



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

hernan.jimenez@humphreys.cl

Patio Comercial SpA

Junio 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 909 de 30.08.2018
Línea de bonos	N° 910 de 30.08.2018
Serie C (BPATI-C)	Primera emisión
Serie D (BPATI-D)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 1008 de 28.02.2020
Serie E (BPATI-E)	Primera emisión
Serie F (BPATI-F)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 1009 de 28.02.2020
Serie G (BPATI-G)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 1073 de 31.03.2021
Línea de bonos	N° 1074 de 31.03.2021

Características bonos colocados en Chile				
Series	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal Vigente UF ¹	Fecha vencimiento
C	3,25%	Semestral	2.000.000	Febrero 2044
D	2,90%	Semestral	1.000.000	Agosto 2048
E	3,25%	Semestral	1.000.000	Abril 2025
G	3,70%	Semestral	2.000.000	Diciembre 2033

Estados de Resultado Consolidado IFRS					
M\$	2017	2018	2019	2020	Mar-21
Ingresos de actividades ordinarias	8.629.563	21.249.425	5.561.166	3.516.422	4.285.157
Costo de ventas	-1.444.217	-4.661.905	-1.033.185	-465.229	-1.143.925
Margen bruto	7.185.346	16.587.520	4.527.981	3.051.193	3.141.232
Gastos de administración	-3.209.097	-4.046.807	-1.049.900	-993.656	-1.161.426
Costos financieros	-4.166.696	-7.973.474	-2.589.300	-2.361.438	-3.462.556
Ganancia	6.679.961	29.484.071	7.420.717	5.584.381	3.696.770
EBITDA	3.976.249	12.540.713	3.478.081	2.057.537	1.979.806

¹ Abril 2021.

Balance General Consolidado, IFRS					
M\$	2017	2018	2019	2020	Mar-21
Activos corrientes	16.859.084	42.062.692	45.949.450	100.236.410	66.790.885
Activos no corrientes	226.321.931	315.146.718	474.103.230	502.516.690	579.943.266
Total activos	243.181.015	357.209.410	520.052.680	602.753.100	646.734.151
Pasivos corrientes	37.846.742	80.116.701	99.002.988	64.862.854	103.296.426
Pasivos no corrientes	80.741.475	133.821.758	243.277.582	313.550.706	316.881.489
Total pasivos	118.588.217	213.938.459	342.280.570	378.413.560	420.177.915
Patrimonio	124.592.798	143.270.951	177.772.110	224.339.540	226.556.236
Total pasivos y patrimonio	243.181.015	357.209.410	520.052.680	602.753.100	646.734.151
Deuda financiera	93.878.784	164.813.358	287.237.101	333.317.353	372.310.499

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Patio Comercial SpA (Patio Comercial) es una sociedad perteneciente a Grupo Patio, la cual se dedica principalmente desarrollo de inversiones en toda clase de bienes muebles e inmuebles y corporales o incorporeales y el estudio, desarrollo, ejecución y explotación del negocio inmobiliario, enfocándose principalmente en centros comerciales, con 17 años de experiencia.

A diciembre de 2020 la empresa generó ingresos contables por el arriendo de 48 activos inmobiliarios consolidados cercanos a UF 315 mil y registraba una deuda financiera por UF 11,46 millones, operando una superficie arrendable del orden de 152 mil metros cuadrados. Adicionalmente contaba con participación minoritaria en otros 25 activos los cuales sumados a los consolidados ascienden a un total de 73 activos con una superficie ponderada de 293 mil metros cuadrados.

En relación con la contingencia, asociada a la crisis producto del COVID-19, la compañía durante el año 2020 vio afectado su nivel de ingresos, registrando una disminución de un 36,8% con respecto a lo alcanzado en 2019. Sin embargo, gran parte de dicha disminución se debe a la venta del 65% de participación de las subsidiarias que entonces poseían cerca del 51% de los activos en renta. Adicionalmente, el *rent roll* entregado por la sociedad a marzo de 2021 permite suponer que podrían alcanzar los ingresos proyectados para este año y superar incluso los ingresos del año 2019. De todas formas, tomando en cuenta la situación actual del país, así como también la liquidez de la compañía a marzo de 2021, no se descarta que una eventual reducción de sus ingresos podría conllevar a recursos insuficientes para dar cumplimiento a sus obligaciones de corto plazo,

sin embargo, se estima que, dada su estructura de activos y capacidad de generación de flujos de largo plazo, no tendría dificultad para acceder a alternativas de refinanciamiento.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación de los bonos de **Patio Comercial** en “*Categoría A*” destaca la capacidad de generación de flujo que presentan los activos de la sociedad. La calidad de los activos, en cuanto a generación de flujo, se basa en la distribución geográfica de éstos, así como también por la diversificación por rubro donde poco más de la mitad de los ingresos proviene de negocios de primera necesidad tales como supermercados y farmacias. Además, los arriendos se encuentran pactados principalmente en el largo plazo y el principal componente de los ingresos es fijo. A ello se suma que existe una elevada atomización de arrendatarios en el contexto del total de ingresos del emisor.

Otro aspecto que se destaca son las características propias del negocio, las que, una vez materializadas 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, 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 17,7% del total de ingresos por arriendo de la compañía.

Además, la clasificación se ve favorecida por la experiencia que posee **Patio Comercial** en la gestión de negocios de renta y desarrollo inmobiliario de centros comerciales. 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 toma en consideración el actual nivel de apalancamiento en relación con su generación de flujos, el cual se explica en parte por la venta de cerca del 50% de sus activos y en parte por la deuda adquirida para comprar activos de VivoCorp, los cuales deberían aminorar dicho endeudamiento relativo en la medida que vayan generando flujos.

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, lo cual podría dificultar la renegociación de los contratos de arriendos. En este contexto, se incluye el riesgo de refinanciamiento cupones de sus bonos *bullet*, en particular por su larga duración, dado que el horizonte de tiempo acentúa los riesgos de caída en los precios de los arriendos, aumentos en los niveles de vacancia y/o alza en la tasa de interés.

Para mejorar la clasificación es necesario 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.

Fortalezas complementarias

- Experiencia en el desarrollo inmobiliario comercial.

Fortalezas de apoyo

- Gran diversificación de activos respecto a zonas geográficas y arrendatarios.
- Arrendatarios con contratos de arrendamientos de largo plazo.

Riesgos considerados

- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores.
- Caída en tasas de ocupación de inmuebles.
- Alza de tasas de interés en períodos de refinanciamiento de 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.

Tendencia Estable

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

Antecedentes generales

La compañía

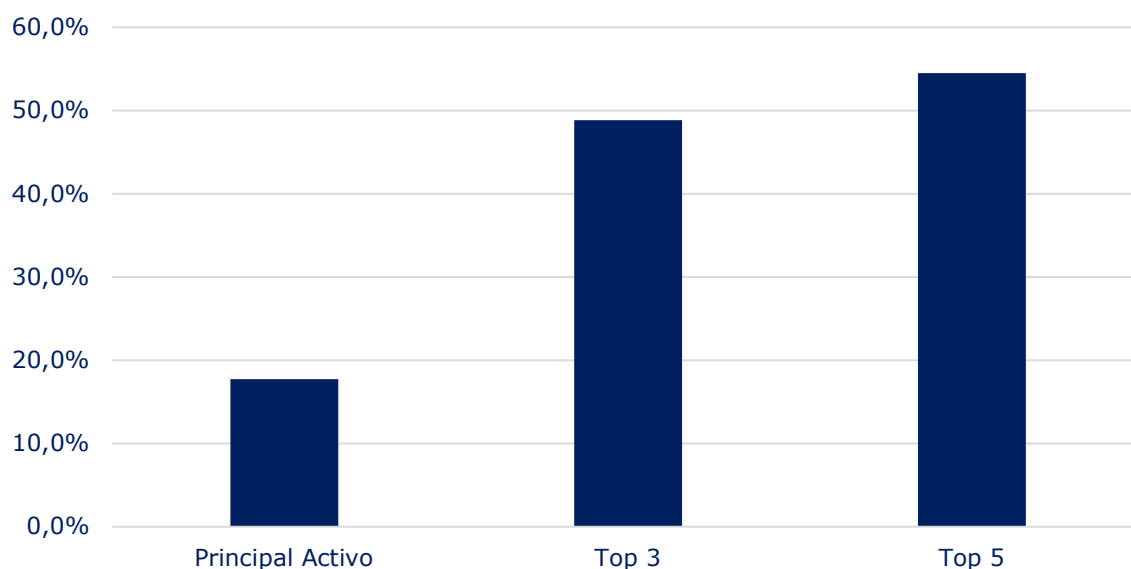
Patio Comercial es una sociedad perteneciente al Grupo Patio, la cual se dedica principalmente desarrollo de inversiones en toda clase de bienes muebles e inmuebles y corporales o incorporeales y el estudio, desarrollo, ejecución y explotación del negocio inmobiliario, enfocándose principalmente en centros comerciales. Actualmente, con 17 años de experiencia, cuenta con aproximadamente 386.518m² arrendables, de los cuales

un 56% está ubicado en la ciudad de Santiago. A la fecha cuenta con 47 activos consolidados y participación minoritaria en otros 35 activos.

Distribución de flujos

Al revisar los ingresos por arriendo de activos consolidados, se puede apreciar que cerca del 17,7% proviene de un *outlet* ubicado en la comuna de La Florida, un 16,5% de otro situado en la comuna de San Joaquín y un 14,7% de un tercero en la comuna de Maipú, todas en la Región Metropolitana. El resto se distribuye entre otros 47 activos inmobiliarios ubicados a lo largo de Chile. La Ilustración 1 presenta la distribución de los ingresos generados por el arriendo de los principales activos consolidados de la compañía.

Ilustración 1
Distribución de ingresos de los principales activos consolidados

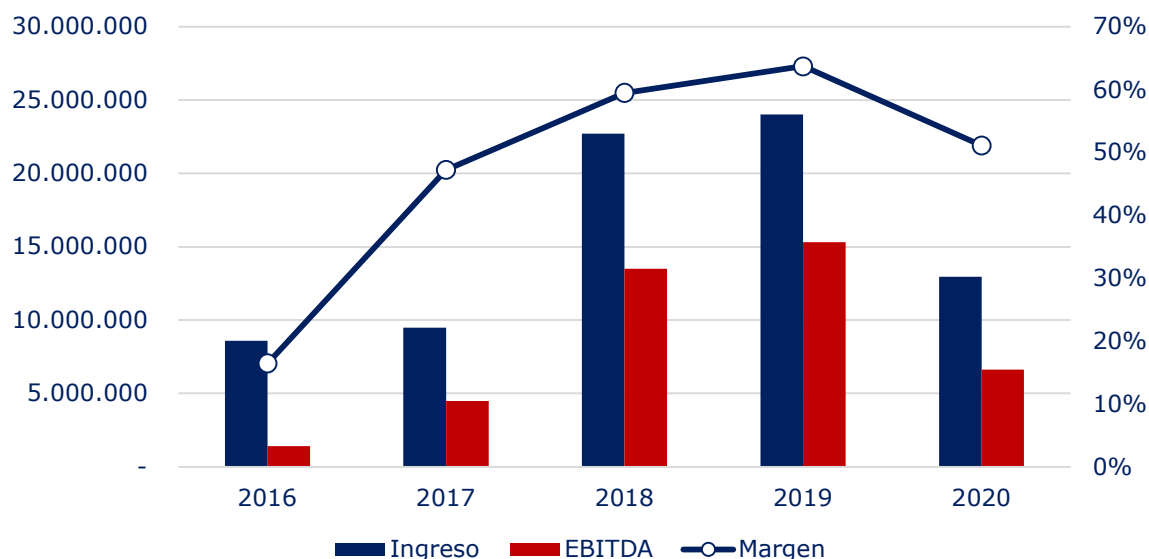


Análisis financiero

Ingresos y EBITDA

Los ingresos por arriendo que presentan los activos de **Patio Comercial** mostraban un comportamiento estable con tendencia al crecimiento hasta el año 2019. El 2020 se puede apreciar una caída considerable en los ingresos que es explicado en parte por la pandemia y en gran parte por la venta de participación de sus filiales que comprendían cerca del 50% de los activos. Por su parte, el EBITDA generado por el arriendo de los activos inmobiliarios también se afectado, cerrando dicho año con un margen EBITDA cercano al 51%, tal como se presenta en la Ilustración 2.

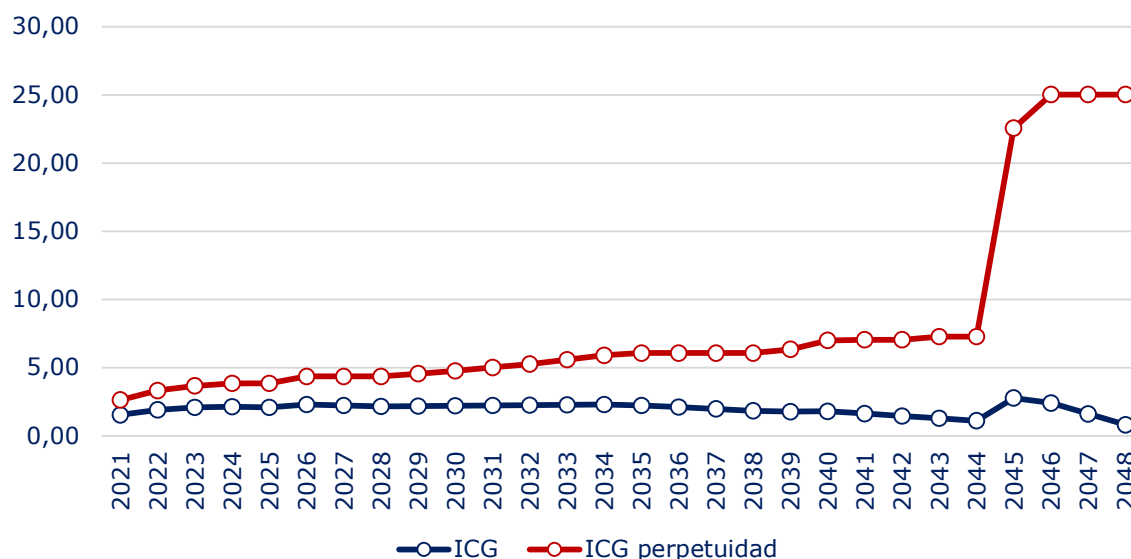
Ilustración 2
Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, proforma



Índice de Cobertura Global (ICG)

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 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 de los bonos (año 2048). Adicionalmente se toma en consideración los dividendos que podrían provenir de los activos con participación minoritaria. 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 **Patio Comercial**, a la fecha de evaluación, este indicador asciende a 1,53 veces; sin embargo, si dentro de los flujos se incorporan aquellos a generar a partir del año 2048, asumiendo una perpetuidad, se tiene un indicador de 2,63 veces. La trayectoria de este indicador se presenta en la Ilustración 3.

Ilustración 3
Índice de Cobertura Global de la Deuda



Cabe destacar que, dada la estructura de la deuda, con un gran vencimiento el año 2044, los flujos generados en dicho año no alcanzarían a cubrir el pago de la deuda (el vencimiento equivale a cerca de 3,51 el flujo actual proyectado a 2021); sin embargo, se cuenta con capacidad de refinanciamiento, tal como se muestra en el siguiente acápite.

Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

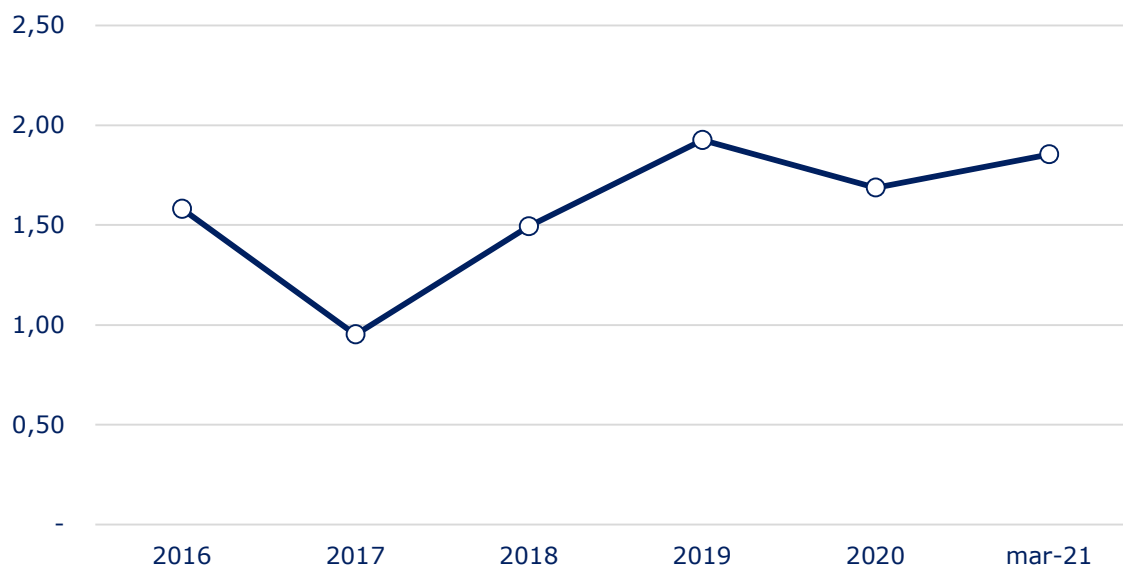
Dado que el año 2044 el vencimiento sería de unos UF 3,1 millones y podría requerirse refinanciar dicho pago, a continuación, se muestra la relación entre el valor actual estimado para los flujos a esa fecha, descontado a distintas tasas de interés, y el saldo insoluto de los pasivos al mismo año. Para 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.

ICP	Castigo de Flujos						
Tasa Interés	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
3,0%	6,62	6,29	5,96	5,63	5,30	4,97	4,64
3,5%	5,68	5,39	5,11	4,83	4,54	4,26	3,97
4,0%	4,97	4,72	4,47	4,22	3,97	3,73	3,48
4,5%	4,42	4,20	3,97	3,75	3,53	3,31	3,09
5,0%	3,97	3,78	3,58	3,38	3,18	2,98	2,78
5,5%	3,61	3,43	3,25	3,07	2,89	2,71	2,53

Endeudamiento contable

El nivel de endeudamiento, expresado como pasivo exigible sobre patrimonio, se ha mantenido sobre las 1,5 veces en los últimos años, registrando un valor de 1,85 veces en marzo de 2021. La Ilustración 4 muestra la evolución del endeudamiento de la sociedad.

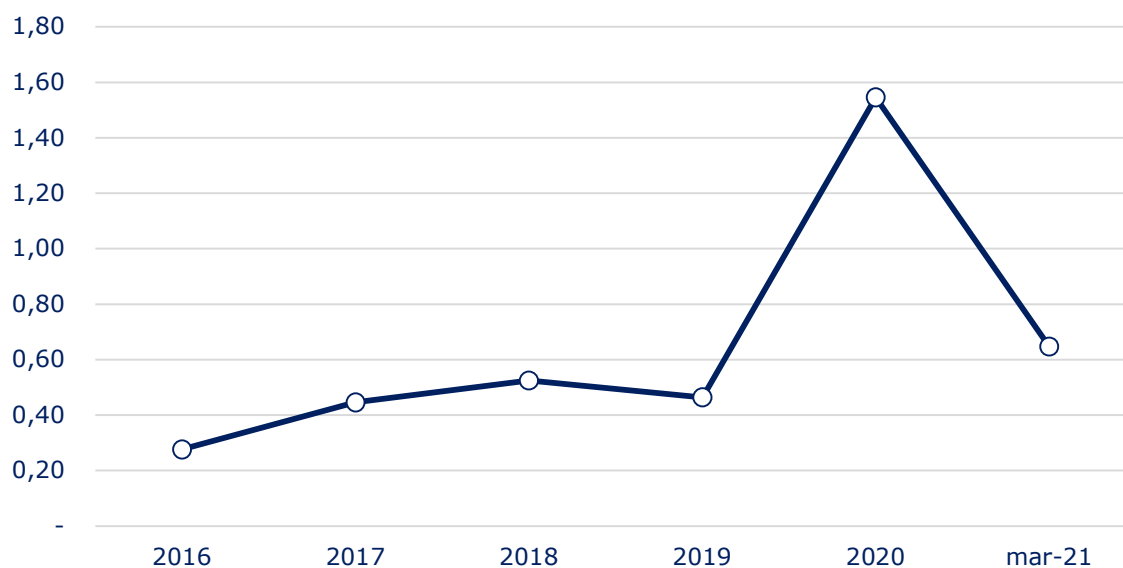
Ilustración 4
Endeudamiento de Patio Comercial



Liquidez

El indicador de liquidez, exceptuando el año 2020 donde alcanzó un máximo histórico de 1,55 veces, se mantenido siempre bajo la unidad, registrando a marzo de 2021 un valor de 0,65 veces. La trayectoria de la liquidez se muestra en la Ilustración 5.

Ilustración 5
Relación de liquidez de Patio Comercial



"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."

Anexo N°1

Distribucion de superficie arrendable por region y tipo

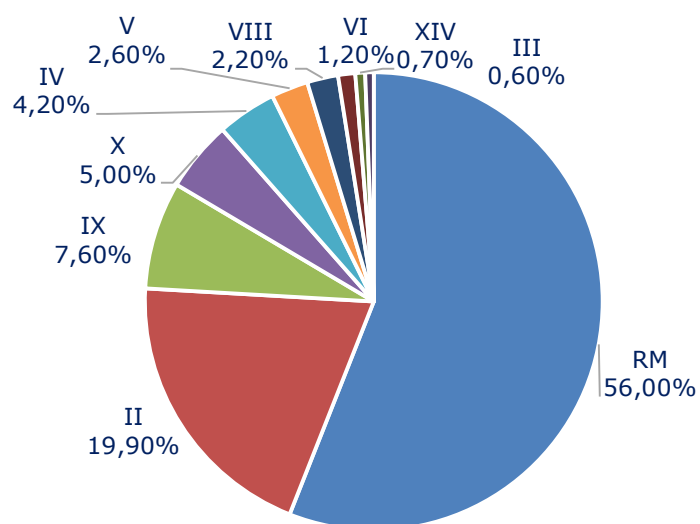
Región	%
RM	56,0%
II	19,9%
IX	7,6%
X	5,0%
IV	4,2%
V	2,6%
VIII	2,2%
VI	1,2%
XIV	0,7%
III	0,6%

Tipo	%
Vecinal	44%
Outlet/Bodegas	26%
Oficinas	13%
Stand Alone	13%
Strip Center	4%

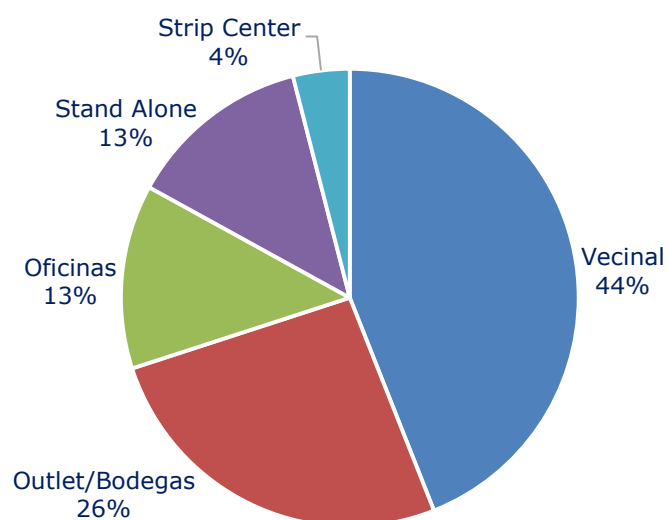
Anexo N°2

Gráficos complementarios

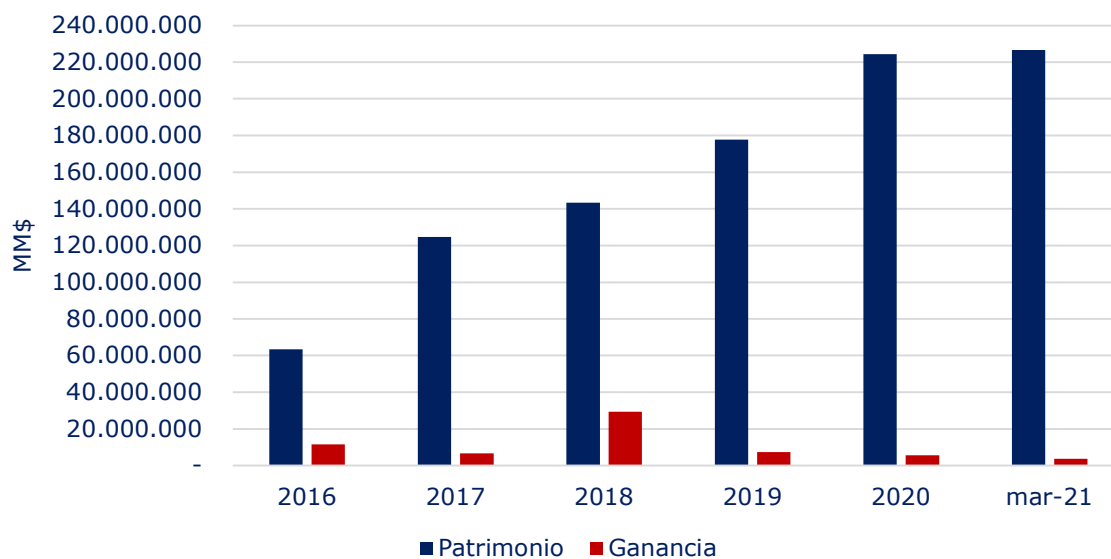
Distribución GLA por región



Distribución GLA por tipo



Patrimonio y ganancia



Propiedades de Inversión

