



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO



Clasificación de riesgo de inmobiliarias: Efectos de la concentración de ingresos

Diego Segovia Cisternas
diego.segovia@humphreys.cl

Ignacio Muñoz Quezada
ignacio.munoz@humphreys.cl

FICHA TÉCNICA

Abril 2024

El proceso de clasificación de los emisores de instrumentos de oferta pública (o de solvencia) inserto en la industria inmobiliaria, basados en el arrendamiento de espacios, así como también de cualquier otra entidad evaluada por *Humphreys*, comparten consigo supuestos de evaluación estándares aplicados a un análisis integral con enfoque en el largo plazo.

Sin perjuicio de la anterior, la metodología utilizada por esta clasificadora considera que los indicadores de evaluación deben ser analizados tomando en cuenta los elementos particulares que presenta cada compañía dentro de la industria en la que participa, para así, en base a su modelo de negocio, medir su viabilidad de largo plazo. Dentro de los elementos más relevantes destacan, el grado de madurez del activo generador de flujos, duración de contratos, fijación de tarifas, diversificación territorial, diversificación por conjunto de activos, diversificación por arrendatarios, crecimiento de la demanda, nivel de vacancia, nivel de morosidad, ratios financieros, gobierno corporativo y apoyo de la matriz. En este sentido, cabe destacar que la fortaleza o debilidad de un ratio no depende sólo de la industria genérica en donde se inserta una compañía, sino que, además, es relevante el modelo de negocio desarrollado por la entidad.

Dentro de los múltiples factores que subyacen de la medición del riesgo operacional de una inmobiliaria, toma principal importancia la diversificación, tanto de arrendatarios, de activos como territorial, con principal énfasis en su significancia en los ingresos del emisor y en el impacto que pueda tener para cubrir sus obligaciones financieras. De lo anterior, se discierne que en un proceso de clasificación no es nimio ni a la cantidad ni a la calidad de los arrendatarios que presente la firma, cuyos desempeños individuales pudiesen influir —en menor o mayor medida— en la clasificación de riesgo otorgada.



Concentración por arrendatarios

En línea con lo anterior, preliminarmente sería sensato aceptar que, mientras mayor sea la atomización de los arrendatarios, menor será el riesgo involucrado en los ingresos percibidos, dado que aumentos en la morosidad, *default* o quiebra de un cliente o cadena en particular no supondrían, en primera instancia, una caída significativa en los ingresos totales, pudiendo incluso establecer un cierto nivel de vacancia límite con la que aun sería posible contar con coberturas para el pago de los compromisos financieros de la entidad. Como consideraciones adicionales, que mitigan el riesgo, se presentan las cláusulas de salida de los contratos, reajuste de tarifas, participación en las ganancias (factor variable de los contratos), velocidad de recolocación, control de morosidad, entre otros.

Por otro lado, mientras mayor sea la importancia relativa de los arrendatarios en la significancia de los ingresos, comienzan a tomar relevancia los factores intrínsecos de la naturaleza operativa de los clientes de la firma. De esta forma, la duración y rigurosidad de los contratos, reconocer si los activos son clave en la cadena de valor (riesgo de sustitución), el tipo de industria en el cual están insertos y la clasificación de riesgo (o solvencia) que estos ostenten, se alzan como elementos primordiales a la hora de asignar la respectiva clasificación de riesgo, pudiendo, en un escenario de nula atomización, limitarse a la clasificación de su arrendatario.

Aun cuando por metodología un mayor nivel de deuda (*ceteris paribus*) es más riesgoso, esta variable no puede, en forma aislada, determinar una clasificación de riesgo por cuanto no se puede ignorar el perfil de vencimiento de los pasivos. Producto de lo anterior, es necesario contrastar los flujos de la entidad evaluada con la estructura de deuda que presente el emisor, entendiendo que, si el principal arrendatario significa, por ejemplo, el 70% de los ingresos totales, pero el flujo de la deuda se paga con tan solo el 20% restante (estando estos atomizados), aun en el caso hipotético de *default* del arrendatario ancla, podríamos coincidir que en el corto plazo existe una alta probabilidad de que el emisor aun pueda hacer frente a sus compromisos financieros mientras trabaja en la recuperación de sus cuentas por cobrar y recolocación de los activos. Tampoco es ajeno a la clasificación el grado de predictibilidad de los flujos.

Un ejemplo práctico de las ideas desarrolladas en la concentración por tipo de clientes se sintetiza en la clasificación de Rentas y Desarrollo Baker SpA, (Baker) cuya generación de flujos corresponde principalmente al arriendo de terrenos para el funcionamiento de estaciones de servicios operados por Esmax Distribución SpA (Esmax Distribución), clasificados en "Categoría AA" por *Humphreys*. Las estaciones de servicios, que operan bajo la marca Petrobras, representan el 91% de los ingresos anualizados que genera la sociedad, ubicadas mayoritariamente dentro de centros urbanos, mientras que el restante de las rentas proviene de negocios complementarios al relacionado con la venta combustibles, como arriendo de locales a restaurantes y farmacias. Dado lo anterior, existe una alta capacidad de predictibilidad de los ingresos para el plazo remanente de los contratos y un bajo riesgo de acuerdo con la solvencia del arrendatario, por lo que la clasificación de Baker se encuentra fuertemente ligada a la clasificación de Esmax Distribución. En la Ilustración 1 se presenta la dependencia de la clasificación entre Baker y Esmax Distribución.

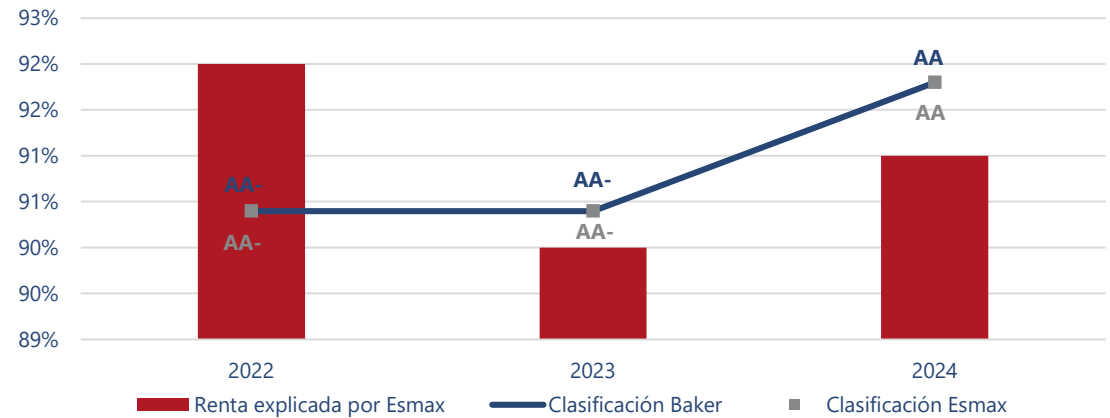


Ilustración 1: Dependencia de clasificación de Baker con Esmax Distribución

Concentración por activos y ubicación



Adicionalmente a la diversificación de arrendatarios, otro punto que toma fuerte relevancia dentro de una metódica asignación de riesgo es la diversificación por tipo de activos, entendiendo esto último como las características particulares del activo (centros comerciales, oficinas, *strip centers*, bodegas, entre otros). Asimismo, junto con el grado de atomización de clientes la evaluación incorpora elementos adicionales, entre ellos, restricciones gubernamentales, posibilidades de huelgas, paros, protestas, catástrofes naturales, problemas judiciales o cualquier otro contexto que suponga una restricción parcial o total de la operatividad de la zona en que se concentran los activos.

Dado lo anterior, no sería insensato afirmar que, aun cuando los arrendatarios del emisor se encuentren totalmente atomizados, si estos se concentran en un mismo activo (mall, centro comercial, edificio, entre otros), presentaría mayores probabilidades de incumplimiento en contraste a una entidad que mantenga activos diversificados tanto en lo que a arrendatarios respecta como en activos y territorios de explotación.

Analizando lo descrito anteriormente se levantan los ejemplos de Cencosud Shopping (Cenco Malls), Plaza y Patio Comercial, los cuales, dada su estructura operativa, presumen, preliminarmente, de una muy alta diversificación y similar estructura operativa. Sin embargo,

Cencosud Shopping, a diferencia de sus pares, cuenta con dos activos de muy alta facturación que concentran el 41,3% de sus ingresos consolidados, estos son Costanera Center y Mall Alto Las Condes, cuyo cese de operaciones significaría, en la práctica, grandes dificultades para hacer frente a sus compromisos financieros en tiempo y forma. Se hace válido mencionar en este apartado que las entidades son conscientes de los factores que pudiesen afectar a su solvencia y continuidad operativa, por lo que este riesgo lo mitigan a través de seguros que protegen tanto el cese de flujos como la integridad del inmueble. Por otro lado, tenemos el ejemplo de las propiedades de inversión de Plaza y Patio Comercial, cuyos dos principales activos concentran un 18,2% y 14,8%, respectivamente, diversificando así, gran parte del riesgo de no pago de sus arrendatarios. Si bien no son factores que por sí mismos definan la categoría de riesgo, como en el caso de Baker, si son elementos que ponderan una mayor o menor calificación en las fortalezas estructurales del emisor, presentando Cencosud Shopping, en este escenario, una menor escala comparativa a las alcanzadas por Plaza y Patio Comercial.

La Ilustración 2 presenta la concentración de ingresos por tipo de activo de las empresas ejemplificadas en el párrafo anterior.

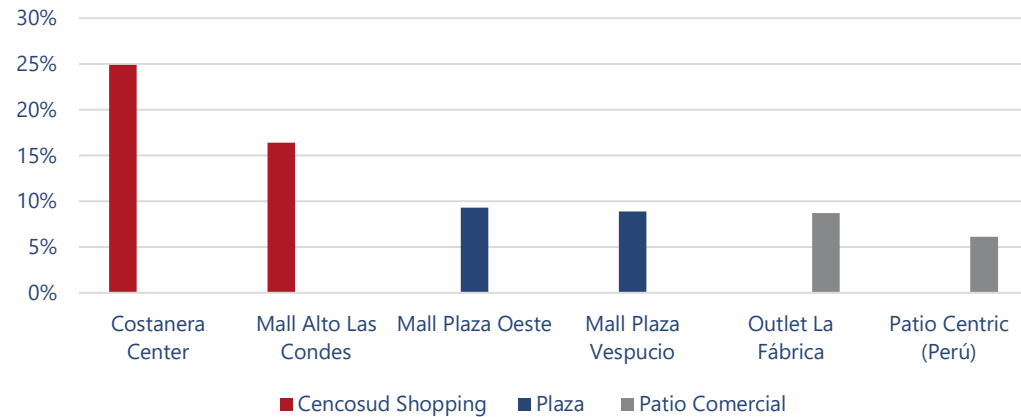


Ilustración 2: Significancia de los dos principales activos de inversión en los ingresos del emisor a septiembre 2023

Aun cuando no existe un escenario donde se asegure en su totalidad la estabilidad de los flujos de un emisor, la historia nos muestra que una mayor diversificación disminuye progresivamente los riesgos de descalce en la estructura de deuda de la firma. Si bien este es un extracto de uno de los factores que puede afectar la clasificación de riesgo de una inmobiliaria, queda en evidencia la



importancia relativa que uno de los factores puede llegar a tomar en una clasificación de riesgo si se lleva a su límite, entendiendo, de esta forma, que las clasificaciones frecuentemente presentan sutilezas que la metodología no rescata de forma íntegra y que deben ser evaluadas según la naturaleza de la entidad a catalogar.

Humphreys queda a disposición de los inversionistas y del público en general para aclarar o profundizar los términos vertidos en este documento; también para mostrar y explicar su metodología de clasificación de bonos securitizados.

La metodología de *Humphreys* destaca entre sus pares por la aplicación de un método de evaluación basado en el método de Monte Carlos, lo cual permite reflejar fehacientemente el comportamiento real de las carteras de créditos (sobre la base de distribución de pérdidas) y entregar información útil a los inversionistas (probabilidad de *default* y pérdida esperada, entre otras variables).