

Metodología de Clasificación

Industria de Rentas Inmobiliarias



Metodología de Clasificación de Compañías en la Industria de Rentas Inmobiliarias

TABLA DE CONTENIDOS

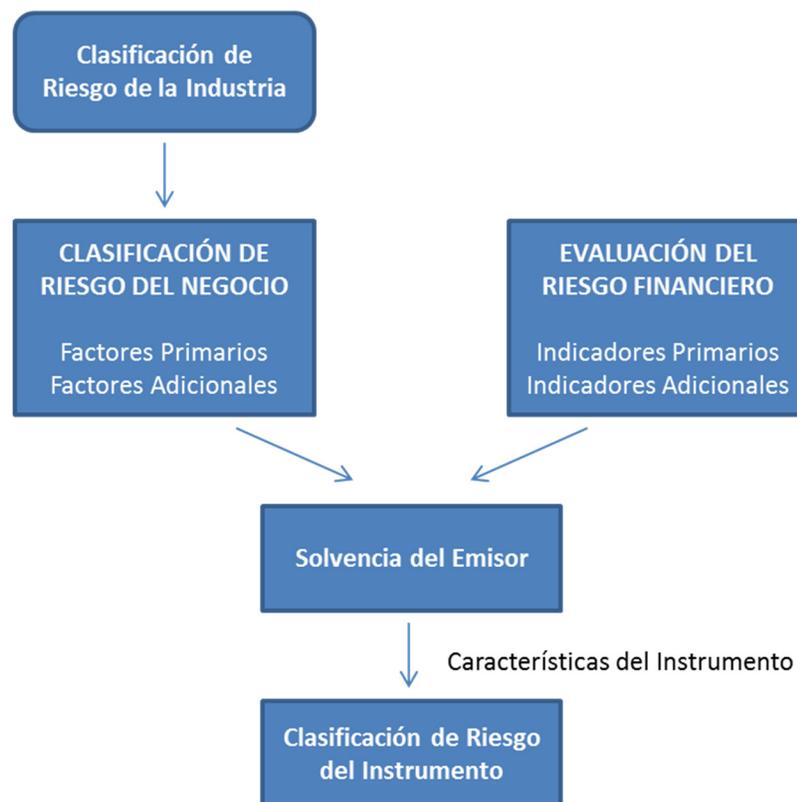
Introducción a las Metodologías de ICR	3
Resumen del Proceso de Rating de ICR	4
Industria de Rentas Inmobiliarias	6
Clasificación de Riesgo del Negocio de Rentas Inmobiliarias	8
Factores Primarios en la Clasificación del Riesgo del Negocio	8
Factores Adicionales en la Clasificación del Riesgo del Negocio	9
Clasificación del Riesgo Financiero de Rentas Inmobiliarias	10
Indicadores Primarios en la Evaluación del Riesgo Financiero	10
Indicadores Adicionales en la Evaluación del Riesgo Financiero	11
Combinando la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Solvencia del Emisor	12
Clasificación de Riesgo del Instrumento	12

Introducción a las Metodologías de ICR

- ICR publica sus metodologías de clasificación de riesgo con la finalidad de entregar, a emisores e inversionistas, mayor información acerca de los fundamentos detrás de las opiniones de rating.
- En términos generales, las clasificaciones de riesgo son opiniones que reflejan la capacidad de pago de un emisor, un instrumento financiero o una obligación. Son opiniones que evalúan la habilidad y disposición de un emisor, de realizar pagos en tiempo y forma de obligaciones presentes (ya sea principal, intereses, obligaciones con asegurados), con respecto a los términos y condiciones de la obligación asumida.
- Las metodologías de clasificación de riesgo de ICR consideran el riesgo del negocio y financiero – tanto histórico como esperado – así como también características específicas de la industria y la posición de la compañía dentro de ésta, factores subjetivos y consideraciones intangibles. Nuestro enfoque incorpora una combinación tanto de factores cuantitativos como cualitativos.
- Las variables descritas en las metodologías de clasificación de riesgo de ICR tratan de considerar la mayor cantidad de escenarios posibles. La importancia relativa de algún punto específico puede variar según el emisor. En algunos casos, una fortaleza específica puede compensar una debilidad y, por otro lado, una debilidad específica puede anular las fortalezas del emisor en otras áreas.
- ICR opera bajo una filosofía de clasificaciones de riesgo estables; en otras palabras, ICR busca incorporar en sus clasificaciones de riesgo los efectos del ciclo económico, minimizando los cambios de rating a lo largo del ciclo. No obstante, se producirán revisiones del rating cuando cambios estructurales – positivos o negativos – ocurran, o se espera que ocurran en un futuro cercano.
- Adicionalmente, ICR publica una serie de criterios de rating, los cuales son parte importante del proceso de clasificación de riesgo. Estos criterios generalmente cubren tópicos que son aplicables a más de una industria. Tanto las metodologías como los criterios se encuentran disponibles en el sitio web de ICR.

Resumen del Proceso de Rating de ICR

- Generalmente, las clasificaciones de riesgo de ICR están compuestas por 3 elementos: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor; y (3) elementos específicos relacionados con el instrumento evaluado. La figura a continuación muestra cómo se lleva a cabo el proceso.



- ICR determina la clasificación de riesgo de la industria, considerando entre otros factores: (1) rentabilidad y flujo de caja; (2) ambiente competitivo; (3) estabilidad; (4) regulación; y (5) otros factores. A partir de la metodología general de empresas se han creado diferentes metodologías específicas atinentes a distintas industrias. En el caso de estas metodologías específicas, la evaluación del riesgo de la industria sirve como input para la creación de una matriz de riesgo, que permitirá evaluar el riesgo del negocio del emisor. Cabe señalar que aquellas compañías que no cuenten con una metodología específica, serán evaluadas utilizando la metodología general de empresas.

- El rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria, y será determinado por el Comité Metodológico en base al análisis del riesgo de la industria.
- La clasificación de riesgo de una empresa (solventia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito (probabilidad de default) 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 solventia 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 solventia.
- Una vez determinada la solventia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico, dependiendo de las características del instrumento (garantías, covenants, etc.). Mayor información se encuentra en la sección “Clasificación del Instrumento”.

Industria de Rentas Inmobiliarias

La industria de rentas inmobiliarias engloba las sociedades de inversión inmobiliarias que participan en alguno de los siguientes cuatro subsectores: retail, oficinas, industrial y propiedades residenciales (multifamily).

Principales características de la industria de rentas inmobiliarias:

1. Los flujos de caja presentan una menor variabilidad respecto a otras industrias, debido a los flujos provenientes del pago de arriendo y por los costos de mantención y de explotación, que tienden a ser relativamente bajos.
2. Existe sensibilidad al valor de mercado de los activos, lo que puede producir ganancias/pérdidas de capital, dependiendo de los criterios y supuestos contables utilizados para valorizar los activos fijos.
3. Existen altas barreras de entrada, debido principalmente a restricciones geográficas, significativos requerimientos de capital y una limitada disponibilidad de ubicaciones prime.
4. Los planes de expansión de las compañías participantes en esta industria dependen de los ciclos económicos. Períodos de baja liquidez en el mercado, en general postergan o cancelan proyectos de inversión.
5. La industria no se ve expuesta a extensivas regulaciones. Las legislaciones existentes están concentradas principalmente en códigos de construcción, ubicación de las propiedades y pago de impuesto a las propiedades (contribuciones).

Respecto a los subsectores de rentas inmobiliarias:

Residencial (multifamily)

Es uno de los subsectores más estables. La cartera de arrendatarios es generalmente diversificada y las tasas de vacancia son normalmente bajas, a pesar de que el contrato estándar es de un año.

Retail

Las propiedades de retail – incluyendo centros comerciales regionales, vecinales y otros similares –, generalmente proveen un flujo de caja estable, derivado de una cartera de arrendatarios diversificada, con contratos de arriendo de cinco años o más.

Existen ciertas barreras de entrada derivadas de la calidad de los arrendatarios clave y su habilidad de generar un considerable flujo de personas (generalmente tiendas ancla), además de las ubicaciones de las propiedades (buen acceso y/o densidad poblacional con alta capacidad adquisitiva). Existen impuestos a las propiedades (contribuciones) que son un costo relevante para las compañías de rentas inmobiliarias. Además, en Chile existen regulaciones que rigen materias de planificación urbana, construcción y urbanización, para que éstas se enmarquen dentro de condiciones específicas.

Las tasas de vacancia y morosidad corresponden a un riesgo relevante en la industria de rentas inmobiliarias.

Industrial

Las propiedades industriales corresponden a instalaciones para almacenamiento, las que a menudo son construidas para adaptarse a las necesidades de los clientes. Generalmente, estas propiedades se ubican en lugares no urbanizados o en lugares alejados de los sectores comerciales, por tanto el valor de las propiedades suele ser reducido. Los arrendatarios son diversos, y en general reflejan las condiciones de la economía nacional. Si los clientes son manufactureros, son además sensibles a las condiciones de exportación.

Los arriendos tienden a ser de corto y mediano plazo. Los costos de mantención y operación son bajos, dando estabilidad a los flujos de caja. Las propiedades industriales que presentan mayores riesgos son aquellas de mayor antigüedad y con una cartera de clientes concentrada.

Oficinas

El sector de oficinas está correlacionado a las condiciones económicas, por tanto existe volatilidad en las tasas de vacancia y en el monto de arriendo efectivamente cobrado.

Cuando existe deuda asociada para el financiamiento de una construcción/adquisición de oficinas, el calendario de amortización tiende a ser mucho más largo que los plazos promedio de arriendo de oficinas a los clientes, con lo cual

la Compañía se ve enfrentada al riesgo de renovación de los contratos de arriendo y al eventual aumento de costos en los períodos de vacancia, lo que puede provocar presiones en el flujo de caja.

Clasificación de Riesgo del Negocio de Rentas Inmobiliarias

FACTORES PRIMARIOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

El cuadro presentado a continuación, muestra 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. Si bien estos factores se encuentran ordenados por nivel de importancia, este orden podría variar entre emisores de una misma industria. En caso de ser así, esto será especificado en el informe de clasificación correspondiente.

	AA	A	BBB	BB	B
Activos	Muchos activos relevantes con la capacidad de mantener alta estabilidad en el flujo de caja.	Un buen nivel de activos relevantes, con la capacidad para mantener estabilidad en los flujos de caja.	Adecuado nivel de activos relevantes, con capacidad promedio para mantener estabilidad en los flujos de caja.	Bajo nivel de activos relevantes. Los flujos son volátiles.	Pobre nivel de activos relevantes (propiedades podrían necesitar alto capital). Ubicados en mercados más riesgosos.
Posición de mercado	Poderosa marca/franquicia. La Compañía participa en múltiples mercados.	Alta participación de mercado en dos o más países.	Alta participación de mercado en al menos un mercado.	Participación de mercado promedio en al menos un mercado.	Baja participación de mercado.
	Gran habilidad para atraer arrendatarios de gran nivel.	Alta habilidad para atraer clientes de gran nivel.	Habilidad para atraer clientes de gran nivel.	Habilidad promedio para atraer clientes de gran nivel.	Limitada habilidad para atraer clientes de gran nivel.
	Gran poder de negociación con arrendatarios.	Alto poder de negociación con arrendatarios.	Poder de negociación promedio con arrendatarios.	Bajo poder de negociación con arrendatarios.	Débil poder de negociación con arrendatarios.
Portafolio	Muy por sobre el promedio en tamaño y escala.	Sobre el promedio en tamaño y escala.	Promedio en tamaño y escala.	Bajo el promedio en tamaño y escala.	Muy bajo el promedio en tamaño y escala.
Diversificación (Tipo de activo, propiedad y arrendatarios)	Diversificación excepcional del portafolio, por ubicación geográfica, tipo de activos, propiedad y arrendatarios.	Diversificación relevante de portafolio.	Baja diversificación de portafolio.	Débil diversificación de portafolio.	Pobre diversificación de portafolio.
Madurez de los negocios / Tiendas ancla (en caso de los retail)	Muy baja cantidad de espacio madurando por año (especialmente los siguientes 5 años).	Baja cantidad de espacio madurando por año.	Razonable cantidad de espacio madurando por año.	Alta cantidad de espacio madurando por año.	Muy alta cantidad de espacio madurando por año.
	Muy alta calidad crediticia de los arrendatarios, sobre	Alta calidad crediticia de los arrendatarios.	Calidad crediticia promedio de los arrendatarios, sobre	Baja calidad crediticia de los arrendatarios.	Muy baja calidad crediticia de los arrendatarios, sobre

	todo de las tiendas ancla.		todo de las tiendas ancla.		todo de las tiendas ancla.
--	-------------------------------	--	-------------------------------	--	-------------------------------

Los siguientes factores de la clasificación del riesgo del negocio son relevantes para emisores en todas las industrias:

- **Riesgo soberano:** La clasificación de riesgo de solvencia del emisor podría, en algunos casos, ser ajustada por el riesgo de crédito de los países en los que opera.
- **Gobierno corporativo:** Favor referirse a **Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos** para mayor información sobre cómo ICR evalúa la administración y gobierno corporativo de una compañía.

FACTORES ADICIONALES EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

Los siguientes factores secundarios para determinar la clasificación de riesgo de la compañía – en relación a las características de la industria en la que participa – si bien podrían ser muy importantes para ciertas empresas, no son necesariamente aplicados a todos los emisores de la industria de rentas inmobiliarias.

- **Acceso a capital**

En caso que los propietarios de los activos posean holgura de recursos y un horizonte de inversión a largo plazo, podrían convertirse en una fuente estable de capital de trabajo y financiamiento durante períodos de baja actividad económica, donde las fuentes de financiamiento podrían volverse más limitadas.

- **Construcción de proyectos**

Si bien la industria de arriendo de activos corresponde a un negocio con flujos relativamente estables una vez que estos se encuentran en operación (post construcción), uno de los riesgos asociados a esta industria es la construcción de los proyectos, donde podría producirse incumplimiento por parte de la empresa constructora y consecuentemente con ello, retraso de los flujos provenientes de un proyecto.

ICR podría evaluar este riesgo chequeando las bases de licitación asociadas a los proyectos, así como los contratos de adjudicación en caso de tratarse de una constructora externa a la compañía. ICR podrá evaluar la experiencia de la

constructora en el mercado, tanto si la construcción de un activo quedase en manos de una filial de la compañía como de un tercero. Además, se evaluará la existencia de seguros de construcción, boletas de garantía, etc.

Con todo, normalmente no tendrá injerencia en la clasificación asignada el hecho que la construcción de un activo lo desarrolle una filial o una empresa externa, sino que tendrá mayor relevancia para esta Clasificadora, la experiencia de la constructora y/o los distintos participantes del proyecto.

- Otros ingresos

Las compañías de rentas inmobiliarias podrían tener otras fuentes de ingresos, además de las provenientes de los arriendos. Las comisiones por administración de las propiedades son una fuente estable de flujo de caja, sin embargo otras fuentes podrían tener gran volatilidad o estar sujetas a otras consideraciones específicas, tales como ingresos por construcción y desarrollo de propiedades o ingresos provenientes de otras filiales.

Clasificación del Riesgo Financiero de Rentas Inmobiliarias

INDICADORES PRIMARIOS EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

El cuadro de abajo, muestra los indicadores primarios usados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero. La nomenclatura utilizada en esta tabla será definida en cada informe de clasificación.

Indicadores primarios (N° de veces)	Nomenclatura				
Cobertura de Gastos Financieros	Excepcional	Superior	Adecuado	Débil	Bajo
Deuda sobre EBITDA					
Otros Indicadores					

Las clasificaciones de riesgo ICR están basadas en expectativas del rendimiento futuro. Los indicadores pasados y su tendencia en el tiempo son importantes, no obstante la clasificación final incorporará la opinión de esta Clasificadora respecto a los indicadores futuros, lo que corresponde a una consideración subjetiva pero crítica.

Los indicadores financieros dependen de los datos contables cuyos principios varían para cada emisor clasificado y, en algunos casos, por industria. ICR podría ajustar los indicadores financieros para permitir comparaciones con emisores usando diferentes principios contables.

Favor referirse a **Criterio: Ratios Financieros**, para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.

La liquidez puede ser un factor de riesgo significativo, especialmente para aquellos emisores con baja clasificación o sin grado de inversión. ICR considerará las fuentes disponibles de liquidez, incluyendo caja y flujo de caja, acceso a líneas bancarias, etc., así como el uso de estos fondos (operaciones, gasto de capital, recompra de acciones, dividendos para cada emisor, etc.).

Cuando el análisis de la situación financiera del emisor – a través de los indicadores anteriormente mencionados u otros que serán detallados caso a caso en los informes de clasificación correspondientes – sugiera que la compañía podría tener dificultades en el levantamiento de capital, será de interés de ICR, la revisión de información de mercado (tales como valor de mercado de la empresa o spreads de crédito).

INDICADORES ADICIONALES EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Mientras los indicadores primarios anteriormente mencionados serán los más importantes utilizados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero de un emisor, otros indicadores podrían ser usados, tales como los detallados en los párrafos siguientes.

La rentabilidad, particularmente en el corto plazo, podría ser un importante diferenciador de riesgo de crédito, donde la generación de buenos resultados correspondería a una aproximación de la capacidad de la compañía, para dar cumplimiento a las obligaciones inmediatas. ICR podría evaluar la rentabilidad a través de varios indicadores, incluyendo el retorno del capital.

Mientras el flujo de caja libre (por ejemplo, neto de cambios en el capital de trabajo, dividendos y gasto de capital, etc.) puede ser volátil y en ocasiones negativo, ICR podría usar éste u otro flujo de caja para evaluar la habilidad de la compañía para generar caja y pagar sus deudas.

Liquidez/activos no garantizados

Si bien el ingreso por arriendo es normalmente una fuente estable de flujo de caja, éste podría tener variaciones debido a ciertos factores específicos, como el default de un arrendatario(s) o tasas de vacancia significativas.

Respecto a la deuda, ésta normalmente es refinanciada más que amortizada a cero, por lo tanto la liquidez es una preocupación sólo en ciertos momentos (por ejemplo: cuando existe una cantidad relevante de renovación de contratos de arriendo; cuando una gran cantidad de deuda necesita ser refinanciada; o si los puntos anteriores ocurren durante condiciones de mercado débiles).

Un indicador importante de flexibilidad financiera es la cantidad de activos no garantizados medidos en términos absolutos o como un porcentaje total de activos. Los activos no garantizados son fácilmente vendidos u otorgados como garantías para una mayor emisión de deuda.

Endeudamiento

ICR considera el indicador de deuda sobre EBITDA como el mejor indicador para evaluar el endeudamiento financiero. La deuda sobre el patrimonio u otros indicadores de endeudamiento podrían ser también revisados por esta Clasificadora. Sin embargo, el valor de las propiedades en ocasiones es contabilizado a valor libro, sin reflejar necesariamente el valor de mercado, especialmente para propiedades de larga data. El valor de mercado, por otra parte, podría cambiar rápidamente, con lo cual la valoración del activo impactaría directamente en los indicadores de endeudamiento.

ICR considerará además, otros factores de endeudamiento, como el riesgo de tasa de interés y el perfil de maduración de la deuda.

Política de dividendos

Las sociedades de rentas inmobiliarias podrían distribuir una porción significativa de sus flujos a los accionistas (distribuciones de dividendos). Una alta tasa de pago puede afectar negativamente la flexibilidad financiera del emisor, debido a una menor caja disponible para pagar deuda, mejorar propiedades o financiar adquisiciones.

Combinando la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Solvencia del Emisor

La clasificación final del emisor es una combinación del riesgo del negocio y financiero. En algunos casos, el riesgo del negocio tendrá mayor peso relativo que el riesgo financiero para determinar el riesgo del emisor, situación que será detallada en cada informe de clasificación.

En las escalas más baja de clasificación del negocio, el riesgo financiero y los indicadores de liquidez juegan un rol mucho más importante, y el riesgo del negocio debería recibir un menor peso respecto al que tendría en niveles de clasificación superiores.

Clasificación de Riesgo del Instrumento y Otros Criterios

- Para mayor información acerca de las etapas del proceso de clasificación y las variables utilizadas para la determinación de un rating corporativo, favor referirse a [Metodología General de Clasificación](#).
- Para una discusión acerca de la relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo, y un mayor detalle en factores relacionados con la liquidez del emisor, favor referirse a [Criterio: Relación entre Clasificaciones de Riesgo de Corto y Largo Plazo](#).
- La existencia de conglomerados financieros puede tener un impacto significativo en la clasificación de instrumentos de deuda pública. Para un mayor detalle respecto a este tema, favor referirse a [Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales](#).
- Garantías y otros tipos de soporte se discuten en [Criterio: Garantías y Otras Formas de Apoyo Explícito](#).
- Consideraciones legales son discutidas en [Criterio: Contratos de emisión – Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default](#).
- Para mayor información de cómo evalúa ICR el gobierno corporativo de una compañía, favor referirse a [Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos](#).
- Favor referirse a [Criterio: Ratios Financieros](#), para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.