

Ratings

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumento	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia Líneas de Bonos	A	Confirmación	Estable	Confirmación	Metodología general de clasificación de empresas; Metodología de industria de rentas inmobiliarias

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría A con tendencia estable**, la solvencia y líneas de bonos de Patio Comercial SpA (en adelante Patio Comercial, la compañía o la sociedad).

La clasificación de Patio Comercial se sustenta en la calidad de activos, portafolio y posición de mercado, diversificación, madurez de los activos, calidad crediticia de locatarios y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- Calidad de activos:** Patio Comercial posee activos con capacidad para mantener estabilidad en su flujo de caja. Al respecto, a diciembre de 2017, la tasa de ocupación de sus propiedades en arriendo era de 94,2%, y proyectan cerrar el año 2018 en torno a 96,5%. Por otro lado, el 50% de los contratos que mantiene Patio Comercial a junio de 2018, posee una duración mayor a diez años (principalmente contratos con tiendas anclas), contando además con una exposición relevante a locatarios anticíclicos, como supermercados, y farmacias, entre otros.
- Portafolio y posición de mercado:** La sociedad mantiene aproximadamente 183 mil m² de ABL¹ propios y administrados, teniendo un tamaño y escala menores en comparación a los líderes de la industria de centros comerciales. No obstante, mantiene el liderazgo en strip centers con 16% de participación de mercado en términos de ABL, en Santiago, por encima de los stripcenters de Vivocorp y Arauco Express de Parque Arauco.
- Diversificación:** La compañía se encuentra diversificada tanto geográficamente, como por formato de activos y por locatario. Al respecto, los activos en regiones concentran el 58% de ABL totales a través de centros vecinales, stand alone, stripcenters y un mall. Asimismo, la compañía cuenta con el outlet La Fábrica en Santiago, el primero de la empresa. Además, la sociedad se encuentra adecuadamente diversificada en función de ingresos por cliente. Los cuatro principales locatarios de la compañía acumularon el 27% de los ingresos a marzo de 2018, exhibiendo una leve desconcentración respecto a periodos anteriores.

- Madurez de los activos y plan de inversiones:** Actualmente, los activos de la compañía se encuentran en una etapa madura con altas tasas de ocupación y con contratos de arriendo de largo plazo. Sin embargo, ICR considera que el plan de inversiones es agresivo al tomar en cuenta la futura expansión de superficie arrendable, lo que podría eventualmente involucrar niveles de deuda significativos. Entre los años 2019 y 2020, los proyectos en construcción superarían el 40% del ABL actual.

- Calidad crediticia de locatarios:** La compañía mantiene arrendatarios con una muy alta calidad crediticia (a excepción de SMU, pero que ha evidenciado mejoras en el último tiempo), siendo Cencosud (clasificación de riesgo local de AA) el segundo locatario ancla que mayores ingresos aporta a Patio Comercial, seguido de Walmart, uno de los principales retailers en el mundo.

- Situación financiera:** Patio Comercial utiliza una estructura financiera en base a *Project Finance*, lo cual le permite financiar sus activos en sus distintas etapas (desarrollo, construcción y renta). Cuando los activos empiezan a generar flujos, se originan contratos de leaseback, a través de los cuales la compañía paga una cuota de leasing. Con ello, la compañía puede operar con un alto nivel de apalancamiento y estructurar los pagos de deuda en función de la capacidad individual de cada activo para generar flujos de caja.

A junio de 2018, la compañía mantenía un ratio de endeudamiento de 1,62 veces; un razón de deuda leasing neta sobre EBITDA de 13,78 veces y un ratio de EBITDA sobre gastos financieros netos de 1,76 veces. Los niveles de estos indicadores sustentan la clasificación de riesgo en categoría A, al presentar un desempeño inferior en comparación con otros participantes de la industria, dado el riesgo del negocio que presenta la compañía.

Respecto a la clasificación de las líneas de bonos, ICR considera que la estructura de los contratos de emisión, esto es, declaraciones y garantías, covenants y eventos de default, no estipularían condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo de los instrumentos distinta a la solvencia del emisor.

Antecedentes de la Compañía²

Patio Comercial es una sociedad dedicada al desarrollo, operación y administración de centros comerciales, contando con más de 180 mil metros cuadrados de superficie arrendable, en más de 40 activos que incluyen centros vecinales, un outlet, un mall, strip centers y stand alones. Además, mantiene una cartera de diversos proyectos en desarrollo.

Los principales activos en operación de la compañía son mall Patio Rancagua (15.416 m² de ABL) y outlet La Fábrica (36.962 m² de ABL).

En 2010, Grupo Patio (el grupo), ex Patio Gestión Inmobiliaria, firmó una alianza comercial con Capital Advisors, a través de la cual cada entidad pasó a ostentar el 50% de participación.

La operación anterior permitió al grupo, a través de Patio Comercial, incrementar el desarrollo de proyectos, asociados al retail, en el país. Adicionalmente, en 2014, Grupo Patio colocó el primer fondo de rentas comerciales con Credicorp Capital, llamado Fondo de Inversión Credicorp Capital Patio Comercial I.

Durante enero de 2018, Patio Comercial ejerció la opción de compra de los activos que mantenía en cartera el mencionado fondo. La adquisición consistió en la recompra de las acciones de las sociedades Patio Comercial II SpA, Rentas Patio V SpA y el saldo insoluto de una cartera de créditos.

Poco antes de dicha operación, a fines de noviembre de 2017, se concretó la salida de Capital Advisors de la propiedad de Patio Comercial, tras la adquisición por parte de Grupo Patio SpA, del porcentaje de participación que mantenían los socios en la filial.

Con lo anterior, Grupo Patio SpA pasó a ostentar el 100% de la propiedad de Patio Comercial SpA, mientras que la familia Elberg, uno de los aportantes de Capital Advisors, ingresó a la propiedad de Grupo Patio SpA, con una participación de 21,5%, firmando un pacto de actuación conjunta con la familia Jalaff.

La Industria

La industria de rentas inmobiliarias engloba a sociedades y fondos de inversión inmobiliarios que participan en alguno de los siguientes cuatro subsectores: retail, oficinas, industrial y propiedades residenciales

Las sociedades pertenecientes a la familia Jalaff son Inversiones Santa Teresita SpA (40,18%) y FIP Patio y Gestión (8,84%), mientras que Inversiones Antares SpA es la sociedad perteneciente a la familia Elberg.

Estructura de Propiedad Grupo Patio SpA a Junio de 2018

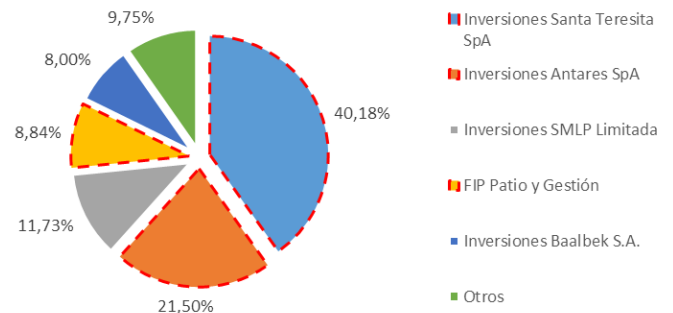


Gráfico 1: Estructura de propiedad de Grupo Patio a junio de 2018. Fuente: La Compañía

Respecto al directorio de la compañía, gran parte de los miembros pertenecen al directorio de Grupo Patio y/o a la plana ejecutiva del grupo.

DIRECTORIO	
Darío Calderón	Presidente
Sergio Jalaff	Presidente Honorario
Andrés Solarí	Vicepresidente
Antonio Jalaff	Director
Cristián Cahe	Director
Cristián Abumohor	Director
Alberto Selman	Director
Raimundo Ducci	Director
Patricio Rojas	Director
Sebastián Khamis	Director

Tabla 1: Directorio de Patio Comercial. (Fuente: la compañía)

(multifamily). Para efectos de este informe, consideraremos como relevante al subsector de retail.

SECTOR RETAIL - COMERCIAL

Las propiedades de retail – incluyendo centros comerciales regionales, vecinales y otros similares –, generalmente proveen un flujo de caja estable, producto de una cartera de arrendatarios diversificada y contratos de largo plazo. Pese a lo anterior, existen ciertas barreras de entrada derivadas de la calidad de las tiendas anclas y de las ubicaciones de las propiedades (buen acceso y/o densidad poblacional de altos ingresos). El mercado de rentas comerciales en Chile ha mantenido

una constante evolución desde que Parque Arauco abrió el primer centro comercial en avenida Kennedy. La expansión de la industria comenzó a apuntar a segmentos medios y a regiones, convirtiéndose hoy en un exitoso fenómeno económico, social y cultural. Respecto a lo anterior, la industria ha generado confianza en los inversionistas que cada vez más prefieren invertir en activos inmobiliarios, considerando el factor riesgo retorno.

Respecto a la diversidad de formato de activos inmobiliarios que se pueden encontrar, estos pueden clasificarse principalmente en mall, outlet, strip center, stand alone, entre otros, cada uno de ellos con la capacidad para atender a públicos objetivos distintos. Asimismo, estos formatos de activos agrupan locatarios que brindan productos y servicios en un mismo lugar, a consumidores con escaso tiempo, además de permitir cierta complementariedad a las pymes (principalmente los formatos strip center y vecinales), perfeccionando servicios de comercio tradicional. Los formatos de activos más grandes (malls y power center) permiten además un mix de esparcimiento, gastronomía, servicios y recreación familiar, transformándose en una “plaza pública”.

Chile cuenta actualmente con más de 4.000.000 de m² de superficie arrendable, reflejo de una industria de centros comerciales consolidada, a diferencia de otros países en Latinoamérica, los cuales aún están en un periodo de crecimiento. Esta situación impulsó a compañías líderes en administración de centros comerciales del país a diversificar sus operaciones a países como Perú y Colombia, en los cuales se presenta la oportunidad de aplicar el know how adquirido en Chile. Actualmente, existen más de 50 centros comerciales chilenos en el resto de la región.

Finalmente, en la industria de rentas comerciales, se pueden identificar dos tipos de actores: (i) sociedades de inversión y (ii) fondos de inversión. Mientras que las sociedades de inversión suelen tener activos propios, estos pueden administrar tanto sus activos propios como activos de terceros. En Chile, los mayores actores de rentas comerciales son Mall Plaza, Parque Arauco y Cencosud. Asimismo, existen fondos de inversión que agrupan diversos activos, no sólo comerciales,

sino que también centros de distribución, oficinas, entre otros, a cargo de administradoras generales de fondos. En Chile, los mayores fondos de inversión de renta inmobiliaria son “Independencia Rentas Inmobiliarias” y “BTG Pactual Renta Comercial”, en términos de activos bajo administración.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio³ y mitigadores aplicados por Patio Comercial. Pese a que muchos de los riesgos mencionados tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudieran tener en el negocio de la compañía. Si bien toda la industria se encuentra afectada a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.:

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por Patio Comercial
Riesgo de vacancia	- Contratos de largo plazo (mayor a 10 años) que corresponden al 50% de los contratos totales. - La compañía estudia el área de influencia previa a desarrollar o adquirir los proyectos inmobiliarios.
Riesgo de siniestralidad	- Contratos de seguro sobre sus propiedades, existiendo pólizas de cobertura contra incendios, terremoto, lucro cesante y responsabilidad civil.
Sensibilidad a la actividad económica	- Arriendos indexados a la UF con una tarifa de arriendo con una proporción mayormente fija, y otra variable. - Cerca de la mitad de los ingresos por arriendos corresponden a negocios anticíclicos. - Duración de contratos: Mencionado en riesgo de vacancia.

Tabla 2: Principales riesgos del negocio y mitigadores de Patio Comercial. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación

a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

CALIDAD DE LOS ACTIVOS

Patio Comercial posee activos con capacidad para mantener una alta estabilidad en su generación de flujos de caja. Al respecto, la tasa de ocupación promedio de la compañía se encuentra sobre el 94%, considerando los activos en operación. Adicionalmente, de acuerdo a los contratos de Patio Comercial, el 26% de éstos poseen una duración menor a cinco años, mientras que 50% de los contratos mantiene una duración mayor a diez años, debido principalmente a contratos con tiendas anclas.

Distribución de Ingresos según Plazo Promedio de Contratos (a Junio 2018)

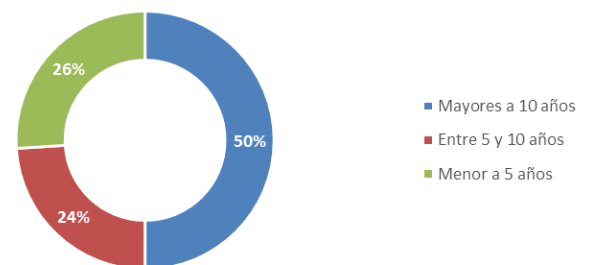


Gráfico 2: Composición de ingresos según duración de contratos. (Fuente: Información entregada por la compañía)

Los locatarios que corresponden a supermercados, farmacias y relacionados al sector de salud, considerados como negocios anticíclicos, conformaban el 49% de los ingresos a marzo de 2018. Esta posición permite a la compañía mantener estabilidad en sus flujos ante escenarios de desaceleración económica, considerando la presencia de Patio Comercial en algunas comunas con un menor poder adquisitivo.

Respecto a la composición de los ingresos por arriendo, Patio Comercial mantiene una adecuada fijación de tarifas, mostrando una alta proporción de ingresos fijos respecto a los variables. Asimismo, los ingresos variables que pueda generar un locatario eventualmente se incorporan al fijo siempre y cuando el contrato de arriendo indique una renegociación de la tarifa.

Composición de Ingresos por Arriendo según Tipo de Cobro

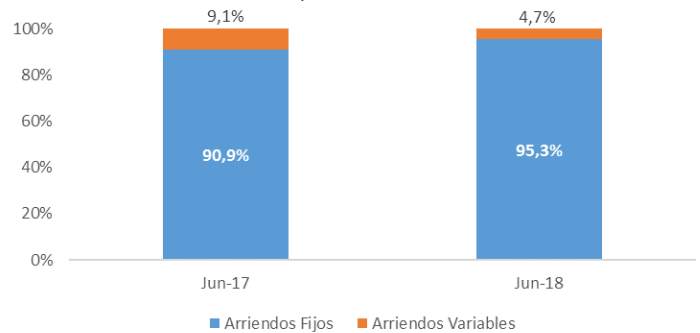


Gráfico 3: Ingresos por arriendo fijos versus variables. (Fuente: Estados financieros de la compañía, a junio de 2018)

Finalmente, al igual que la gran mayoría de las compañías pertenecientes a la industria de rentas inmobiliarias, los ingresos se encuentran indexados a la Unidad de Fomento, aportando estabilidad a los flujos de caja y cobertura natural frente a la inflación.

PORTAFOLIO Y POSICIÓN DE MERCADO

La compañía cuenta actualmente con 183 mil m² de ABL en renta, y mantiene el liderazgo como operador de centros comerciales vecinales/strip centers tanto a nivel metropolitano como regional. Al respecto, Patio Comercial lidera el mercado de strip centers, ocupando el 16% de participación de mercado en términos de ABL en la Región Metropolitana, según el estudio semestral publicado por GPS Global Property Solutions.

Pese a lo anterior, el tamaño y escala de la compañía es pequeña en comparación a los grandes operadores como Mall Plaza, Cencosud o Parque Arauco, aunque mucho más grande, en términos de ABL, que la unidad de negocios de strip centers de éste último. A continuación, se presenta el comparativo de ABL por compañía, al cierre de 2017:

Comparativo ABL (propios y administrados) en Chile (m² a diciembre de 2017)

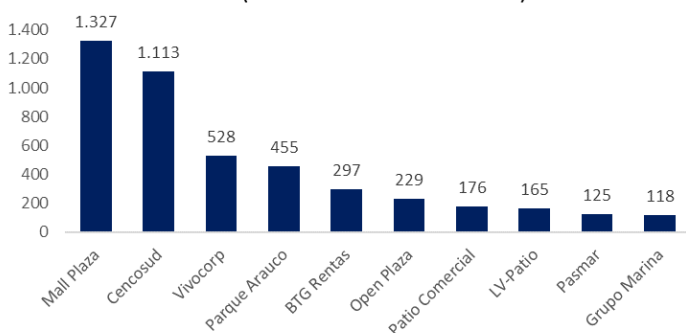


Gráfico 4: Principales compañías de la industria en Chile en términos de ABL. (Fuente: Elaboración propia con información pública, diciembre 2017)

Participación de mercado strip centers en Santiago según GLA (%)

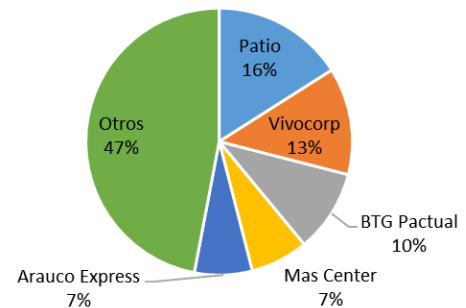


Gráfico 5: Participación de mercado de strip center en la Región Metropolitana, en términos de ABL. (Fuente: GPS Property Solutions, junio 2018)

Patio Comercial mantiene contratos con los principales líderes en la industria del retail y supermercados (tiendas anclas). Entre estas compañías, se encuentran Cencosud, Ripley, Walmart, Falabella y SMU. Asimismo, los locatarios de la compañía pertenecen a distintas industrias, en las cuales tienen una participación relevante, lo que demuestra la gran habilidad que posee la compañía para atraer arrendatarios de gran nivel y el alto poder de negociación con sus clientes.

Patio Comercial mantiene contratos de arriendo firmados con reconocidas compañías para ocupar un espacio en los futuros malls que desarrolla, los que a la fecha de este informe comprenden una significativa porción de ABL de los activos. Adicionalmente, la compañía logró ce-

errar dos contratos relevantes en su outlet con un prestigioso restaurant y una cadena de cines, de manera de agregar un área de esparcimiento a su activo.

Finalmente, Grupo Patio, gestiona la cartera de activos del fondo de inversión LV-Patio Renta Inmobiliaria I, que agrupa entre otros formatos, a centros de bodegas, que finalmente podrían generar cierto poder de negociación a la compañía, al ofrecer estos espacios a locatarios que lo necesiten a una tarifa conveniente.

DIVERSIFICACIÓN

Patio Comercial se encuentra diversificada por formato de activos, por locatarios y geográficamente. Al respecto:

- Diversificación geográfica:** La compañía posee centros comerciales de pequeños formatos, además de un mall, en regiones que concentran el 45% de la cartera total. El porcentaje restante, correspondiente además de centros comerciales en formatos menores, al outlet, ubicados en la Región Metropolitana.

Superficie por Región (Marzo 2018)

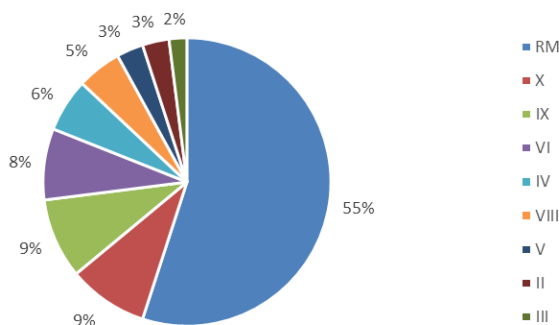


Gráfico 6: Composición geográfica de los activos respecto a sus ABL. (Fuente: Información entregada por la compañía)

- Diversificación por formato de activos:** La compañía se encuentra diversificada a través de distintos formatos de retail. Al respecto, la sociedad posee stand alone, strip centers (con y sin tiendas anclas), un mall y un outlet.

- Diversificación por arrendatario:** Respecto a la diversificación por arrendatario, la compañía mantiene una moderada diversificación, considerando los ingresos al marzo de 2018, provenientes desde sus arrendatarios.

En relación a la diversificación de los ingresos por locatario, las cuatro principales tiendas anclas (retail y supermercados) representan aproximadamente el 32% de los ingresos totales. Es relevante mencionar que esta concentración de tiendas ancla se fundamenta en la composición de los activos de Patio Comercial, en el cual el 53% de sus activos, medidos en ABL, corresponde a centros comerciales vecinales en donde la tienda ancla abarca la mayor parte de la superficie arrendable.

ABL por formato (Marzo 2018)

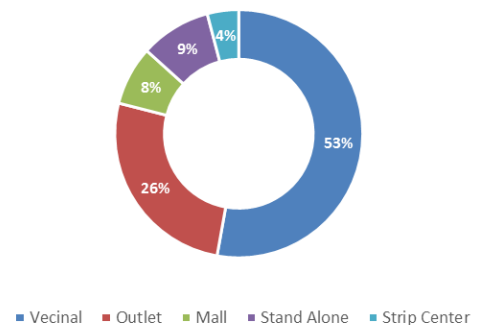


Gráfico 7: Composición por formato de activo respecto a sus ABL. (Fuente: Información entregada por la compañía)

En opinión de esta clasificadora, la compañía mantiene una diversificación excepcional del portafolio, a través de sus arrendatarios, formato de activos y ubicación geográfica.

Distribución de Ingresos por Tipo de Cliente (marzo 2018)

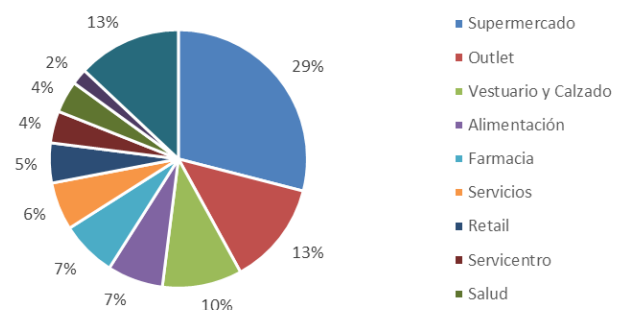


Gráfico 8: Distribución de ingresos por tipo de clientes. (Fuente: Información entregada por la compañía)

MADUREZ DE LOS ACTIVOS Y PLAN DE INVERSIÓN

Patio Comercial mantiene un plan de inversiones, que a juicio de esta clasificadora es relevante considerando el tamaño y el desarrollo de nuevos activos, que podría eventualmente involucrar niveles de deuda significativos. De acuerdo a la información provista por la compañía, durante los próximos dos años los ABL en construcción podrían superar el 40% de la superficie arrendable actual, por lo que se espera que la compañía mantenga un crecimiento relevante, y, en consecuencia, niveles de apalancamiento altos.

En conclusión, el plan de inversiones evidencia, por el momento, una razonable cantidad de espacio madurando por año, que podrían suponer un riesgo de vacancia, de retraso en la construcción, de permisos municipales, entre otros, pero que irán disminuyendo en la medida que los proyectos terminen de ser construidos y entren en operación.

La compañía mitiga el riesgo de desarrollo y construcción de estos activos, mediante esfuerzos comerciales que permiten mantener cubrir una superficie razonable de los ABL en desarrollos, con contratos previamente negociados con tiendas anclas y operadores relevantes.

CALIDAD CREDITICIA DE TIENDAS ANCLAS

La compañía mantiene arrendatarios con una muy alta calidad crediticia, o que han evidenciado mejoras en su clasificación de riesgo en el último tiempo (como es el caso de SMU), siendo los activos de Cencosud (con una clasificación de riesgo local de AA) la segunda tienda ancla que mayores ingresos aporta a Patio Comercial, seguido de Walmart, uno de los más grandes retailers en el mundo, Ripley, Socofar y Shell. En conjunto, estas empresas representaban el 40% de los ingresos de la compañía a marzo de 2018.

Si bien la sociedad mantiene un alto porcentaje de locatarios sin clasificación de riesgo, asociado a clientes de una menor escala de operación, establecidos en formatos strip center y vecinales, se observa una gestión de cobranza estable en los dos últimos años, con una morosidad de cartera históricamente baja.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

Patio comercial presenta una tendencia creciente en los ingresos, en línea con el crecimiento logrado en la superficie arrendable, destacando en el último tiempo, la inauguración del Outlet La Fábrica, en agosto de 2016, y que aporta con una superficie de más de 31 mil metros cuadrados arrendables.

Durante el año 2017, la compañía logró su máximo nivel de ingresos, totalizando \$9.555 millones, lo que significó un alza de 24,9% en comparación al año anterior.

En tanto, a junio de 2018 la compañía presentaba ingresos por \$9.051 millones, lo que reflejó un incremento significativo con respecto a igual período del año anterior, y que se explica principalmente por la consolidación de los activos adquiridos al fondo Credicorp Capital Patio Comercial I.

En línea con el desempeño de los ingresos, el aumento en la superficie arrendable y posterior maduración de los activos operacionales, han generado un impulso alcista en el EBITDA⁴ de la compañía, que se ha hecho más evidente a partir del año 2017, periodo en el cual alcanzó los \$4.077 millones. A junio de 2018, la compañía lograba un EBITDA de \$6.492 millones, más que duplicándose respecto a igual fecha del año anterior, debido principalmente a la consolidación de activos adquiridos al fondo Credicorp Capital Patio Comercial I.

Asimismo, a junio del presente año la compañía registró un margen EBITDA de 71,7%, que refleja la madurez y alta tasa de ocupación de los activos que mantiene en operación.

Por lo general, el margen EBITDA tiende a ser menor cuando existe un porcentaje relevante de los ABL en proceso de maduración (aperturas recientes), y comienza a subir hasta alcanzar niveles óptimos cuando se logran las tasas de ocupación de largo plazo.

Ingresos Ordinarios (Millones de Pesos)

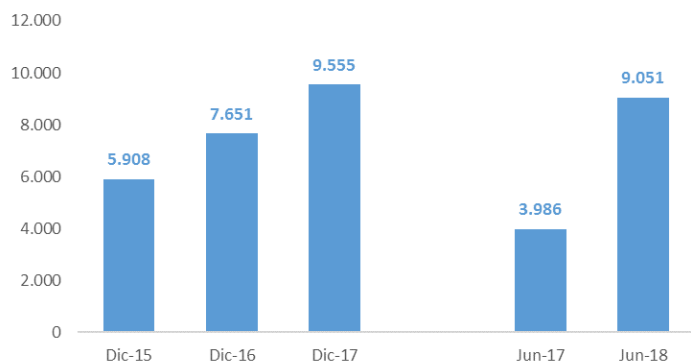


Gráfico 9: Ingresos ordinarios.
(Fuente: Estados financieros de la compañía)

EBITDA (MM\$) y Margen EBITDA

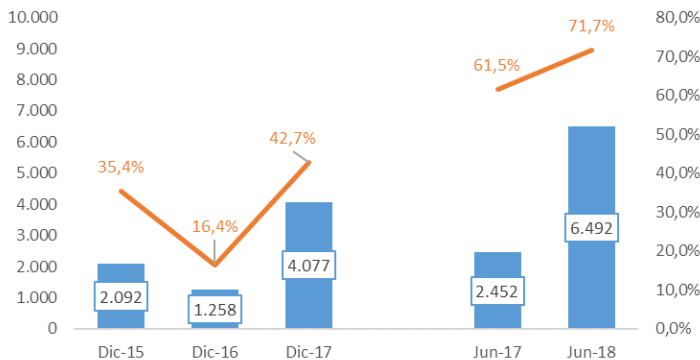


Gráfico 10: EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia, estados financieros de la compañía)

Capex (MM\$) y Capex sobre Ingresos

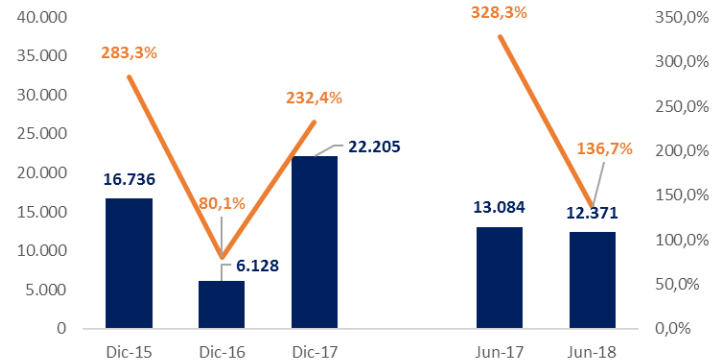


Gráfico 11: Capex y Capex sobre ingresos.

(Fuente: Elaboración propia, estados financieros de la compañía)

Como se explicó en el apartado de riesgo del negocio, la compañía ha mantenido un ritmo intensivo de inversiones durante los últimos años, lo que se ve reflejado en los elevados niveles de Capex⁵ (medidos como porcentaje sobre los ingresos). Durante todo el período de análisis, los flujos de caja después de inversiones (EBITDA-Capex) se han mantenido negativos, lo que justifica la obtención de préstamos y aumentos de capital para el financiamiento del plan de expansión.

Para los próximos períodos, dado el plan de inversiones de la compañía, ICR espera que los ratios de Capex sobre Ingresos continúen por sobre el 100%.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Hasta el año 2016, la deuda financiera de la compañía presentaba un comportamiento estable, tendencia que se rompió el año 2017, debido a una serie de reestructuraciones operacionales que ha realizado tanto la compañía como su matriz:

- i) la compra del 50% de la propiedad de Patio Comercial a Capital Advisors por parte de Grupo Patio, que involucró un aumento de capital por alrededor de \$40 mil millones en Patio Comercial, incremento en la deuda de la compañía y préstamos hacia la matriz por unos \$ 41,7 mil millones de pesos.
- ii) Adquisición de los activos del fondo Credicorp Capital Patio Comercial I, en enero de 2018, que además de requerir financiamiento, implicó la consolidación de activos y pasivos de las propiedades adquiridas, lo que tuvo un impacto significativo en los niveles de deuda financiera.

Con lo anterior, la deuda financiera bruta⁶ a junio de 2018 totalizó \$191.847 millones, más que duplicando los saldos de deuda al cierre de 2017; mientras que la deuda financiera neta⁷ totalizó \$186.253 millones, siguiendo la misma tendencia. El impacto de este incremento de la deuda financiera es neutro en la clasificación de riesgo, dado que se incorpora un flujo significativo de EBITDA, y por lo tanto no genera una alteración significativa en la capacidad de pago de las obligaciones financieras en el largo plazo.

Deuda Financiera (MM\$)

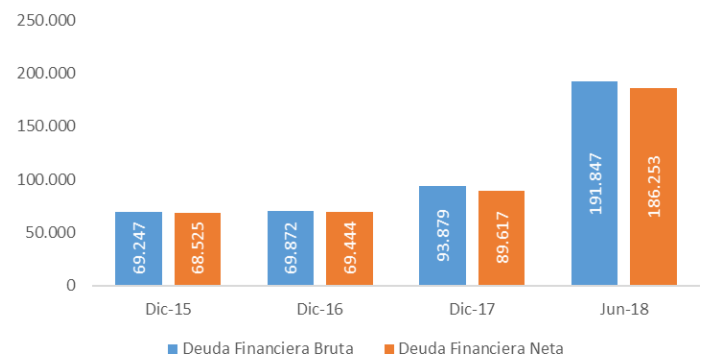


Gráfico 12: Deuda financiera de la compañía.

(Fuente: Elaboración propia, estados financieros de la compañía)

A junio de 2018, un 56% de la deuda financiera correspondía a obligaciones por leasing, puesto que la estrategia financiera de la compañía consiste en financiar los activos con deuda bancaria, y efectuar operaciones de leaseback una vez que estos se encuentran operativos, estructurando la deuda en el largo plazo con perfiles de amortización en línea con los flujos de caja operativos que cada propiedad genera. Esto permite a la empresa generar altos niveles de apalancamiento, manteniendo a la vez una sana capacidad de pago de las obligaciones.

Desglose de Deuda Financiera (Junio 2018)

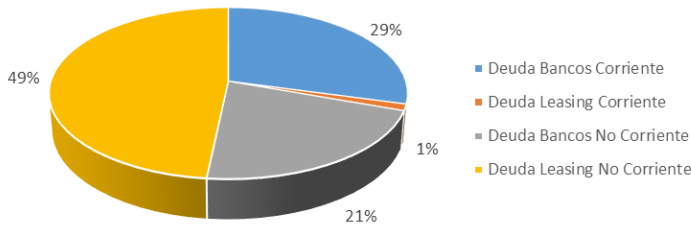


Gráfico 13: Composición de la deuda financiera de la compañía.
(Fuente: Elaboración propia, estados financieros de la compañía)

En cuanto a los indicadores de deuda, se observa que la compañía mantiene niveles de apalancamiento que han estado consistente-

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios/adicionales establecido en la Metodología de Industria de Rentas Inmobiliarias (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Factores Primarios/Adicionales de Clasificación de Riesgo del Negocio.
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios/adicionales, establecido en la Metodología de Industria de Rentas Inmobiliarias (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia.

mente bajo 2 veces durante los últimos períodos, mientras que los niveles de cobertura de deuda leasing (asociada a activos en operación), presentan variabilidad en el tiempo, y a la vez son altos, mientras que la cobertura de gastos financieros netos se mantiene bajo las 2 veces. El comportamiento de estos indicadores justifica que la situación financiera de la compañía implique disminuir en un notch la clasificación de riesgo del negocio, debido a que la estrategia financiera implica alto apalancamiento en el largo plazo, y el plan de inversiones que mantiene la empresa, implica continuar con el uso intensivo de deuda.

Indicadores (N° de veces)	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento total ⁸	1,73	1,58	0,95	1,62
Endeudamiento financiero neto ⁹	1,32	1,10	0,72	1,34
Razón corriente	0,27	0,28	0,45	0,32
Deuda Leasing Neta ¹⁰ / EBITDA	20,70	35,31	5,83	13,78
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	0,76	0,39	1,05	1,76

Tabla 3: Indicadores de deuda de la compañía.

(Fuente: Elaboración propia, estados financieros de la compañía)

Para el caso de Patio Comercial, la evaluación del riesgo del negocio, esto es calidad de los activos, posición de mercado, portafolio, diversificación y madurez de los negocios de la compañía, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría A+. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda (lo que incluye la exposición con empresas relacionadas), rebajan esta clasificación hasta categoría A, al tratarse de una situación financiera, por el momento, “Débil” con respecto a otros participantes de la industria, y que podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación, toda vez que estos niveles de deuda se incrementen de manera tal, que su indicador de deuda financiera sobre EBITDA supere su máximo histórico de los últimos cinco años, incluso si la compañía lograra cubrir el servicio de la deuda. Sin embargo, la clasificación podría variar positivamente si la compañía lograra evidenciar una disminución de sus niveles de deuda financiera actuales, mejorando la cobertura de sus obligaciones financieras y reduciendo su indicador deuda financiera neta sobre EBITDA.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos corporativos

La compañía cuenta con dos líneas de bonos inscritas en el registro de valores de la Comisión para el mercado financiero. La línea a 10 años se inscribió bajo el número 909, y la línea a 30 años plazo, bajo el número 910. El monto máximo a emitir entre ambas, asciende a UF 2.000.000. Los recursos obtenidos de la colocación de bonos con cargo a dichas líneas, serán destinados a refinanciar pasivos de Grupo Patio SpA, contraídos para llevar a cabo la compra del 50% de la participación de Capital Advisor en Patio Comercial SpA, así como también al financiamiento del plan de expansión de Patio Comercial. La emisión no contemplaría garantías.

Respecto a los *covenants*, la escritura de emisión contemplaría resguardos detallados en la Tabla 4.

Cláusula	Exigencia	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Leverage financiero	<=1,75	1,32	1,10	0,75	1,38
Patrimonio mínimo	>= \$80.000 millones	\$51.764 millones	\$63.417 millones	\$124.593 millones	\$138.578 millones

Tabla 4: covenants financieros.
(Fuente: escrituras de emisión de bonos)

Las escrituras de emisión, contemplan además una cuenta de reserva que cubriría hasta dos pagos semestrales de interés y un negative pledge por un valor del 10% del valor total de los activos, así como mantener propiedad directa o indirecta por más de un 50% de filiales relevantes¹².

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Definición de Categorías

SOLVENCIA

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
29-dic-2017	A	Estable	Primera Clasificación
26-nov-2018	A	Estable	Reseña Anual

Anexo

Resumen Financiero Patio Comercial SpA

En miles de Pesos	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Activos corrientes	8.896.275	7.579.173	16.859.084	21.401.206
Activos no corrientes	132.273.820	156.141.230	226.321.931	342.094.070
Activos totales	141.170.095	163.720.403	243.181.015	363.495.276
Efectivo y equivalentes	722.651	428.463	4.261.912	5.594.045
Préstamo a Matriz			40.370.281	41.937.667
Pasivos corrientes	33.277.031	27.420.273	37.846.742	66.283.544
Pasivos no corrientes	56.128.949	72.883.085	80.741.475	158.633.360
Pasivos totales	89.405.980	100.303.358	118.588.217	224.916.904
Deuda financiera corriente	22.010.918	21.803.237	25.530.948	58.412.170
Deuda financiera no corriente	47.236.309	48.068.817	68.347.836	133.435.074
Deuda financiera total	69.247.227	69.872.054	93.878.784	191.847.244
Deuda financiera neta	68.524.576	69.443.591	89.616.872	186.253.199
Deuda financiera neta de caja y préstamo a matriz	68.524.576	69.443.591	49.246.591	144.315.532
Deuda Bancaria Bruta	25.232.986	24.014.887	65.846.123	96.804.514
Deuda Bancaria Neta	24.510.335	23.586.424	61.584.211	91.210.469
Deuda Leasing Bruta	44.014.241	44.857.167	28.032.661	95.042.730
Deuda Leasing Neta	43.291.590	44.428.704	23.770.749	89.448.685
Patrimonio Neto	51.764.115	63.417.045	124.592.798	138.578.372
Ingresos de explotación	5.908.261	7.651.395	9.555.141	9.050.842
Ingresos 12 meses	5.908.261	7.651.395	9.555.141	14.620.317
Costos de explotación	-1.284.774	-2.074.809	-2.369.795	-1.137.578
Margen de explotación	4.623.487	5.576.586	7.185.346	7.913.264
Resultado operacional	1.997.590	1.159.547	3.976.249	6.441.011
Ingresos financieros	15.660	134.338	294.502	1.270.151
Gastos financieros	-2.758.006	-3.386.263	-4.166.696	-3.850.610
Gastos financieros netos	-2.742.346	-3.251.925	-3.872.194	-2.580.459
Resultado del Ejercicio	13.455.361	11.652.930	6.679.961	4.688.209
Resultado del Ejercicio 12 Meses	13.455.361	11.652.930	6.679.961	9.178.793
Razón circulante (veces)	0,27	0,28	0,45	0,32
Endeudamiento CP (veces)	0,64	0,43	0,30	0,48
Endeudamiento LP (veces)	1,08	1,15	0,65	1,14
Endeudamiento total (veces)	1,73	1,58	0,95	1,62
Endeudamiento financiero (veces)	1,34	1,10	0,75	1,38
Endeudamiento financiero neto (veces)	1,32	1,10	0,72	1,34
EBITDA	2.091.777	1.258.360	4.077.392	6.492.148
Margen EBITDA (%)	35,4%	16,4%	42,7%	71,7%
EBITDA 12 meses	2.091.777	1.258.360	4.077.392	8.117.086
Gastos financieros netos 12 meses	-2.742.346	-3.251.925	-3.872.194	-4.605.606
Cobertura GF Netos 12 meses (veces)	0,76	0,39	1,05	1,76
Deuda financiera neta / EBITDA (veces)	32,76	55,19	21,98	22,95
Deuda Bancaria Neta / EBITDA (veces)	11,72	18,74	15,10	14,05
Deuda Leasing Neta / EBITDA (veces)	20,70	35,31	5,83	13,78
Deuda financiera neta de caja y préstamo a matriz / EBITDA (veces)	32,76	55,19	12,08	17,78
Capex	16.736.115	6.127.913	22.204.810	12.370.703
Capex/ingreso (%)	283,3%	80,1%	232,4%	136,7%
Capex/Activo Fijo (%)	12,7%	3,9%	9,8%	6,5%
EBITDA-Capex	-14.644.338	-4.869.553	-18.127.418	-15.712.663
ROE (%)	29,7%	20,2%	7,0%	9,0%
ROA (de EBITDA, %)	1,7%	0,8%	1,9%	3,0%

¹ ABL = Área Bruta Locataria.

² Fuente: La compañía (página web y presentación de la compañía).

³ Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía; Metodología ICR industria de rentas inmobiliarias.

⁴ EBITDA = Resultado operacional + depreciación y amortización.

⁵ Capex= Compras de propiedades de inversión (estado de flujos de efectivo). No incluye pagos para adquirir entidades con negocios en marcha.

⁶ Deuda financiera bruta = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes.

⁷ Deuda financiera neta = Deuda financiera bruta – efectivo y equivalentes.

⁸ Endeudamiento total = Total de pasivos sobre patrimonio.

⁹ Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera neta sobre patrimonio.

¹⁰ Deuda leasing neta = Considera la porción correspondiente a Leasing según notas de estados financieros, menos efectivo y equivalentes.

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA / (Gastos financieros – Ingresos financieros).

¹² Sociedades de las cuales Patio Comercial posee más de un 50% y cuyos ingresos representen más de un 25% de los ingresos proporcionales totales consolidados de Patio Comercial.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.