



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s
Ximena Oyarce L.
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
ximena.oyarce@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Inmobiliaria Apoquindo S.A.

Agosto 2020

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	A+
Tendencia	En Observación
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 997 de 29.01.2020
Bonos serie A (BIASA-A)	Primera emisión

Estado de Situación Financiera, IFRS		
M\$	dic-19	mar-20
Activos Corrientes	183.401	143.708
Activos No Corrientes	44.497.103	44.427.546
Total Activos	44.680.504	44.571.254
Pasivos Corrientes	23.268	19.621
Pasivos No Corrientes	0	0
Total Pasivos	23.268	19.621
Patrimonio Neto	44.657.236	44.551.663
Total Pasivos y Patrimonio Neto	44.680.504	44.571.254

Estado de Resultados por Función, IFRS		
M\$	dic-19	mar-20
Ingresos	4.380.097	-69.277
Gastos de operación	-214.115	-36.326
Resultado operacional	4.165.982	-105.603
Costos financieros	0	0
Resultado del ejercicio	4.165.982	-105.603

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Inmobiliaria Apoquindo S.A. (Inmobiliaria Apoquindo) es una sociedad filial de Toesca Rentas Inmobiliarias Apoquindo Fondo de Inversión, fondo administrado por Toesca S.A. Administradora General de Fondos y constituido con el propósito, según señala su reglamento interno, de invertir indirectamente en los bienes raíces no habitacionales para renta ubicados en Avenida Apoquindo 4700 y en Avenida Apoquindo 4501, comuna de Las Condes, Región Metropolitana de Chile, compuestos ambos por oficinas, locales comerciales, bodegas y estacionamientos. El fondo debe invertir al menos un 95% de sus activos en lo que está definido como su objetivo.

A 31 de marzo de 2020 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 4,0 millones y activos financieros a costo amortizado por US\$ 48,0 millones, con cerca de 30 mil metros cuadrados arrendables, ubicados en la comuna de Las Condes. Por otro lado, las valorizaciones independientes¹ de los activos le dan un valor comercial cercano a US\$ 142,6 millones. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 92,8 millones.

En relación con la contingencia asociada a la crisis producto del COVID-19, se considera positivo que los flujos proyectados para **Inmobiliaria Apoquindo** permiten hacer frente tanto a los gastos operacionales como a las obligaciones de 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. En todo caso, la información de los últimos meses no refleja efectos significativos provocados por la crisis

La tendencia se mantiene “*En Observación*” dado que, si bien la inmobiliaria presenta un adecuado nivel de liquidez para enfrentar sus obligaciones de corto plazo, se espera verificar que en los hechos, en los próximos meses, la compañía tenga un menor impacto en cuanto a las eventuales bajas en los precios de arriendo, considerando además, la concentración de sus edificios en un mismo sector.

Entre los fundamentos que sustentan la clasificación de **Inmobiliaria Apoquindo** en “*Categoría A+*”, destaca la adecuada capacidad de generación de flujo que tienen los activos subyacentes, frente al saldo insoluto de la deuda consolidada, considerando además que los inmuebles destinados a las 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.

¹ Valorización de Real Source realizada en diciembre de 2019 utilizando tipo de cambio y unidad de fomento al 31 de marzo de 2020

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes de la sociedad, de UF 4,3 millones, según la valorización independiente, cubre más que adecuadamente la deuda financiera que posee (UF 2,8 millones). Lo anterior sería indicativo de que se tendría acceso a financiamiento a pesar de caídas abruptas en el valor de los activos (aunque posiblemente, en caso de crisis, a tasas de interés más elevadas que las ahora vigentes). 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).

Si bien el elevado valor de los activos subyacentes sustenta la clasificación asignada por la clasificadora, la estructura del bono—*bullet* de UF 2,8 millones con plazo cercano a siete años—restringe la clasificación de riesgo debido 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 en 2026, 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 netos de gastos por sobre los UF 200 mil.

Dicho lo anterior, dentro de los principales riesgos del emisor figuran eventuales caídas abruptas y relativamente permanentes en el valor de los arriendos e/o incrementos de magnitud en los niveles de vacancia, en particular para horizontes superiores a cinco años (ya que se estima menos probables para un periodo de tres a cuatro años). En todo caso, se estima que se trata de un riesgo relativamente acotado dada la naturaleza de los activos.

Otro elemento de riesgo es la elevada concentración geográfica de los ingresos, ya que se ubican esencialmente en un barrio en particular dentro de la comuna de Las Condes. Sin embargo, este factor si atenúa, en parte, por la fuerte demanda de este tipo de inmuebles dentro de un barrio principalmente comercial.

También se califica como positivo la claridad de los objetivos declarados en el reglamento interno del fondo (controlador de la sociedad emisora), lo cual evita interpretaciones del mismo 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 compensa los eventuales menores ingresos (pérdida por paralización). A la fecha, las pólizas de seguros han sido contratadas con Southbridge Compañía de Seguros Generales.

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 la que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Antecedentes generales

Características de la sociedad

Inmobiliaria Apoquindo es una sociedad filial de Toesca Rentas Inmobiliarias Apoquindo Fondo de Inversión, fondo no rescatable dirigido a inversionistas calificados. Inició sus operaciones el 2 de enero de 2019 con el objetivo de invertir indirectamente, en los bienes raíces no habitacionales para renta ubicados en Avenida Apoquindo 4700 y en Avenida Apoquindo 4501, comuna de Las Condes, Región Metropolitana de Chile, compuestos ambos por oficinas, locales comerciales, bodegas y estacionamientos. El plazo de vencimiento del fondo, controlador de la sociedad, está programado para el año 2029.

Toesca Rentas Inmobiliarias Apoquindo Fondo de Inversión es administrado por Toesca S.A. Administradora general de fondos, entidad relacionada a ex ejecutivos de BTG Pactual y Celfin Capital. A junio de 2020, la propiedad de Toesca S.A. AGF se componía como se muestra en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas de Toesca S.A. Administradora general de fondos

Nombre Accionista	Nº Acciones	Participación
Toesca Holding SpA	31.680	99,997%
Toesca Capital SpA	1	0,003%
Total	31.681	100,00%

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) al 31 de junio de 2020, Toesca S.A. AGF administraba un fondo mutuo y diez fondos de inversión.

Para lograr su objetivo el fondo controlador de **Inmobiliaria Apoquindo** debe mantener al menos un 95% de sus activos en instrumentos inmobiliarios.

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

- Invertir a lo menos un 95% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:

- Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda o derechos cuya emisión no haya sido registrado en la CMF, que cuente con estados financieros auditados y que invierta principalmente en los inmuebles referidos anteriormente.
- Pagarés, letras de cambio, contratos de mutuo y demás títulos y contratos que den cuenta de créditos cuyo deudor sea una sociedad en que el fondo participe.
- Invertir hasta un 5% del activo total del fondo, como límite global y sujeto a los límites específicos establecidos en el reglamento interno, en los siguientes activos:
 - Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción.
 - Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por estas.
 - Cuotas de fondos mutuos nacionales, administrados por personas no relacionadas a la Administradora, que inviertan exclusivamente en instrumentos de deuda, respecto de los cuales no se exigirán límites de inversión ni de diversificación.
 - Caja y bancos.
- El fondo puede constituir todo tipo de sociedades cuyo objeto se refiera directa o indirectamente al giro indicado en el reglamento interno, en cuyos estatutos deberá establecerse que sus estados financieros anuales serán dictaminados por auditores externos registrados en la CMF.

Análisis financiero

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

Las proyecciones del Ingreso Operativo Neto (NOI por sus siglas en inglés) efectuadas en relación con los flujos de la sociedad 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 por el conjunto de activos en los últimos años. La estimación de flujos futuros, junto con los montos de pago de la deuda que posee la sociedad, se muestra en la Ilustración 1. Si bien presenta holguras para el pago de la deuda—con hasta un 60% de deterioro del NOI—el año 2026 se genera un pago de 2,8 millón de UF, el cual podría ser refinanciado con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores.

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 de la sociedad, considerando como flujo el valor de liquidación de los activos. Así, el indicador muestra una relación mayor a uno, por lo que se presume que no debiera presentar problemas para dar cumplimiento de

sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Como se puede apreciar en la Ilustración 2, **Inmobiliaria Apoquindo**—sobre la base de los datos considerados a marzo de 2020—presentaba una relación menor a la unidad si se consideran sólo los flujos a percibir durante la vigencia del bono; sin embargo, este ratio se incrementa a 2,8 si se asume perpetuidad en los flujos². Este último indicador se incrementa a 2,9 veces si se mide a la fecha de vencimiento del fondo, lo que refleja capacidad para el pago del bono en caso de liquidarse los activos o, en su defecto, ser sujeto de crédito para refinanciar su pasivo.

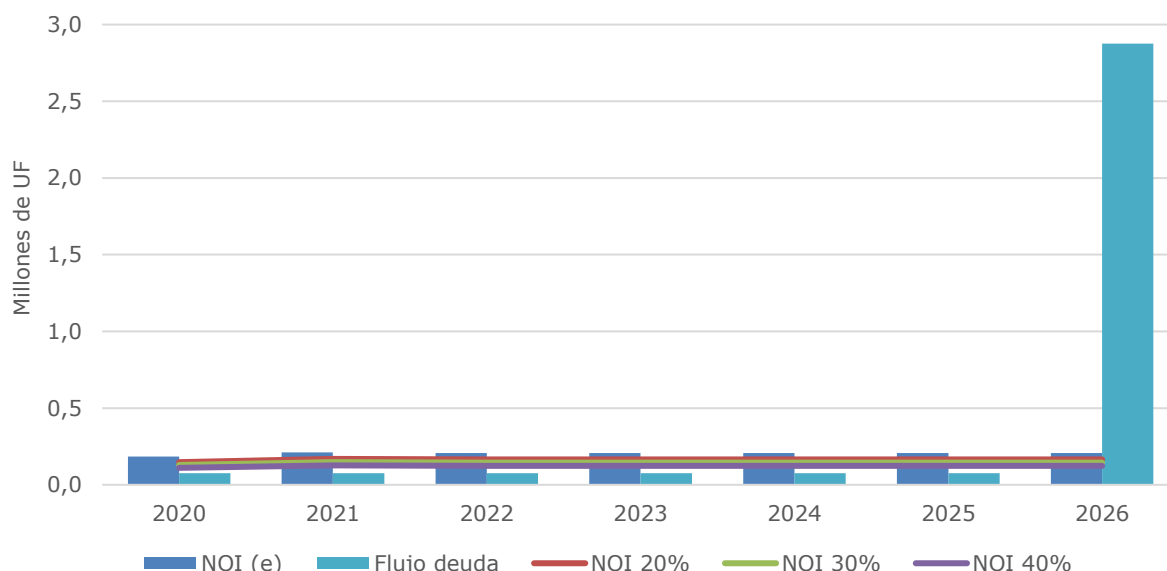


Ilustración 1: NOI y servicio de la deuda

² El elevado indicador, asumiendo perpetuidad, refleja que los flujos podrían disminuir fuertemente y mantener la capacidad para pagar la deuda, sea vía refinanciamiento o enajenación de activos.

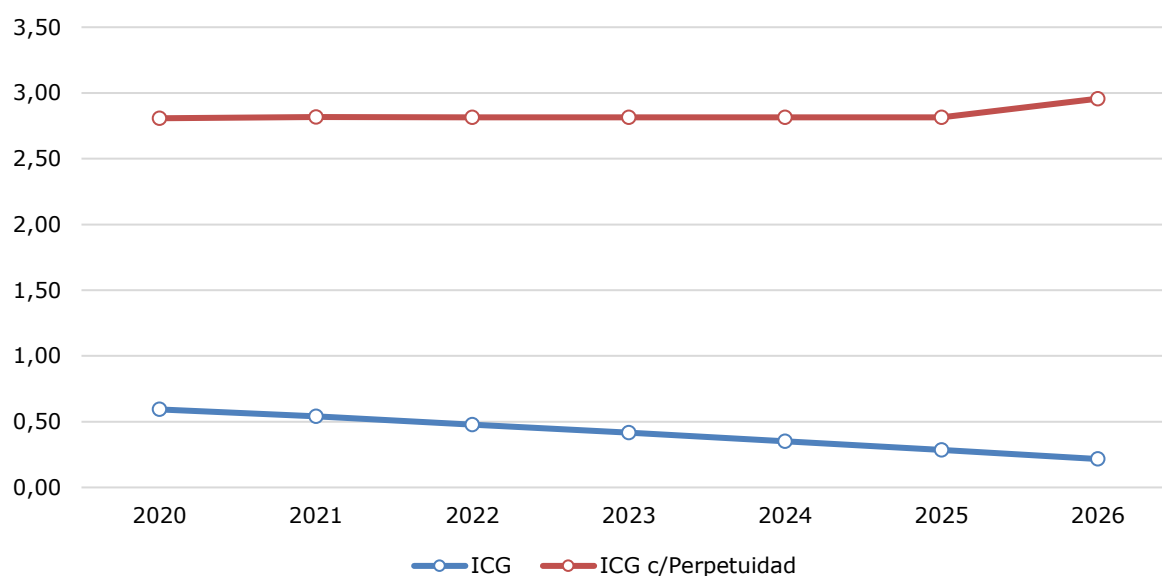


Ilustración 2: Índice de Cobertura Global de la Deuda

Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)

La Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD), que muestra para cada periodo cuán holgado es el NOI generado por la sociedad en relación con el vencimiento de los pasivos, indica que por lo general se cuenta con la capacidad de hacer frente a los compromisos financieros adquiridos. Tan solo en un periodo, dado la estructura de amortización del instrumento, el indicador (como se puede apreciar en la Ilustración 3) se encuentra por debajo de la unidad. Esto responde principalmente a que en ese periodo se pagaría el 100% del saldo insoluto del bono que se ha estructurado.

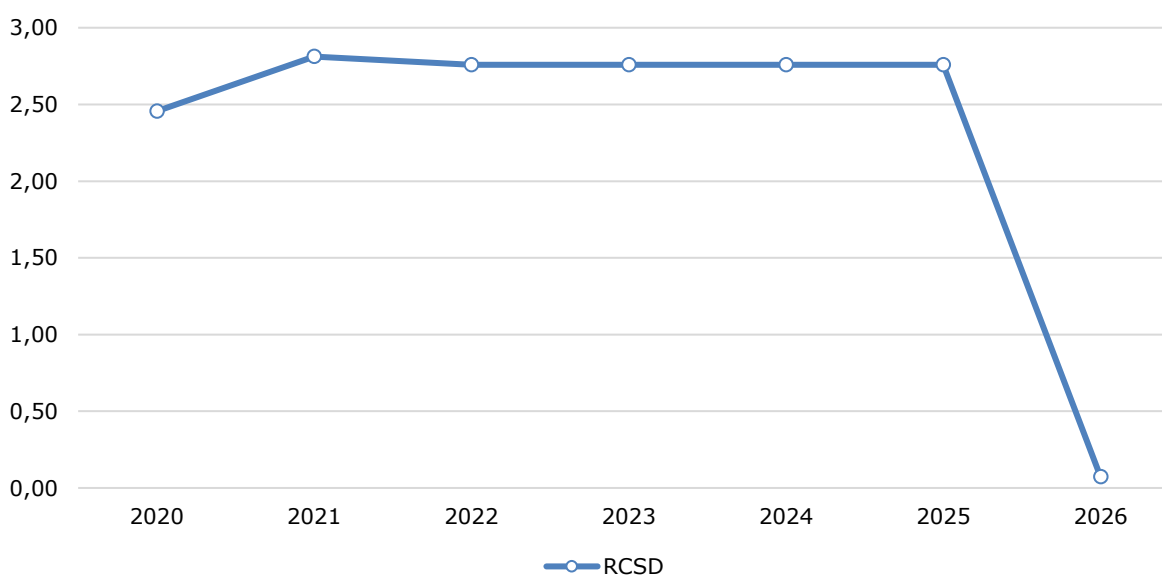


Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, a marzo de 2020, es igual a 39,01 veces, influenciado principalmente por pasivos financieros— que representan cerca del 58% de los pasivos—y de los préstamos con entidades relacionadas, que registran un 30% de los pasivos.

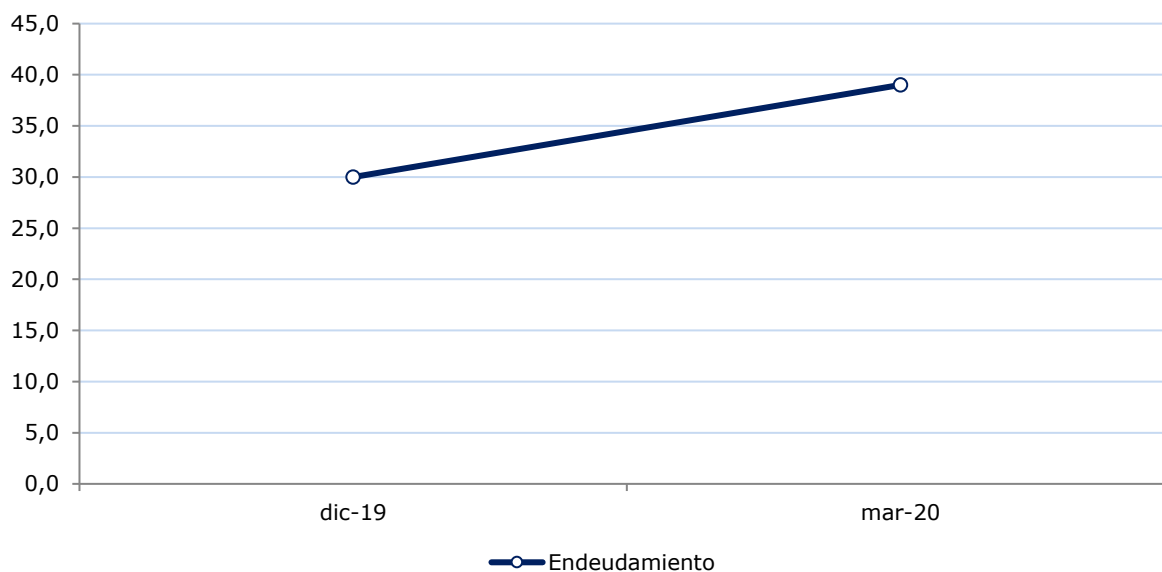


Ilustración 4: Endeudamiento

Liquidez

Por su parte, la liquidez de **Inmobiliaria Apoquindo**, al primer trimestre de 2020, registró un valor sobre las siete veces.

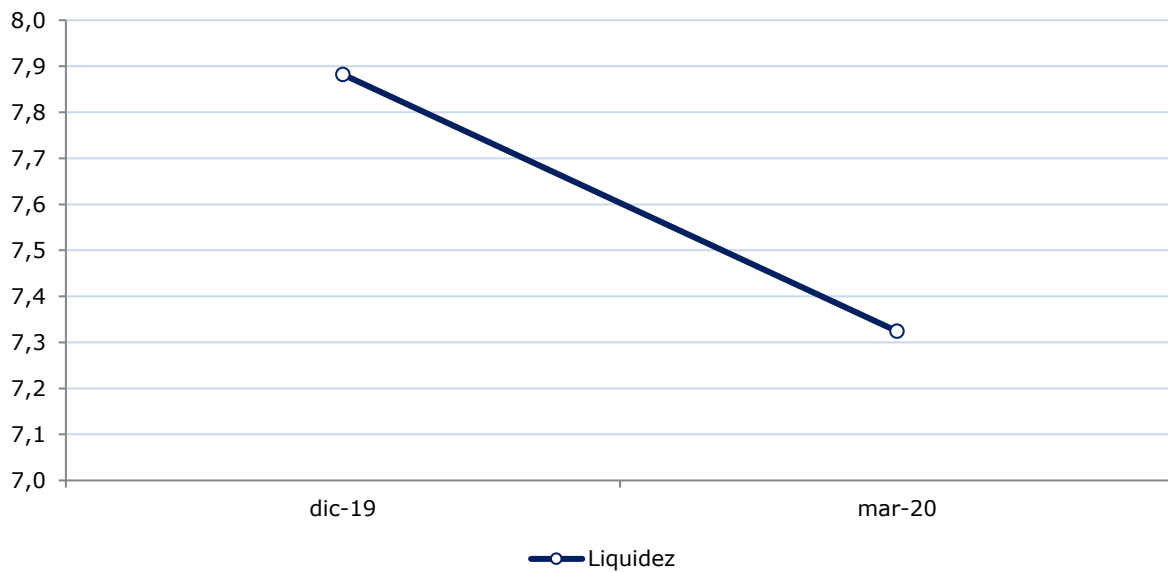


Ilustración 5: Liquidez

“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.”

Anexo 1

Características de los activos del fondo

Propiedad		
Apoquindo 4700		
	Oficinas	48
	Locales	5
	Bodegas	22
	Estacionamientos	202
	Comuna	Las Condes
	Superficie	7.317
	Ocupancia	94,1%
Apoquindo 4501		
	Oficinas	72
	Locales	6
	Bodegas	87
	Estacionamientos	598
	Comuna	Las Condes
	Superficie	22.320
	Ocupancia	99,8%