que existe deuda relacionada y/o no se presenten flujos por las actividades operacionales, el indicador se calcula en base al valor económico de los activos que posee la sociedad sobre el nivel de deuda que presenta. Posteriormente, este indicador se promedia de forma ponderada por el nivel de endeudamiento de cada una de estas sociedades con tal de determinar la cobertura de las inversiones que posee.

Como se puede apreciar en la Ilustración 4, todas las sociedades en las que invierte el fondo—con excepción de Inmobiliaria Las Brisas de Chicureo III—tienen un ICG por sobre la unidad, permitiendo cubrir su nivel actual de deuda financiera que poseen para el 2020. En el caso de aquellas sociedades por debajo de la unidad corresponden a proyectos que se encuentran por terminar con muy pocas unidades disponibles, por los que se ven afectadas bajo el escenario económico actual. A 2020, el ICG promediaba 1,81 veces.

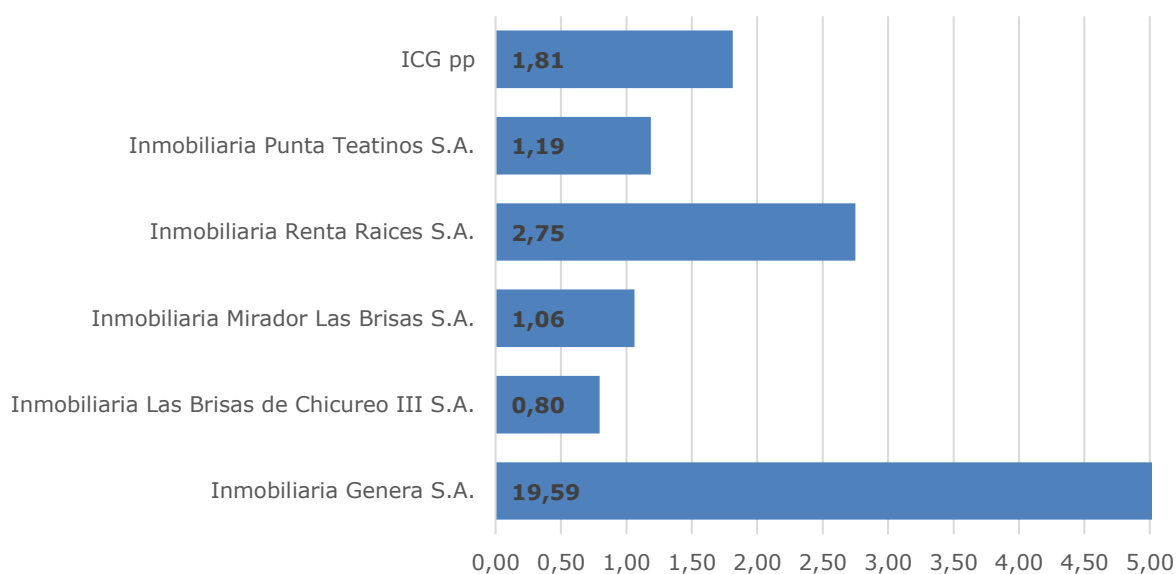


Ilustración 4: Indicador de Cobertura Global de las sociedades en que invierte el fondo junto con el promedio ponderado por saldo insoluto

Como complemento a lo anterior, debe considerarse que los activos de renta, dada su naturaleza, continúan generando flujos con posterioridad al pago de las deudas; dado ello, se incorporan dichos flujos para la determinación del ICG a través del valor de los inmuebles que generan aquellos flujos.

Inmobiliaria Renta Raíces

La sociedad es dueña de diversos inmuebles destinados para la renta comercial (entre oficinas y locales comerciales) y terrenos destinados para desarrollo inmobiliario. A diciembre de 2019 la empresa presentaba una deuda financiera por UF 321.787 y relacionada por UF 1.259 y un EBITDA por rentas de UF 10.696. La Ilustración 5 presenta el perfil de pago de la deuda financiera.

Inmobiliaria Punta Teatinos y Filiales

La sociedad cuenta con terrenos en la zona norte de la ciudad de La Serena en la Región de Coquimbo para el desarrollo inmobiliario, además casas en venta para los sectores ya desarrollados dentro del paño. Además, cuenta con una empresa sanitaria que provee agua potable a los proyectos desarrollados, más un club de golf e inmuebles comerciales. A diciembre de 2019 la sociedad presentaba una deuda financiera por UF 12.045 y relacionada por UF 87.997 y un EBITDA negativo, producto de la naturaleza del proyecto, que genera flujos a medida que vende las unidades ya construidas y/o inicia el desarrollo de otro sector del proyecto.

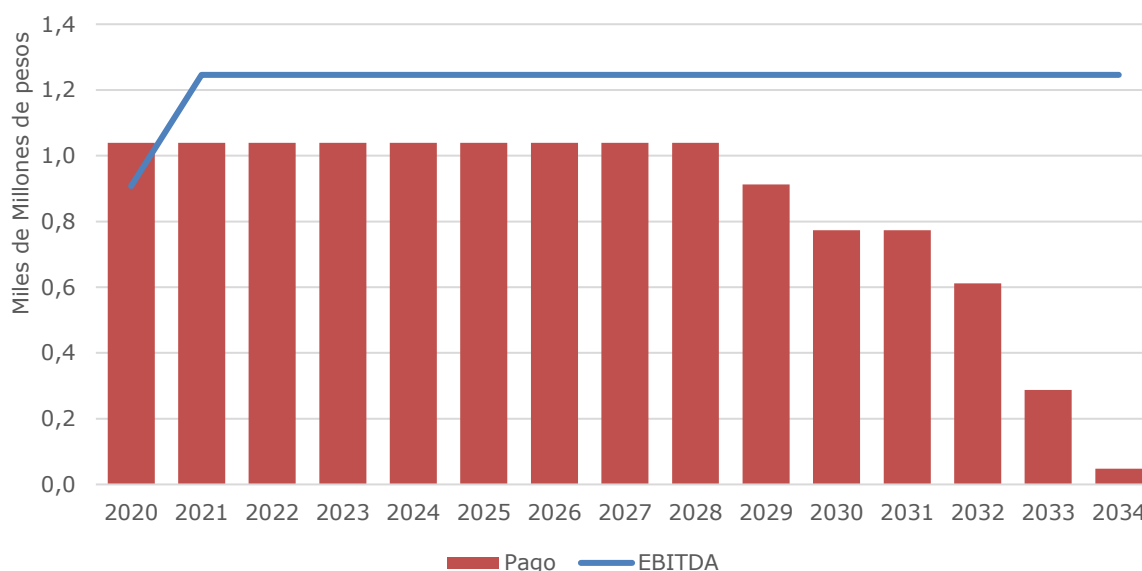


Ilustración 5: Perfil de pago de Compañía Portuaria Mejillones

Inmobiliaria Mirador de las Brisas

La inmobiliaria cuenta con las últimas unidades del proyecto de casas en Colina junto con un terreno. A diciembre de 2019 la empresa presentaba deuda financiera por UF 15.271 y relacionada por UF 280.916 y un EBITDA de UF 40.793, generado principalmente por la venta de las unidades del proyecto.

Inmobiliaria Las Brisas de Chicureo III

La sociedad cuenta con derechos de agua y acciones del club de golf del desarrollo realizado en la zona de Chicureo. A diciembre de 2019 la empresa presentaba deuda financiera por UF 1.289 y relacionada por UF 52.567 y un EBITDA de UF -776, generado principalmente por los gastos de administración de la sociedad.

Inmobiliaria Genera

Inmobiliaria Genera cuenta con unidades de bodegaje y estacionamiento disponibles para la venta dentro del Edificio Even desarrollado por la inmobiliaria en la comuna de Lo Barnechea. A diciembre de 2019 presenta una deuda financiera relacionada de UF 694 y un EBITDA de UF -3.066.

Inmobiliaria Bellavista

La sociedad se encuentra en etapa de post venta del inmueble en la calle Exequiel Fernández en la comuna de Macul. A diciembre de 2019 no cuenta con deuda financiera y presenta un EBITDA de UF -1.564.

Inmobiliaria Miraflores del Centro

Cuenta con oficinas para el arriendo ubicados en la comuna de Santiago. A diciembre de 2019 no presentaba deuda financiera y un EBITDA de UF -4.038, principalmente por los gastos de administración.

Inmobiliaria Renta Raíces Calama

Dispone del derecho del 50% por el contrato de *leasing* con el Hospital del Cobre ubicado en la ciudad de Calama en la Región de Antofagasta. A diciembre de 2019 no cuenta con deuda financiera y presenta un EBITDA de UF -1.223, principalmente por los gastos de administración.

"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."