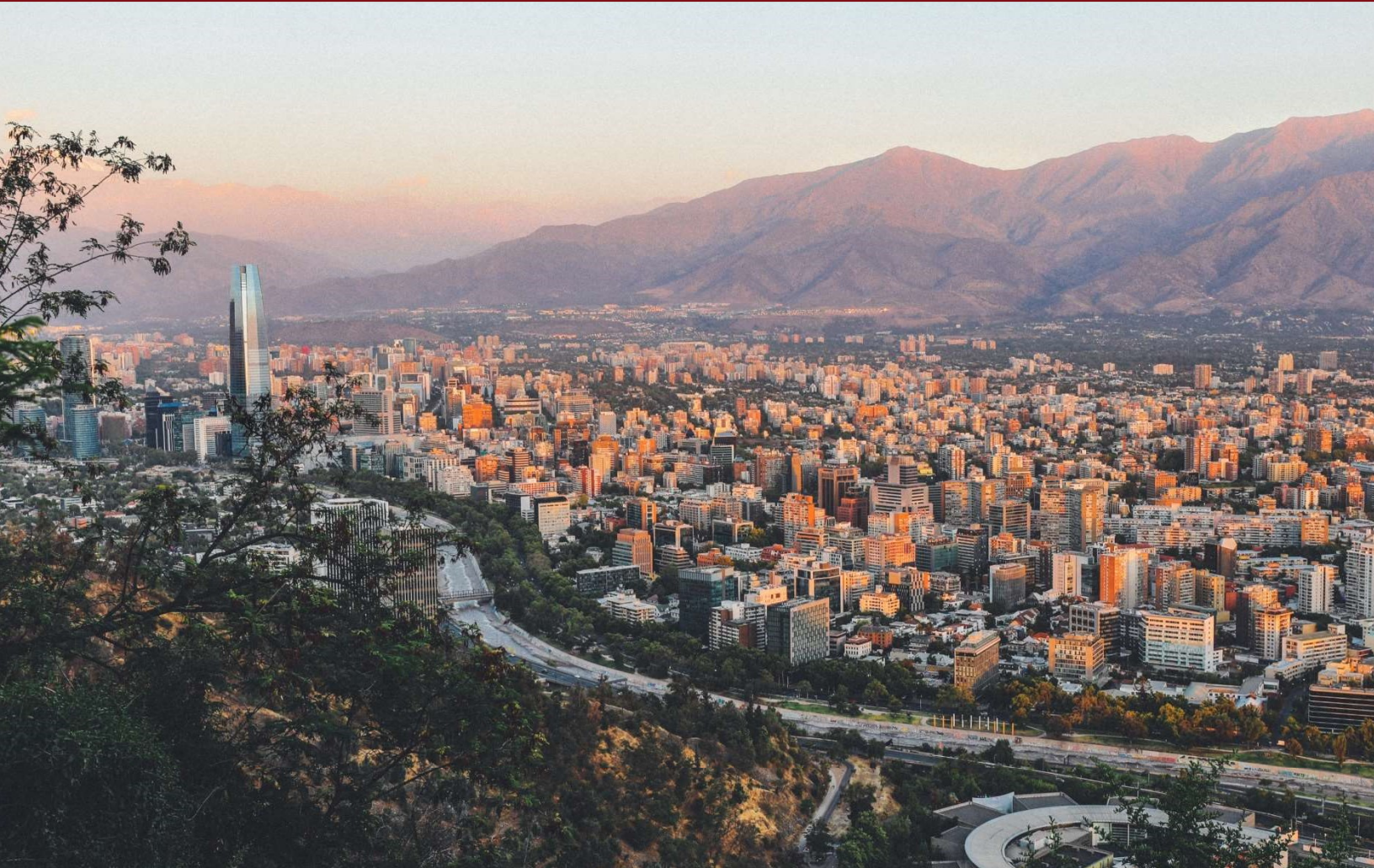




HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO



Ficha técnica

Refinanciamiento de la industria inmobiliaria comercial

Diego Segovia
diego.segovia@humphreys.cl
Ignacio Muñoz
ignacio.munoz@humphreys.cl

Febrero de 2024

Consideraciones

El siguiente documento presenta información de empresas del sector inmobiliario comercial, registradas en la Comisión para el Mercado Financiero que cuentan con líneas de bonos, bonos y/o efectos de comercio, y/o están listadas en el IPSA de la Bolsa de Comercio de Santiago. La información fue obtenida de los reportes que elabora *Humphreys Advisors*, así como de fuentes públicas, con fecha corte a septiembre 2023 y con valores ajustados por inflación. En particular, este documento se concentra en las siguientes empresas:

1. Cencosud Shopping S.A.
2. Parque Arauco S.A.
3. Patio Comercial SpA
4. Plaza S.A.
5. Rentas y Desarrollo Baker SpA
6. Vivo SpA
7. Inmobiliaria Nialem S.A.

De acuerdo con la metodología utilizada por **Humphreys**, los indicadores presentados deben ser analizados en el contexto de los particulares que presenta cada compañía dentro de la industria en la que participa y que, en definitiva, le dan viabilidad de largo plazo (no obstante, dentro de los elementos más transversales destaca el grado de madurez de los flujos, duración de los contratos, fijación de tarifas, diversificación territorial, diversificación por conjunto de activos, diversificación por arrendatarios, niveles de vacancia y morosidad, ratios financieros, gobierno corporativo y apoyo de la matriz). Con todo, cabe destacar, que la fortaleza o debilidad de un *ratio* financiero no depende sólo de la industria genérica en donde está inserta una compañía, sino que, además, es relevante el modelo de negocio de la entidad.

El sector inmobiliario comercial (la industria inmobiliaria y de construcción en general), suele soportar, dada su estructura operativa y tipo de negocio, un mayor apalancamiento financiero en comparación a empresas de otros rubros. Lo anterior, se explica principalmente por la garantía (constituida o presunta) que otorgan los activos a la hora de acceder al financiamiento, permitiéndole un mayor *leverage*.

En concordancia, se puede presumir, que un mayor nivel de endeudamiento no necesariamente implicará un deterioro o una mayor dificultad de la firma evaluada para hacer frente a sus compromisos financieros, dado que, en base a la operatividad del negocio, se espera que esta estructura de deuda y cuadros de pagos estén usualmente pensados más para un refinanciamiento que para servir los vencimientos en su totalidad, comúnmente, de carácter de *bullets*. Por ello, en muchos casos, lo relevante es determinar la probabilidad de acceder al *revolving* financiero.

Dado ello, **Humphreys**, en su constante esfuerzo por mejorar la calidad de sus *ratings*, ha efectuado un sucinto estudio del sector inmobiliario comercial, el cual en el futuro, si corresponde, puede ser introducido con mayor énfasis en los criterios de evaluación.

Contexto de la industria

Actualmente, la industria inmobiliaria está centrada principalmente en lo que refiere a desarrollo, construcción, explotación, administración y venta, y ha presentado fuertes recuperaciones desde los resultados obtenidos en los momentos más áridos de la crisis sanitaria, precisando en esta aseveración, que la industria en análisis suele presentar una alta sensibilidad a las contracciones macroeconómicas (así como también a sus alzas), lo que ocasionó que muchos de los clientes (arrendatarios) se vieran imposibilitados de hacer frente a los pagos pactados, dada la baja en el flujo de sus ventas y tráfico.

Con todo, fueron muchas las medidas adoptadas por las grandes firmas para superar esta situación coyuntural, mostrando un alto nivel de resiliencia y capacidad de la administración para hacer frente a escenarios adversos.

El sector, cuyos activos van desde inmuebles de carácter vecinal hasta grandes centros comerciales, presenta un alto grado de diversificación tanto de activos como en lo que a locación geográfica se refiere, cuyas firmas en análisis han podido, a través de los años, posicionarse como los principales actores del mercado, exhibiendo entre sus dependencias una gran variedad de rubros, los cuales en diferentes escalas establecen un mayor o menor riesgo comparativo con los demás *players* del sector dada la naturaleza de sus servicios.

En la Ilustración 1 e Ilustración 2 es posible observar las variaciones del ingreso y EBITDA anualizados dentro de los últimos cinco años. En estos, se aprecian las recuperaciones descritas con antelación y la participación (tamaño) que ostenta cada operador dentro del mercado.

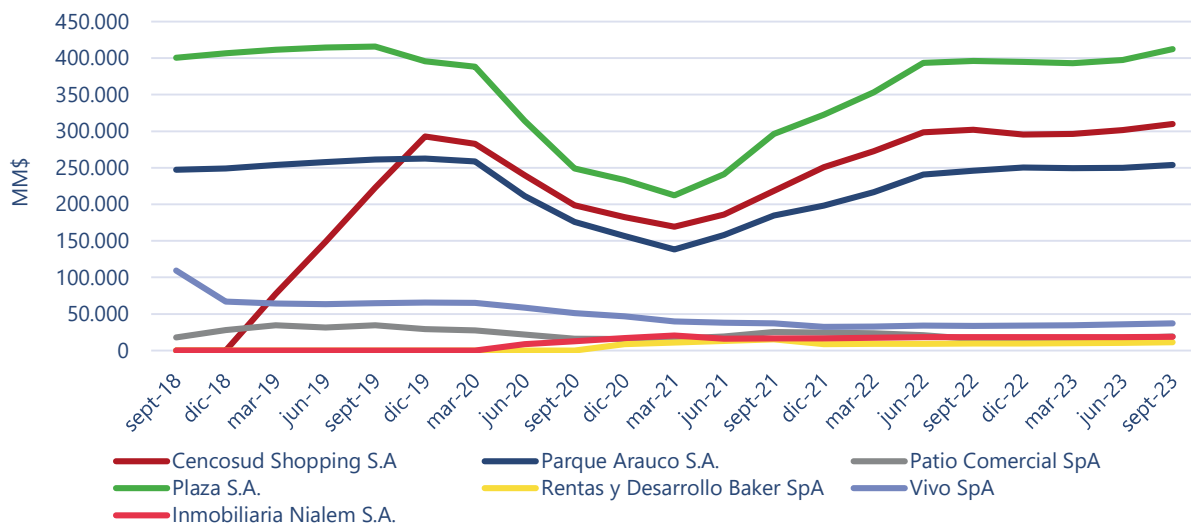


Ilustración 1: Variación anual de los ingresos expresados trimestralmente

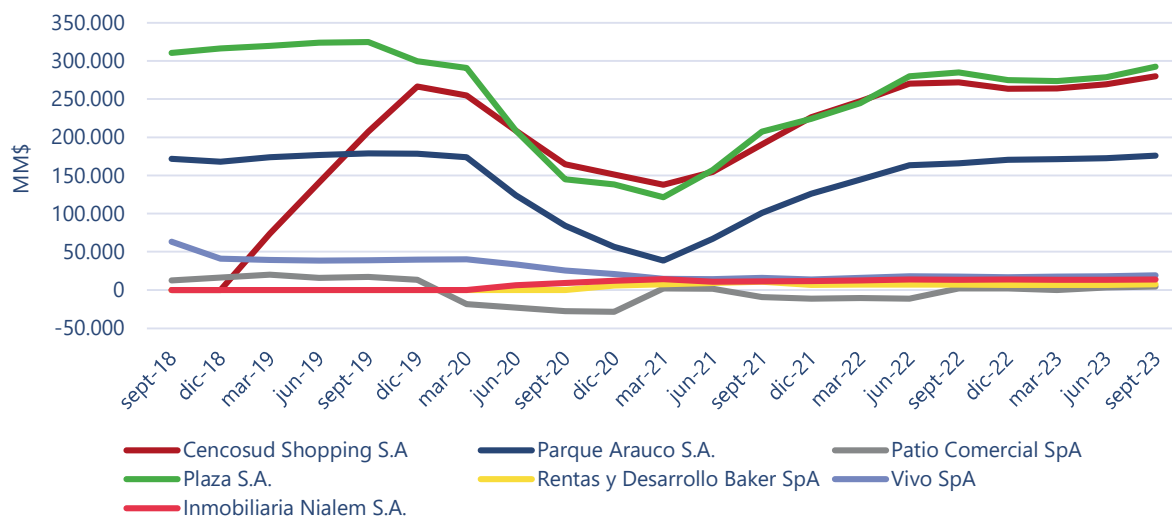


Ilustración 2: Variación anual de los EBITDA expresados trimestralmente

Como fue explicado en párrafos anteriores, la naturaleza en la operatividad de la industria y, por ende, la estructuración en cuanto a balance y calendarios de pago respectivo, nos predispone como analistas, al menos en un inicio, a esperar de estas firmas un mayor apalancamiento financiero. Sin embargo, aun cuando la clasificación soporta mayores niveles de deuda financiera, no está exenta de problemas ni establece una razón perenne en el aumento de este *ratio*. Y es que como fue descrito con anterioridad, los vaivenes de la economía presentan grandes implicancias en los flujos de estas compañías, bajo estas circunstancias, las condiciones de refinanciamiento y la predisposición de los acreedores a este, puede no ser uniforme para todos los agentes del sector, provocando en algunos casos un aumento en la probabilidad de quiebra y/o *default* por efecto de cierre de los mercados de financiamiento. Si bien es un riesgo que se mitiga con los niveles de activos (susceptibles de entregar en garantía y/o liquidar en escenarios de alto estrés económico), no todos los casos son equivalentes siendo un factor para tener en consideración al momento de la clasificación de este tipo de entidades.

En la Ilustración 3 e Ilustración 4 es posible observar las variaciones de la deuda financiera y el *leverage* de las firmas analizadas en los últimos cinco años, mientras que en la Ilustración 5 se observa la alta volatilidad del sector en cuanto a la relación deuda financiera sobre EBITDA.

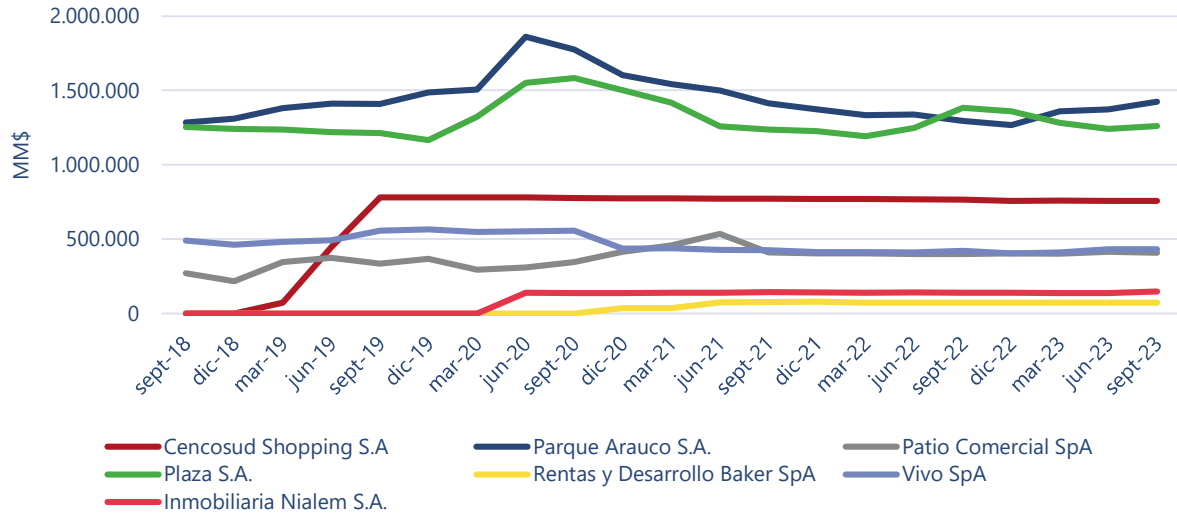


Ilustración 3: Variación de la deuda financiera

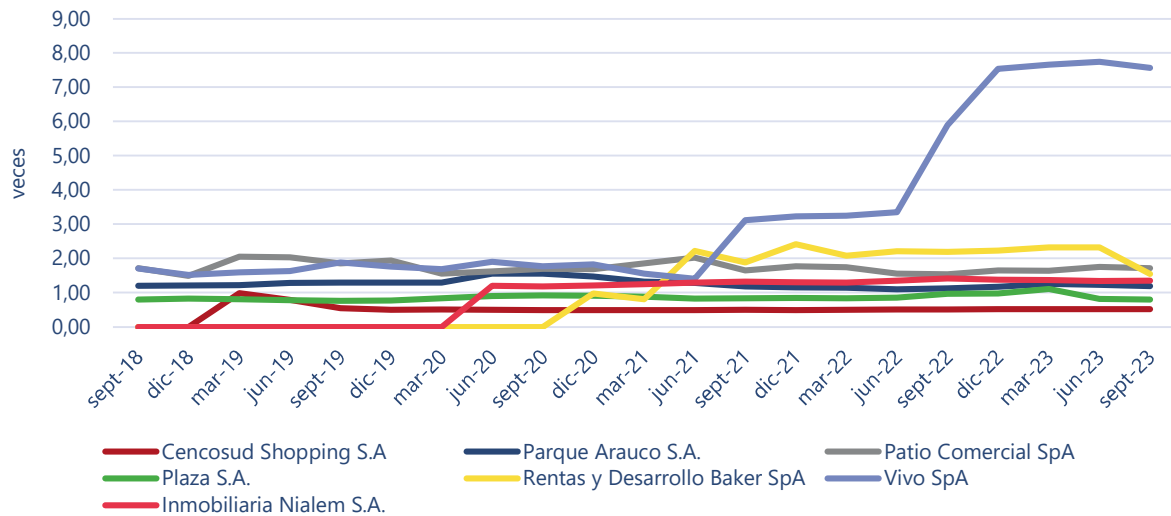


Ilustración 4: Variación del leverage

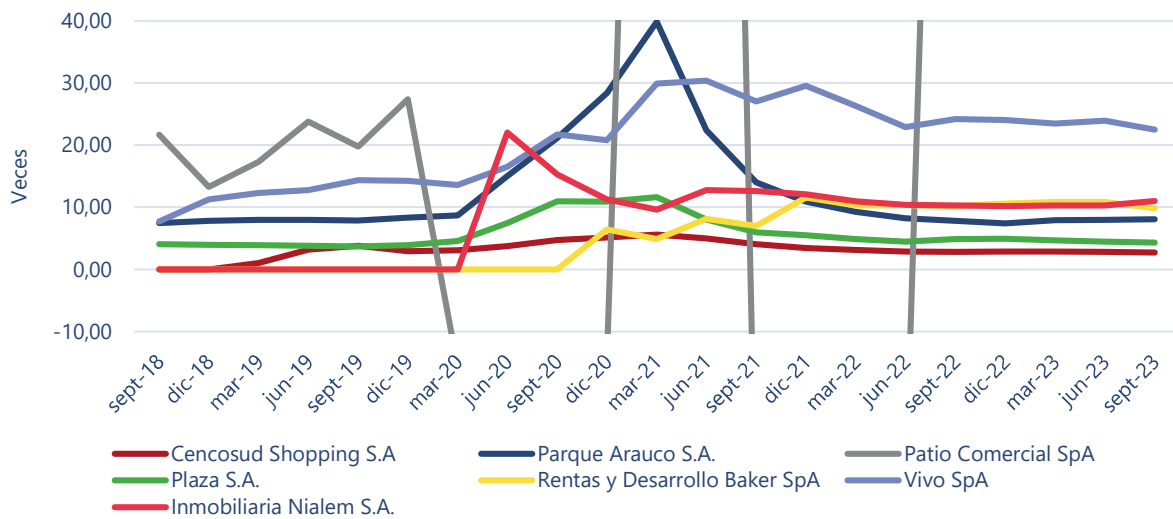


Ilustración 5: Variación deuda financiera sobre EBITDA

Es por esta razón que se hace de suma importancia (con una mayor relevancia en las actuales condiciones macroeconómicas), conocer con mayor exactitud los vencimientos corrientes de las firmas clasificadas, precisando montos, fechas, niveles de caja, líneas disponibles, negociaciones actuales con los acreedores y cualquier otro elemento de interés que mitigue el riesgo de refinanciamiento o, dicho de otra manera, que se pueda optar a este sin sacrificio de activos o condiciones comerciales desfavorables.

Entre las empresas de análisis, es posible observar vencimientos corrientes para el presente ejercicio que presuponen necesidades relevantes de refinanciamiento (dado que el EBITDA anual, por sí sólo, no cubriría el servicio de la deuda financiera). Este riesgo explica la importancia sustancial del acceso al crédito en el modelo de negocio de la industria, dado que la generación anual suele ser insuficiente para estructuras de préstamos tipo *bullet* o, en su defecto, con períodos puntuales con elevado monto de amortización, exponiendo a la entidad, en gran medida, a las condiciones financieras del momento y a las negociaciones comerciales con los acreedores. Lo anterior se puede observar en la Tabla 1.

Tabla 1: Vencimientos corrientes

Empresa	Clasificación	Tendencia	DF sept 2023 (MM\$)	EBITDA 2022 (MM\$)	Refinanciamiento
Cencosud Shopping S.A.	AA+	Estable	4.539	258.153	No
Parque Arauco S.A.	-	-	328.259	170.697	Sí
Patio Comercial SpA	A	Estable	70.812	20.019	Sí
Plaza S.A.	AA+	Estable	50.812	282.699	No
Rentas y Desarrollo Baker SpA	AA-	Estable	72.389	6.628	Sí
Vivo SpA	-	-	33.955	16.319	Sí
Inmobiliaria Nialem S.A.	AA-	Estable	11.317	13.203	No



Las dificultades macroeconómicas y un acceso restringido al financiamiento son factores que han estado en boga a la hora de referirse a la actual realidad financiera de nuestro país. Lo anterior, propone desafíos importantes para las empresas del rubro inmobiliario las cuales, si bien han visto recuperados sus flujos prepandémicos, podrían verse expuestas a refinanciamientos en condiciones más desfavorables a sus contratos actuales lo que podría afectar los márgenes y la competitividad de las firmas. Si bien es un riesgo que, de concretarse, puede poner en riesgo la continuidad de una compañía, ha de considerarse de baja ocurrencia, esto, debido a la extensa historia financiera y la resiliencia mostrada por la industria ante fuertes escenarios de estrés como lo fueron la crisis Subprime y el Covid-19, donde la planificación del gobierno corporativo, el apoyo de la matriz y las buenas relaciones con los acreedores fueron claves a la hora de resguardar la continuidad y competitividad del negocio.

Disclaimer

Este Documento de Trabajo es un resumen de principales indicadores financieros que pueden ser utilizados dentro de un proceso de evaluación formal realizado por **Humphreys**, pero no puede ser considerado como una guía sobre los elementos que determinan una clasificación de riesgo asignada al emisor o a algún instrumento de oferta pública emitido por la compañía.