



ACCIÓN DE RATING

8 de enero, 2020

Reseña anual de clasificación

RATINGS

LV Patio Renta Inmobiliaria I

| | |
|---------------------|-----------------------|
| Bonos | A+ |
| Tendencia | Estable |
| Cuotas | Primera Clase Nivel 2 |
| Estados financieros | 3Q - 2019 |

METODOLOGÍAS

[Metodología general de empresas](#)

[Metodología de rentas inmobiliarias](#)

[Metodología de fondos de inversión](#)

CONTACTOS

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fondo de Inversión LV Patio Renta Inmobiliaria I

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría A+, con tendencia estable, la línea de bonos N° 966, de Fondo de Inversión LV-Patio Renta Inmobiliaria I, con sus respectivas series. Asimismo, ratifica en categoría Primera Clase Nivel 2, sus cuotas serie única.

La clasificación asignada se sustenta en la calidad de la cartera de activos inmobiliarios, considerando que el portafolio mantiene una vacancia en continua reducción, acercándose a niveles mostrados por líderes de la industria. A septiembre de 2019, la vacancia media del portafolio era de 6,1%, lo que se compara favorablemente con un 14,09% a diciembre de 2017 y 8,02% a diciembre de 2018.

Asimismo, el rating refleja una buena gestión de contratos, con un plazo medio que bordeaba los 11 años a septiembre de 2019, mitigando en forma considerable el riesgo de vacancia y de recolocación de contratos, además de mantener exposición a clientes de adecuada calidad crediticia.

La clasificación considera, además, que el portafolio mantiene una adecuada diversificación por activo, formato, localización y locatario, con índices de concentración en línea con otros actores del mercado.

En relación al tamaño, estimamos que el fondo se encuentra en niveles intermedios respecto a sus pares. A septiembre de 2019, el fondo mantenía cerca de 222 mil m² de ABL¹, lo que representa un tamaño razonable, pero por debajo de los líderes de la industria.

Adicionalmente, el riesgo del negocio considera como un factor positivo la gestión conjunta entre LarrainVial Activos y Grupo Patio, que ha permitido fortalecer la participación de inversionistas institucionales y mejorar en forma significativa la cartera de activos inmobiliarios subyacentes.

Respecto a la crisis social, la administración ha informado que solo un activo del fondo ha sufrido incidentes de baja gravedad, con un impacto mínimo en los ingresos por renta del portafolio.

Los factores antes mencionados se traducen en una clasificación de riesgo del negocio de categoría A+, la que se complementa con la evaluación de riesgo financiero del fondo, que evidencia una adecuada capacidad de generación de caja con un desempeño acorde a la clase de activo y un endeudamiento acotado, junto con una alta capacidad de capitalización debido a la naturaleza de sus aportantes. ICR proyecta una adecuada situación financiera para el fondo, tanto en forma individual como considerando la consolidación de sus filiales.

La estructura de resguardos y garantías de la línea de bonos es adecuada, y no implica una clasificación del instrumento mayor a la solvencia del emisor.

La clasificación de las cuotas refleja principalmente el buen nivel de diversificación de la cartera de inversiones y un portafolio de activos maduros, que permiten mantener una muy buena protección ante pérdidas y una muy buena probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Perfil del Fondo

Antecedentes generales

El fondo inició sus operaciones en abril de 2009 como fondo privado, y hasta marzo de 2017 estuvo bajo la gestión de Aurus Capital S.A. Administradora General de Fondos, fecha en que la administración del fondo fue traspasada a LarrainVial Activos S.A. Administradora General de Fondos, delegando la administración de la cartera de activos inmobiliarios a Grupo Patio SpA.

El fondo se caracteriza por ser del tipo no rescatable², está dirigido al público en general, con un plazo de vencimiento el día 31 de diciembre de 2032, sin ser prorrogable, salvo modificación del reglamento interno.

Al menos un 95% del activo del fondo deberá mantenerse invertido en valores emitidos por entidades destinadas a la renta inmobiliaria no habitacional.

Circunstancialmente, el fondo podrá implementar el giro relacionado con la renovación, remodelación, construcción y desarrollo de bienes raíces, siempre en línea con el objeto de destinarlos a renta inmobiliaria no habitacional.

El fondo es administrado por LarrainVial Activos S.A. Administradora General de Fondos, sociedad perteneciente a Larraín Vial S.A., que tiene como objetivo administrar y ofrecer soluciones de inversión orientadas a clientes particulares, empresas e instituciones.

LarrainVial Activos delega la administración y operación del portafolio de activos inmobiliarios del fondo a [Grupo Patio](#), empresa de amplia experiencia en el negocio inmobiliario, y cuya solvencia se encuentra clasificada en categoría A+, por ICR.

Grupo Patio es una sociedad dedicada a la inversión, desarrollo y gestión de activos inmobiliarios. La compañía administra más de 450.000 m² arrendables compuestos principalmente por stripcenters, centros vecinales, edificios de oficinas y centros de bodegaje a través de sus unidades de negocio Patio Comercial, Patio Oficinas y Patio Industrial. Asimismo, la compañía cuenta con el negocio Patio Capitales, que tiene como objetivo captar capital de inversionistas para el desarrollo de proyectos en conjunto con la compañía.

LarrainVial Activos cuenta con el respaldo de Larraín Vial S.A. que posee ejecutivos de elevada experiencia en la industria financiera, lo que permite a la sociedad contar con la adecuada preparación en la administración de los distintos fondos que maneja. El directorio y la administración de la administradora están conformados por profesionales que cuentan con una amplia trayectoria en el mercado financiero nacional.

Fondo especializado en rentas de oficinas, centros comerciales y bodegas

La cartera directa del fondo corresponde a acciones y pagarés de sociedades vehículo de inversión, a través de las cuales mantiene un portafolio subyacente de bienes raíces destinados a la renta. Dicha cartera comprende edificios de oficinas, centros comerciales y centros de bodegaje, los cuales son administrados por Grupo Patio.

En diciembre de 2018, el fondo adquirió el Mall Patio Rancagua, mediante una operación de compraventa con Patio Comercial SpA, lo que permitió al fondo cerrar el ejercicio con una superficie arrendable de 222.085 m². A septiembre de 2019, el fondo mantenía 220.947 m² de ABL, continuando la tendencia creciente en incorporación de superficie.

El portafolio actual está conformado por once edificios de oficinas, tres centros comerciales y seis activos industriales para bodegaje.

OBJETIVO DEL FONDO

El fondo tendrá por objeto principal la inversión en bienes raíces nacionales no habitacionales para renta, con la finalidad de obtener rentas periódicas para los aportantes, para lo cual invertirá sus recursos en sociedades; fondos de inversión y otros valores e instrumentos, vinculados al giro inmobiliario y a los bienes raíces nacionales no habitacionales para renta, principalmente. Por su parte, la inversión de los recursos del Fondo estará orientada a estructurar una cartera de inversiones diversificada y balanceada, ya sea por deudores individuales, por la actividad económica de ellos, por el tipo de activo y su ubicación geográfica.

Con este objetivo, el fondo participará en sociedades y fondos de inversión, estos últimos a su vez a través de sus sociedades filiales y/o coligadas, que adquirirán principalmente propiedades, situadas en Chile, en ubicaciones comerciales, de equipamiento, de esparcimiento e industriales, las que podrán asimismo vender o entregar en arrendamiento con o sin opción de compra. También podrán las entidades antes mencionadas adquirir bienes raíces para su construcción y desarrollo, siempre que sea con la intención de venderlos, entregarlos en arrendamiento o leasing, con el fin de obtener, entre otras, rentas de mediano y largo plazo.

ABL POR FORMATO (SEP-19)

| Formato | ABL |
|------------|---------|
| Industrial | 88.653 |
| Oficinas | 85.312 |
| Comercial | 48.120 |
| Total | 222.085 |

Fuente: Grupo Patio

VACANCIAS POR FORMATO (SEP-19)

| Formato | Vacancia |
|-------------|----------|
| Industrial | 2,5% |
| Oficinas | 11,6% |
| Comercial | 2,2% |
| Consolidado | 6,1% |

Fuente: Grupo Patio

Clasificación de riesgo del negocio: **A+**

Buena calidad de activos: niveles de vacancias presentan mejoras sostenidas, acercándose a líderes del mercado

ICR considera que la calidad de los activos es buena, en términos de su capacidad de generar flujos de caja de largo plazo. Al cierre de 2018 el fondo había logrado reducir su vacancia media a tasas cercanas al 8%, desde un 14% al cierre de 2017, mientras que, a septiembre de 2019, las vacancias se habían logrado reducir a 6,1% a nivel global del portafolio, las que, si bien son mayores a otros emisores clasificados por ICR, marca una tendencia favorable en la calidad del portafolio.

Administración de Grupo Patio y LarrainVial Activos ha permitido optimizar contratos y capturar mejores clientes

La gestión de los activos por parte de Grupo Patio aporta positivamente a la clasificación. Respecto a lo anterior, la empresa renegoció gran parte de los contratos que vencían en 2017 y negoció la compra del edificio Málaga, vinculado a un contrato a diez años con Sigdo Koppers. La capacidad de negociación y habilidad que posee Grupo Patio, dada la experiencia que posee en la industria, le permite negociar con clientes de gran nivel.

A septiembre de 2019, el plazo medio ponderado de los contratos vigentes era de aproximadamente 10,6 años³, cifra que se encuentra en niveles adecuados a entidades comparables. Asimismo, no se evidencian cierres de contratos para el año 2020, lo que permite augurar estabilidad en su generación de flujos para el presente año.

Asimismo, ICR valora la gestión del fondo por parte de LarrainVial Activos, que ha logrado una exitosa relación con inversionistas institucionales, manteniendo elevados estándares de gestión y cumplimiento en la función de *asset management*. Destacamos que LarrainVial Activos pertenece al grupo Larrain Vial, principal empresa no bancaria de servicios financieros, con presencia en el mercado desde 1934.

Alta diversificación de locatarios se refleja en un bajo índice de concentración

A abril de 2019, el principal locatario del fondo concentraba el 8,8% del total de ingresos, mientras que el índice de concentración de Herfindahl y Hirschman⁴ para los diez mayores locatarios, alcanzaba un valor de 152,9 veces (de un máximo de 10.000), lo que ubicaba al fondo en una favorable posición respecto a otros operadores, y da cuenta de una cartera bien atomizada.

Fondo presenta adecuada diversificación geográfica y por formato de activo

El fondo mantiene una adecuada diversificación por formatos, manteniendo un adecuado balance entre superficie arrendable destinada a oficinas, centros comerciales e industriales.

A septiembre de 2019, el fondo administraba un total de veinte activos, donde el mayor de ellos representaba el 13,9% del total de superficie arrendable, y un índice IHH del portafolio que alcanzaba 756 unidades, reflejo de una buena diversificación por activo.

Esta clasificadora considera positiva la presencia de parte de los activos en regiones donde la operadora Grupo Patio mantiene una participación de mercado relevante a través de sus stripcenters y centros vecinales, lo que eventualmente podría facilitar las negociaciones con los locatarios de dichas regiones.

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO: A+

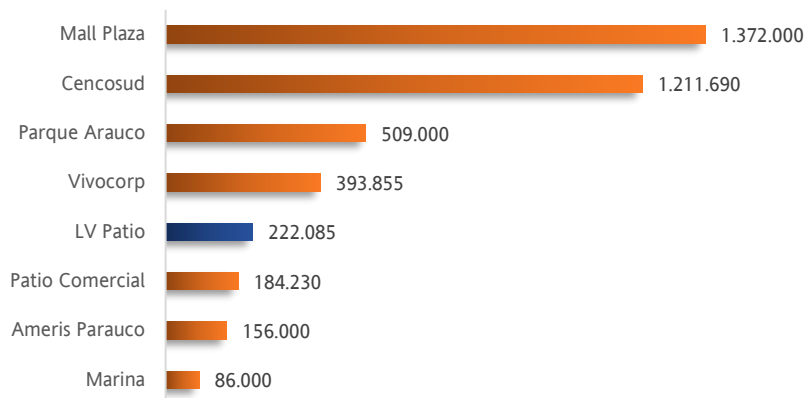
| Factor | AA | A | BBB | BB |
|----------------------------------|----|---|-----|----|
| Calidad de los Activos | | ■ | | |
| Posición de mercado | | | ■ | |
| | | ■ | | |
| Tamaño portafolio | | | ■ | |
| Diversificación | | ■ | | |
| Madurez de los negocios | ■ | | | |
| | ■ | | | |
| Calidad crediticia de locatarios | ■ | | | |

Fuente: ICR, metodología de rentas inmobiliarias

El tamaño del fondo se considera como promedio, respecto a otros operadores

El portafolio del fondo, medido en base a la superficie arrendable, presenta un tamaño medio en comparación con otros operadores de la industria de rentas inmobiliarias en Chile. En efecto, el tamaño del fondo se encuentra por debajo de empresas líderes de renta comercial en el mercado local, pero con una superficie relevante de más de 200 mil metros cuadrados, que le permite consolidarse como un operador de tamaño mediano.

Fondo presenta un tamaño promedio respecto a otros grandes operadores de la industria
Superficie arrendable en Chile (septiembre 2019)



Fuente: Cálculos ICR, información de Grupo Patio y datos públicos de compañías.

Baja superficie en maduración y foco en rentas mitiga riesgos inmobiliarios

Actualmente el grueso de los activos del fondo se encuentra en etapa madura y generando renta, existiendo pocas propiedades con inicios de operaciones recientes o altas vacancias producto de su corta vida.

Asimismo, la nueva administración del fondo ha enfocado la estrategia en ser un fondo cien por ciento orientado a la renta, y los planes de inversión que ha ejecutado y que presupuesta ejecutar, consisten en la adquisición de activos que ya hayan concluido su etapa de desarrollo, y que por lo tanto se encuentren operativos, por lo cual el fondo no enfrenta riesgos asociados al desarrollo inmobiliario, fortaleciendo su riesgo del negocio.

En conclusión, los factores considerados en el presente análisis evidencian un portafolio que mantiene adecuados niveles de diversificación por formato, locatario y regional, y muestra vacancias que, si bien han mejorado, son relativamente mayores a otros operadores comparables de la industria. Asimismo, posee una adecuada duración de contratos, que se ajusta a los parámetros de la industria, y muy buena calidad crediticia de locatarios. El análisis conjunto de dichos factores indica que la clasificación de riesgo del negocio del fondo se inclina hacia categoría A+.

Respecto a la crisis social, Larraín Vial Activos informó mediante una presentación efectuada en diciembre de 2019, que solo un activo del fondo se vio afectado por incidentes de baja gravedad, y cuyas consecuencias afectarían menos del 0,1% de los ingresos por renta del portafolio de activos, por lo que no se evidencian factores que pudieran alterar la clasificación de riesgo del negocio.

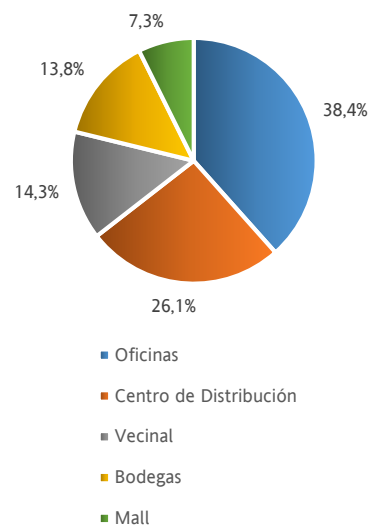
CINCO MAYORES ARRENDATARIOS

| | |
|-----------------------|--------------|
| Wework | 8,8% |
| Cencosud | 4,4% |
| SK I&C | 3,4% |
| Ripley | 3,2% |
| Homecenter Sodimac | 3,0% |
| Subtotal top 5 | 22,8% |

Fuente: Larraín Vial Activos, ficha del fondo, noviembre 2019

Fondo diversificado en distintas categorías de negocios

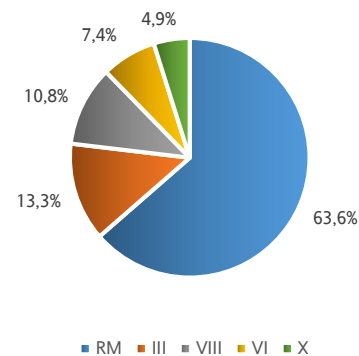
Distribución de ABL, septiembre 2019



Fuente: Grupo Patio

Presencia diversificada, con cobertura nacional

Distribución de ABL por región, septiembre 2019



Fuente: Grupo Patio

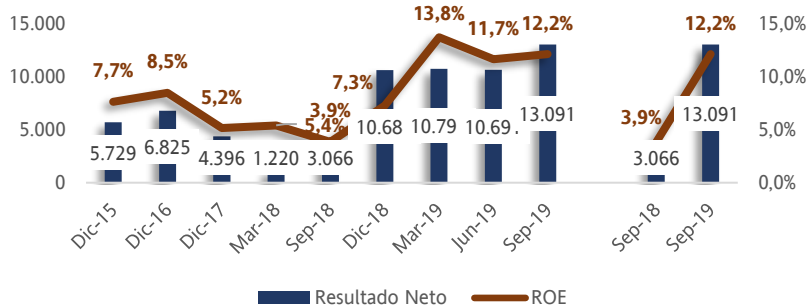
Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada generación de caja

Fondo muestra positivos resultados en forma consistente, con una rentabilidad adecuada a la clase de activos que administra

El fondo ha mostrado históricamente consistencia en generación de resultados positivos, gracias al adecuado desempeño de su cartera de inversiones, que se ha traducido en niveles de rentabilidad patrimonial superiores a 5% durante los últimos cinco años, y que ha permitido al fondo mantener invariable su política de distribuciones de dividendos en forma mensual. En particular, el año 2019 se vio beneficiado por la venta de la participación que el fondo mantenía en Arauco Express a Parque Arauco, lo que generó un incremento no recurrente en los resultados y rentabilidades del fondo.

Resultados positivos y adecuados niveles de rentabilidad, reflejan una situación financiera adecuada al tipo de activo

Resultado Neto (millones de pesos) y Rentabilidad del Patrimonio (%)



Fuente: CMF

Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuado endeudamiento

Niveles de endeudamiento individual se mantienen bajos y con un comportamiento decreciente en el tiempo

El contrato de emisión de bonos del fondo establece un endeudamiento máximo de 1,0 veces como resguardo para los tenedores de deuda, covenant que se aprobó recientemente en modificaciones al contrato de emisión de bonos. Asimismo, se estableció un monto máximo de la línea por UF 5 millones.

A septiembre de 2019, el fondo prácticamente no tenía endeudamiento (0,02 veces), manteniendo una tendencia a la baja en su deuda individual desde 2014. Estimamos que de acuerdo a los actuales niveles de capitalización del fondo, la eventual emisión de UF 5 millones no lograría traspasar el umbral máximo de endeudamiento establecido. Con todo, nuestro escenario base considera que las primeras emisiones de bonos que efectúe el fondo, se destinarían principalmente al refinanciamiento de pasivos de sus filiales, lo que no alteraría la estructura financiera consolidada.

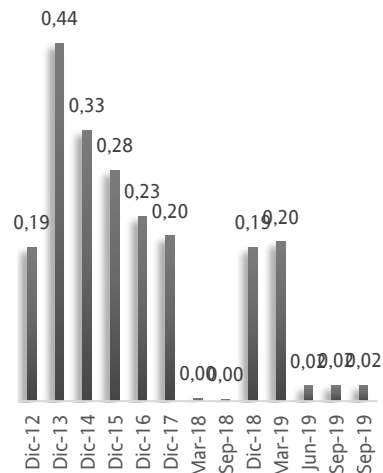
Eventos de 2019, incluyendo aumento de capital, permitieron fortalecer situación financiera del fondo, con buenas perspectivas en cobertura de deuda

A principios de 2019, el fondo vendió a Parque Arauco la totalidad de la participación que mantenía sobre Arauco Express (47%), generando caja por UF 994 mil, y una utilidad cercana a UF 436 mil.

Asimismo, se llevó a cabo la venta del edificio de oficinas Esmeralda, ubicado en Iquique, a la vez que se prepagó la deuda asociada a dicho inmueble. Esto permitió al fondo generar una caja neta por UF 251 mil y una utilidad por UF 59 mil.

Endeudamiento individual marca tendencia decreciente

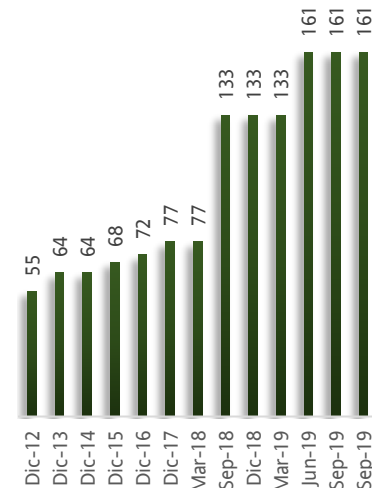
Evolución endeudamiento individual (x)



Fuente: CMF

Inversionistas respaldan gestión con aumentos de capital durante últimos períodos

Evolución de aportes (capital pagado), en miles de millones de pesos



Fuente: Estados financieros del fondo

Por otro lado, a fines de mayo de 2019, se llevó a cabo un aumento de capital por UF 1 millón, lo que, en conjunto con las operaciones antes mencionadas, implicaría una inyección total de caja al fondo por UF 2,24 millones, los que se destinarían principalmente a refinanciamiento de pasivos, implicando un fortalecimiento relevante en la situación financiera del fondo. El fondo todavía mantiene aumentos de capital aprobados por ejecutarse, por lo que eventualmente podrían existir nuevas inyecciones de liquidez al emisor durante el presente ejercicio.

Naturaleza de los aportantes del fondo, favorece su situación financiera, al existir inversionistas institucionales con perfil de largo plazo y suficiente liquidez para acudir a aumentos de capital

Los buenos resultados del fondo logrados por la gestión conjunta de LarrainVial Activos y Grupo Patio, han fomentado el ingreso de inversionistas institucionales a su propiedad. Una porción significativa de los aumentos de capital del último tiempo, se explica por el ingreso a la propiedad de administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros de vida, inversionistas que tienen un perfil de largo plazo que calza con la naturaleza de activos del fondo, y además se encuentran en constante búsqueda de alternativas de inversión que les permitan rentabilizar sus carteras para hacer frente a sus obligaciones con pensionados.

Lo anterior implica un positivo aporte para la solvencia del fondo.

Cobertura de obligaciones financieras debería mantenerse estable, dado el enfoque en activos que generan renta y posibilidad de adquirir activos con inyecciones de capital

La buena capacidad de captar capital de inversionistas, sumada a una gestión eficiente de la cartera de activos y el foco en adquisiciones de propiedades en renta, debería permitir al fondo mantener estabilidad en la capacidad de cobertura de obligaciones, tomando en consideración los indicadores de deuda financiera neta sobre EBITDA calculados en base a la consolidación de las filiales.

Lo anterior, se complementaría con indicadores de Ebitda sobre Gastos Financieros Netos superiores a 3x, reflejando una adecuada capacidad consolidada de servicio de sus obligaciones financieras.

Instrumentos clasificados

Bonos

El fondo mantiene vigente la línea de bonos número 966, con las series A y B en proceso de ingreso a la CMF, no habiendo a la fecha colocaciones de bonos con cargo a la línea. 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.

| COVENANTS | |
|---|----------------------------------|
| Covenant | Exigencia |
| Leverage Financiero Individual | ≤ 1x |
| Ingresos mínimos proporcionales | ≥ UF 430.000 |
| Patrimonio neto | ≥ MM\$ 98.000 |
| Cobertura de gastos financieros netos ≥ 2x | No requiere cuenta de reserva |
| Cobertura de gastos financieros netos ≥ 1x y ≤ 2x | Cuenta de reserva de un cupón |
| Cobertura de gastos financieros netos ≤ 1x | Cuenta de reserva de dos cupones |

Fuente: Grupo Patio

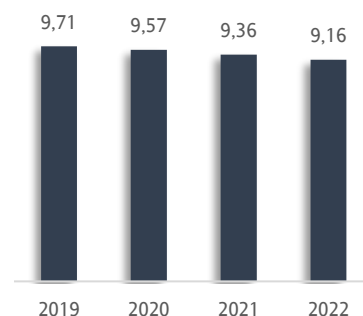
PRINCIPALES APORTANTES A SEPTIEMBRE

| APORTANTE | % |
|--|-------|
| LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA | 31,0% |
| METLIFE CHILE SEGUROS DE VIDA S A | 10,3% |
| PRINCIPAL CIA DE SEG DE VIDA CHILE S A | 7,6% |
| AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION D | 6,5% |
| AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO D | 5,0% |
| PENTA VIDA CIA DE SEGUROS DE VIDA S A | 4,7% |
| CORREDORES DE BOLSA SURA S.A. | 4,3% |
| AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO E | 4,1% |
| AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION E | 3,4% |
| BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S A | 2,5% |
| INGENIERIA E INVERSIONES LTDA | 2,0% |
| VALORES SECURITY S A C DE B | 1,3% |

Fuente: CMF

Indicadores de deuda financiera neta sobre EBITDA consolidados, deberían mantenerse bajo 10x en los próximos años

Deuda financiera neta sobre EBITDA consolidado, estimaciones ICR



Fuente: Grupo Patio, estimaciones ICR.

CARACTERÍSTICAS DE LAS SERIES

| | |
|-------------------|--|
| Monto máximo | UF 5 millones |
| Monto individual | Serie A: UF 2,5 millones Serie B: UF 2,5 millones |
| Vencimiento | Serie A: octubre de 2024 Serie B: octubre de 2029 |
| Pago de intereses | Semestral |
| Uso de fondos | Refinanciamiento de pasivos |

Cuotas

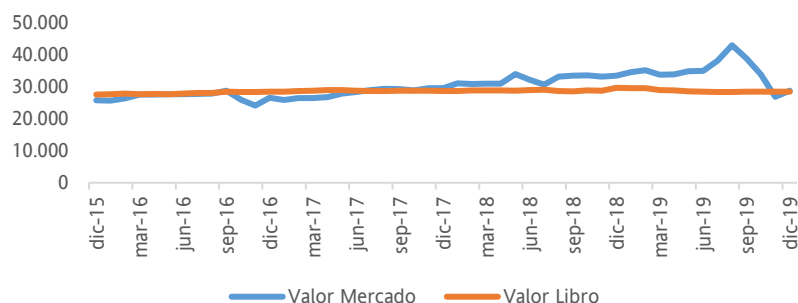
Año 2019 marcado por estallido social en transacciones del fondo

Las cuotas del fondo serie Única presentan un comportamiento creciente en su valor libro, debido a la recurrencia de resultados positivos obtenidos por el fondo. A septiembre de 2019, el valor libro de la cuota exhibía una rentabilidad total de 14,6%, incorporando las distribuciones periódicas de dividendos (el fondo distribuye dividendos mensualmente a sus aportantes).

En relación al valor de mercado, éste alcanzó su peak mensual en agosto de 2019 (\$43.097), lo que hasta esa fecha implicaba un retorno anual incluyendo dividendos, de 42,2%. Sin embargo, luego del inicio del estallido social en octubre, el valor de mercado de la cuota evidenció deterioros importantes, alcanzando su mínimo mensual en noviembre, pero logrando una recuperación a fines de año, y logrando transarse por sobre el valor libro, cerrando 2019 con una rentabilidad total a valor de mercado, de -1%.

Estallido social revirtió desempeño del valor cuota de mercado, mientras que valor libro exhibe una marcada estabilidad

Valor cuota libro y mercado



Fuente: CMF y Bolsa de Santiago.

Nota: para meses de octubre, noviembre y diciembre de 2019, se considera valor libro a septiembre 2019.

Niveles de volatilidad se incrementan durante el último trimestre del año

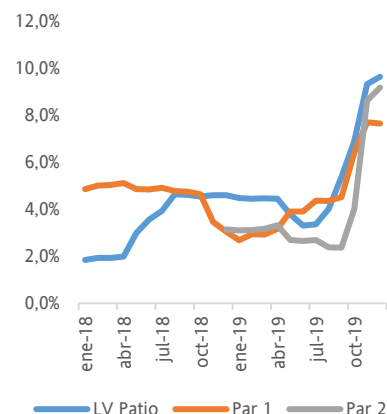
Como consecuencia del estallido social, además de exhibir disminuciones significativas en el valor de mercado durante octubre y noviembre de 2019, los niveles de volatilidad⁵ se incrementaron en forma significativa, situación que afectó en forma general a la clase de activo. En efecto, al comparar la volatilidad de la cuota con los principales fondos de renta inmobiliaria que transan regularmente en el mercado local, se observa un comportamiento bastante similar. No obstante, ICR destaca que desde que Grupo Patio y Larraín Vial Activos tomaron la administración del fondo, los niveles de volatilidad se han mantenido en rangos acotados, exceptuando el fenómeno de estallido social, que tuvo un impacto general en la clase de activos.

Fondo mantiene alta capacidad de distribución de dividendos

Durante el año 2019, el fondo ha mantenido su alta capacidad de distribución de dividendos a sus inversionistas, fortalecida por una mejora continua en los niveles de ocupación de los activos, optimización del portafolio y además impulsada por enajenaciones de activos en favorables condiciones, como fue el caso de la venta de Arauco Express, durante el primer trimestre de 2019, y que significó un pago de dividendos extraordinarios durante marzo del pasado año. Este evento extraordinario, provocó un alza en el *dividend yield*⁶ del año 2019, que cerró el período con un 13,3%.

Volatilidad aumenta en forma significativa durante el último trimestre de 2019

Volatilidad de la cuota de mercado (%), LV Patio y comparables (incluye ajuste por dividendos)



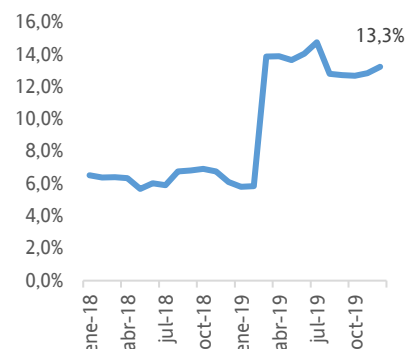
Fuente: Bolsa de Santiago, estimaciones ICR

CARACTERÍSTICAS DE LAS SERIES

| | |
|-------------------|--|
| Monto máximo | UF 5 millones |
| Monto individual | Serie A: UF 2,5 millones Serie B: UF 2,5 millones |
| Vencimiento | Serie A: octubre de 2024 Serie B: octubre de 2029 |
| Pago de intereses | Semestral |
| Uso de fondos | Refinanciamiento de pasivos |

Rentabilidad de dividendos impulsada por enajenaciones de activos

Dividend yield (%)



Fuente: Bolsa de Santiago, estimaciones ICR

Metodología de clasificación

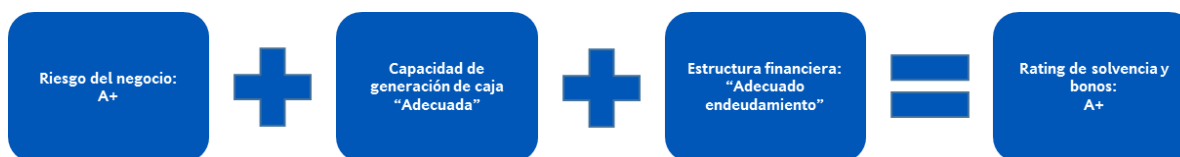
La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento. Esta última combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria determinada permite conocer los principales factores que afectan el riesgo de ésta. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación de riesgo, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero. El rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual se ve expuesto ésta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los 2 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.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico, dependiendo de las características del instrumento (*garantías, covenants*, etc.).



Para el caso de las cuotas del fondo, ICR destaca que el fondo se encuentra en fiel cumplimiento de su política de inversión, manteniendo su cartera invertida indirectamente en 20 activos de renta comercial. Asimismo, el fondo ha sido capaz de mantener consistentemente resultados positivos, con una cartera madura y bien diversificada, que le ha permitido cumplir con su política de distribuciones mensuales de dividendos.

La ratificación de la clasificación de las cuotas considera que si bien, la valorización del fondo en el mercado secundario tuvo impactos por el estallido social -al igual que otros fondos de similares características-, el rendimiento de la cartera no se ha visto mayormente afectado, por lo que no esperamos que existan desviaciones significativas en el desempeño financiero del fondo, ni en el cumplimiento de sus objetivos.

Definición de categorías

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.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría A.

CATEGORÍA PRIMERA CLASE NIVEL 2

Cuotas con muy buena protección ante pérdidas asociadas y/o muy buena probabilidad de cumplir con los objetivos planteados en su definición.

Evolución de ratings

| Evolución clasificaciones cuotas y línea de bonos | | | | | |
|---|-------------------------|-------|-----------|-----------------------|---------------------------------|
| Fecha | Clasificación solvencia | Bonos | Tendencia | Cuotas | Motivo |
| Mar-18 | - | - | | Primera Clase Nivel 2 | Primera Clasificación |
| Ene-19 | - | - | | Primera Clase Nivel 2 | Reseña anual |
| Jun-19 | A+ | A+ | Estable | - | Nuevo instrumento |
| Oct-19 | A+ | A+ | Estable | - | Modificaciones a línea de bonos |
| Dic-19 | A+ | A+ | Estable | Primera Clase Nivel 2 | Reseña anual |

Anexo: Acuerdo número 31, CCR

| ARTÍCULO | CUMPLIMIENTO |
|--|---|
| N°3 - El reglamento deberá establecer en forma clara y precisa los objetivos del fondo. Como política de inversión el reglamento debe contemplar que al menos el 70% de sus activos estará invertido, sea directa o indirectamente, en instrumentos que son objeto de inversión. | El fondo cumple con este artículo, al contemplar una inversión mínima del 95% de su activo en instrumentos que son objeto de inversión. |
| N°4 - El reglamento debe establecer que los pasivos más los gravámenes y prohibiciones que mantenga el fondo, no podrán exceder del 50% de su patrimonio. No exigible para fondos de inversión en sociedades en que posean control, y que tengan rating superior a categoría BBB. | Fondo cuenta con clasificación de riesgo A+/Estable otorgada por ICR. |
| N°5 - El reglamento deberá establecer que la inversión máxima de un fondo de inversión no rescatable, medida en forma directa o indirecta, en una entidad, grupo empresarial y sus personas relacionadas, bienes raíces, conjunto o complejo inmobiliario u otra clasificación que la Comisión estime adecuada en consideración de las características del Fondo, no podrá exceder del 45% de sus activos. | El fondo cumple con este artículo, al contemplar una política de inversión que indica que la inversión en una entidad o mismo grupo empresarial no exceda el 45% de sus activos. |
| N°8.a - Claridad y precisión de los objetivos del fondo. | ICR estima que el fondo es claro y preciso respecto a su objetivo y la definición de activos objeto de inversión, permitiendo a los potenciales participantes conocer de manera previa el destino de inversión de sus recursos. |
| N°8.b - Grado de orientación de las políticas al logro de los objetivos del fondo y la coherencia entre ellas. | ICR Clasificadora de Riesgo estima que las políticas de inversión definen en forma precisa los instrumentos elegibles y los límites de inversión, siendo consistentes con el objetivo del fondo y, estableciendo en forma clara los porcentajes máximos de inversión por instrumento y tipo de emisor. |
| N°8.c - Los resguardos adoptados por el fondo y la administradora para proteger a los aportantes de los perjuicios derivados de cualquier tipo de operación en que pudieren existir conflictos de interés. | ICR Clasificadora de Riesgo considera que el Manual de Conflictos de Interés junto con el Manual de Gestión de Riesgos y Control Interno de Larraín Vial Activos S.A. Administradora General de fondos, señalan de forma clara las políticas y procedimientos para evitar y solucionar los posibles conflictos de interés que puedan producirse entre fondos o bien entre los fondos, la administradora y sus relacionados, que pudiesen afectar los intereses de los aportantes del fondo. Además, menciona claramente la entidad responsable de su correcta aplicación, cumpliendo además con las disposiciones del Acuerdo N° 31 de la Comisión Clasificadora de Riesgo. |
| N°8.d - Idoneidad y experiencia de la administración y propiedad de la administradora en los tipos de negocios que lleva a cabo el fondo, así como los recursos que dispone para este efecto. | ICR Clasificadora de Riesgo considera que Larraín Vial Activos Administradora General de fondos cuenta con profesionales y administradores que poseen una amplia experiencia y trayectoria en el sector financiero, para realizar de manera adecuada la administración de recursos de terceros. Asimismo, posee una estructura con alta estabilidad en sus funciones que permite operar eficientemente en la gestión de los distintos fondos que administra. Finalmente, cuenta con el respaldo de una gran institución financiera que posee un importante posicionamiento de mercado y una vasta trayectoria en las industrias que opera. Por otro lado, la administradora delega la gestión de activos inmobiliarios a Grupo Patio SpA, sociedad que cuenta con una vasta experiencia en el mercado, y está clasificada en categoría A+, estable por ICR. |
| N°8.e - La estructura, políticas y procesos del gobierno corporativo para resguardar apropiadamente los intereses del fondo y de sus participantes. | La administradora posee una buena estructura, políticas y procesos de gobierno corporativo ya que cuenta con mecanismos definidos por Larraín Vial S.A y áreas de cumplimiento para controlar y supervisar que las actividades resguarden los intereses del fondo y sus participantes. Lo anterior se encuentra especificado en el Manual de Conflicto de Interés y el Código de Ética de la administradora. Además, tanto el Directorio del holding Larraín Vial como el de su filial Activos mantienen un rol activo en la toma de decisiones, formando parte de comités e involucrándose con la aprobación, revisión y autorización de políticas y procedimientos de gestión de riesgos y control interno para cada ciclo asociado al negocio. |
| N°8.f - La separación funcional e independencia en la realización de tareas, establecida por la administradora con el fin de gestionar los riesgos, vigilar y salvaguardar las inversiones del fondo, y prevenir, manejar y resolver potenciales conflictos de interés. | ICR Clasificadora de Riesgo indica que la administradora posee un buen grado de separación funcional e independencia en la realización de tareas. En efecto, el manual de conflictos de interés da cuenta de la existencia de mecanismos para controlar el flujo de información y prevenir el uso de información privilegiada entre las distintas áreas del grupo. |
| N°8.g - La suficiencia e idoneidad de la estructura de gestión de riesgos y control interno de la Administradora, de la implementación formal de políticas y procedimientos al respecto, y de la realización de estas funciones. | ICR Clasificadora de Riesgo considera suficiente e idónea la estructura de gestión de riesgos de la administradora. Esta cuenta con manual de riesgos y control interno estructurado y avalado por el directorio de la sociedad y el grupo Larraín Vial. Específicamente, se da cuenta de políticas específicas para riesgo operacional, Compliance, arquitectura IT, seguridad de la información, mercado y liquidez. Asimismo, este manual es revisado anualmente por la Gerencia de Riesgo Corporativo y es aprobado por el Directorio de Larraín Vial S.A. |
| N°8.h - La fortaleza y suficiencia de su plataforma de operaciones en relación al tamaño y la complejidad de los activos administrados. | La administradora cuenta con una adecuada fortaleza y suficiencia de su plataforma de operaciones ya que su plan de estrategia de continuidad del negocio cuenta con lineamientos de prevención, contención y recuperación de las acciones críticas de la compañía ante eventos de falla. Adicionalmente, las normas relativas a la continuidad del negocio son actualizadas y complementadas por la Gerencia de Riesgos Corporativo, y ratificadas por el Directorio. |

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TENER EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.

¹ Área Bruta Locataria (superficie arrendable)

² Si bien es un fondo no rescatable permitirá el rescate parcial de las cuotas pagadas hasta un máximo de un 4% anual de éstas.

³ Considera la ponderación según superficie de cada activo (fuente: Grupo Patio).

⁴ Corresponde a la sumatoria del cuadrado de las participaciones individuales, con un valor máximo de 10.000 que refleja cero diversificación.

⁵ Desviación estándar del valor cuota mensual (de mercado), para un horizonte de doce meses móviles.

⁶ Corresponde a la sumatoria de dividendos distribuidos durante doce meses, sobre el valor cuota de mercado al principio de la medición.