



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Primera Clasificación del Emisor y sus valores

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

Inmobiliaria Apoquindo S.A.

Septiembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	A+
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2019

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	9 años
Monto máximo	UF 3.000.000
Moneda de emisión	Pesos, Unidades de Fomento o Dólares
Uso de fondos	Financiamiento para los proyectos e inversiones que maneja la compañía.
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> a) Contratos de hipoteca sobre inmuebles adquiridos; b) Contrato de prenda sin desplazamiento sobre la cuenta de reserva para el servicio de la deuda; y c) Contrato de prenda sin desplazamiento sobre la cuenta para el servicio de la deuda.

Estado de Situación Financiera, IFRS	
M\$	mar-19
Activos Corrientes	261.244
Activos No Corrientes	43.290.391
Total Activos	43.551.635
Pasivos Corrientes	36.784
Pasivos No Corrientes	0
Total Pasivos	36.784
Patrimonio Neto	43.514.851
Total Pasivos y Patrimonio Neto	43.551.635

Estado de Resultados por Función, IFRS	
M\$	mar-19
Ingresos	-73.568
Gastos de operación	-103.358
Resultado operacional	-176.926
Costos financieros	0
Resultado del ejercicio	-176.926

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 2019 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 5,8 millones y activos financieros a costo amortizado por US\$ 58,0 millones, con cerca de 29 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\$ 175,2 millones. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 114,1 millones

Entre los fundamentos que sustentan la clasificación de la línea de bonos en proceso de inscripción 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. 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 4,3 millones, según la valorización independiente, cubre adecuadamente la deuda financiera que posee (UF 2,8 millones), la cual se mantendría relativamente en niveles similares tras la emisión del bono. 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 del fondo 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

¹ Valorización de Colliers International realizada en diciembre de 2018 utilizando tipo de cambio y unidad de fomento al 31 de marzo de 2019

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 fondo 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, 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 del fondo

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 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 marzo de 2019, 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 marzo de 2019, Toesca S.A. AGF administraba 4 fondos mutuos y 9 fondos de inversión.

Para lograr su objetivo, **Inmobiliaria Apoquindo** deberá mantener al menos un 95% de sus activos en los 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 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 1. Si bien el fondo 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 del fondo, 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 2019—presentaba una relación de 1,1 si se consideran sólo los flujos a percibir durante la vigencia del bono; sin embargo, este ratio se incrementa a 3,1 si se asume perpetuidad en los flujos². Adicional a lo anterior, el fondo cuenta con un indicador de cobertura de 3,3 veces si se mide a la fecha de vencimiento 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.

bullet, 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.

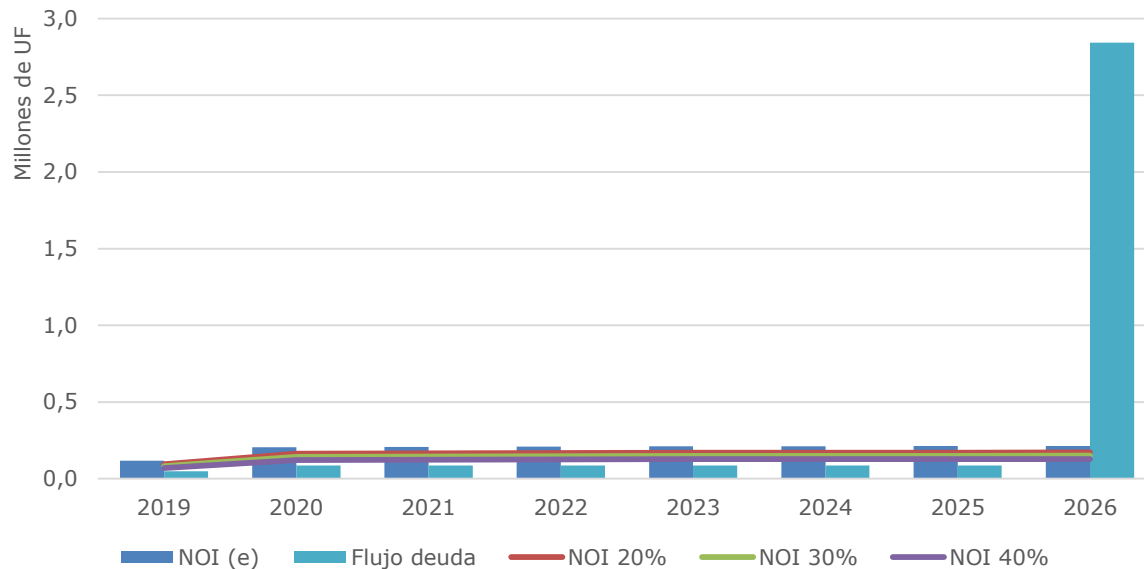


Ilustración 1: NOI y servicio de la deuda

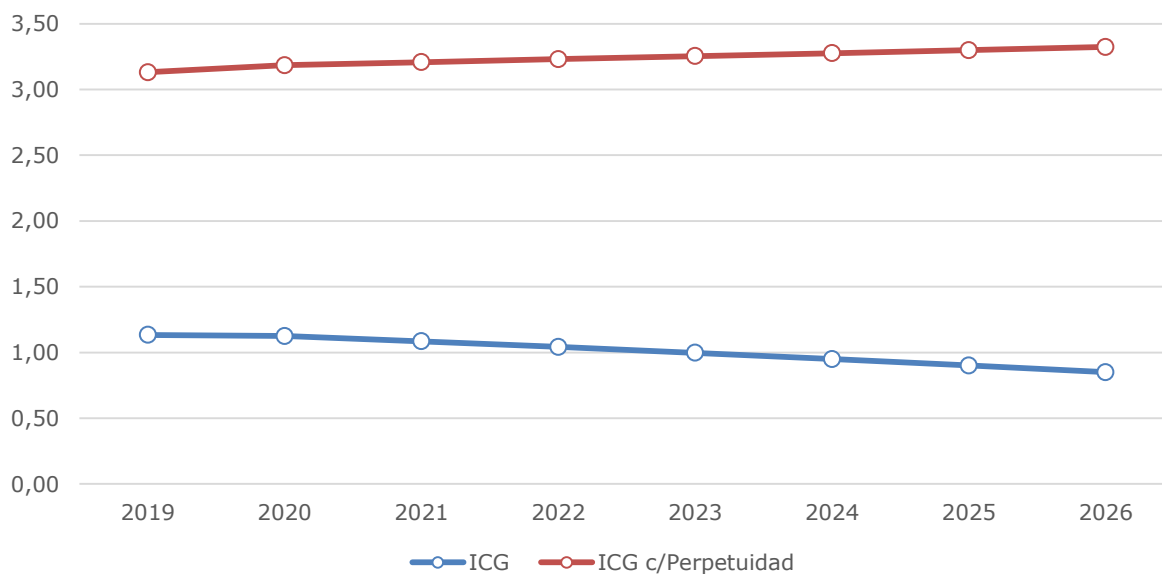


Ilustración 2: Índice de Cobertura Global de la Deuda

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 el fondo 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.

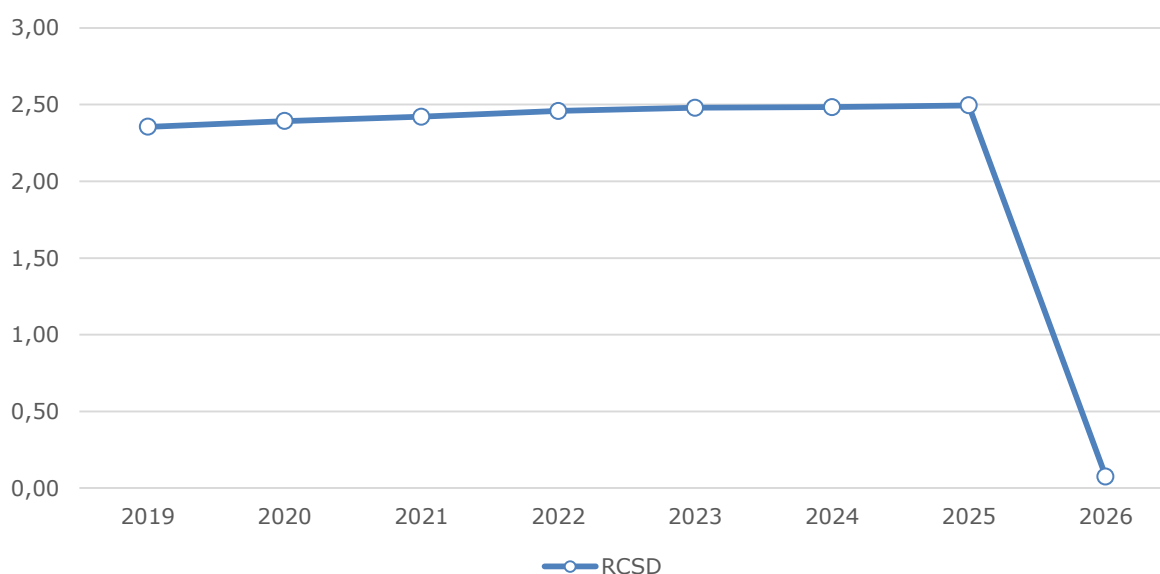


Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, a marzo de 2019, es igual a 33,5 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.

Liquidez

La liquidez de **Inmobiliaria Apoquindo**, a la misma fecha, registró un valor sobre las siete veces.

"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	99,70%
Apoquindo 4501		
	Oficinas	72
	Locales	6
	Bodegas	87
	Estacionamientos	598
	Comuna	Las Condes
	Superficie	22.320
	Ocupancia	99,79%