



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Rentas y Desarrollo Baker SpA

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

**ANALISTAS:**

Diego Segovia C.

Ignacio Muñoz Q.

diego.segovia@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

**FECHA**

Febrero 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	<b>AA- Favorable<sup>1</sup></b>
EEFF base	30 de septiembre de 2023

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 10 años	N° 1.064 de 11.02.21
Serie A (BAKER-A)	Primera emisión
Serie B (BAKER-B)	Primera emisión
Línea a 30 años	N° 1.065 de 11.02.21

Estado de Resultados Individuales IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	sept-23
Ingresos de actividades ordinarias	565.931	7.005.885	7.608.636	9.509.483	8.979.434
Gastos de administración	-35.173	-1.259.142	-1.782.637	-2.881.825	-2.941.703
Otras ganancias (pérdidas)	0	9.370.278	3.204.893	13.010.107	-343.750
Costos financieros	-34.053	-501.558	-387.768	-176.937	-132.154
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>216.821</b>	<b>10.295.677</b>	<b>3.558.023</b>	<b>8.647.552</b>	<b>2.755.683</b>
<b>EBITDA</b>	<b>530.758</b>	<b>5.744.585</b>	<b>5.825.999</b>	<b>6.627.658</b>	<b>6.037.730</b>

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	sept-23
Activos corrientes	798.030	4.422.133	9.303.680	3.393.964	4.945.889
Activos no corrientes	61.302.916	105.291.079	116.186.966	133.367.608	163.261.835
<b>Total activos</b>	<b>62.100.946</b>	<b>109.713.212</b>	<b>125.490.646</b>	<b>136.761.572</b>	<b>168.207.724</b>
Pasivos corrientes	536.049	29.653.912	1.675.043	1.408.945	73.866.139
Pasivos no corrientes	30.781.904	19.237.439	82.983.690	92.973.162	28.276.409
Patrimonio	30.782.993	60.821.861	40.831.913	42.379.465	66.065.176
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>62.100.946</b>	<b>109.713.212</b>	<b>125.490.646</b>	<b>136.761.572</b>	<b>168.207.724</b>
Deuda Financiera	28.419.313	29.113.289	61.668.945	70.083.777	72.388.779

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Rentas y Desarrollo Baker SpA (Baker)** es una sociedad perteneciente a Private Equity Real Estate Fondo de Inversión administrado por Ameris Capital Administradora General de Fondos, en el cual participa como principal aportante Southern Cross Group. La sociedad tiene como objeto desarrollar e invertir en bienes corporales e incorporeales muebles o inmuebles, o en derechos constituidos sobre los mismos, además, de su administración para la obtención de rentas que deriven por el arrendamiento de estos bienes.

Al cierre de septiembre de 2023, **Baker** obtuvo ingresos por \$ 8.979 millones, un 29,4% mayor a lo registrado al mismo periodo en 2022, presentaba una deuda financiera de \$ 72.389 millones y un nivel de patrimonio de \$ 66.065 millones.

El cambio de tendencia, desde “*Estable*” a “*Favorable*”, responde principalmente a la incorporación de siete nuevos inmuebles correspondientes a la fusión con Diguillín y Trancura, los cuales cuentan con contratos a largo plazo, reajustados por inflación y sin deuda financiera, lo que provocó un aumento considerable en la cobertura de pagos de la sociedad. Adicionalmente, se incorpora de forma positiva las perspectivas de la clasificación de solvencia de su principal arrendatario.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación de **Baker** en “*Categoría AA-*” destaca la capacidad de generación de flujos que presentan los activos de la sociedad, lo que permite que sus inmuebles de rentas, que respaldan la deuda actual, se valoricen en torno a 2,24 veces el valor de la deuda. La generación de flujos de estos activos —lo que sustenta también su valorización— corresponde principalmente al arriendo de terrenos para el funcionamiento de estaciones de servicios pertenecientes a Esmax Distribución<sup>2</sup>, empresa que en un inicio dio vida a **Baker** al dividir sus negocios de distribución, inmobiliario e inversiones. Las estaciones de servicios, que operan bajo la marca Petrobras, representan el 91% de los ingresos anualizados que genera la sociedad, ubicadas mayoritariamente dentro de centros urbanos, mientras que el restante de las rentas proviene de negocios complementarios al relacionado con la venta combustibles, como arriendo de locales a restaurantes y farmacias básicamente.

Lo anterior permite entregar una alta capacidad de predictibilidad de los ingresos para el plazo remanente de los contratos, y un bajo riesgo de los mismos dada la adecuada solvencia de los arrendatarios, en particular porque Esmax Distribución posee una clasificación de riesgo en “*Categoría AA-*” con tendencia “*Favorable*” (clasificado por Humphreys) y los restantes arrendatarios, distintos de las empresas relacionadas, no representan en su totalidad una gran participación en los metros cuadrados arrendables (lo que facilita la gestión). Debido a lo anterior, la clasificación de **Baker** se encuentra fuertemente ligada a la clasificación de Esmax Distribución dada su importancia estratégica en la generación de flujos de la empresa.

Otro aspecto positivo que se destaca es la característica propia del negocio, ya que una vez que se materializan las inversiones, permiten que el flujo de caja operacional de la empresa sea elevado en

---

<sup>2</sup> Actualmente ARAMCO, la empresa petrolera Saudí más grande del mundo y la tercera en cuanto a valor bursátil refiere, cuenta con la aprobación de la fiscalía nacional económica para la adquisición de Esmax Distribución.

relación con su nivel de ingresos, logrando alcanzar un margen EBITDA cercano al 72,5%, el cual podría aumentar a medida que se vayan incorporando nuevos activos en un crecimiento orgánico del negocio (que apoyen la absorción de los gastos de administración), sin perjuicio que estas incorporaciones podrían afectar negativamente el margen mientras no entren totalmente en régimen.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve limitada por el hecho de que la sociedad requiere hacer inversiones relevantes en activos fijos para mantener un crecimiento orgánico, ya sea en la inversión de nuevos terrenos para habilitar nuevas estaciones de servicios o inmuebles que complementen el negocio de distribución de combustibles que se arriendan a terceros, los cuales son financiados —en general— por una mezcla de deuda y flujos de efectivo generados por el arriendo de las propiedades que posee **Baker**<sup>3</sup>. En este sentido, la ejecución de proyectos no exitosos o menos rentables que los existentes podría deteriorar la relación actual entre capacidad de generación de flujos del emisor y sus obligaciones financieras. Además, el desarrollo de estos proyectos incorpora dos riesgos adicionales a los asociados a las rentas, como una subestimación de los costos de desarrollo de los proyectos y de los plazos necesarios para iniciar su arriendo, los que afectan la rentabilidad misma del nuevo activo, incorporado también un retraso en la generación de flujos que se destinen para el pago de la deuda. Con todo, la misma base de activos del emisor disminuye la importancia relativa de los nuevos proyectos, por tanto, reduce su impacto sobre el negocio y, por ende, atenúa su riesgo.

Referente al vencimiento que presentaba la compañía en 2024, **Baker** y Scotiabank han firmado un acuerdo de redominación de crédito vigente, modificación y texto refundido de contrato de crédito, mediante el cual, las partes acuerdan prorrogar el *bullet* con vencimiento en abril de 2024 por un periodo de tres años a partir de la fecha de vencimiento del actual crédito. A juicio de **Humphreys**, dicho acuerdo ratifica la actual clasificación de la firma, disminuyendo sustancialmente el riesgo de refinanciamiento, entendiendo que, además, la compañía cuenta con líneas de bonos corporativos inscritas, por un máximo de dos millones de UF a diez o 30 años.

En materias de ESG<sup>4</sup>, **Baker** aun no cuenta con una metodología establecida para medir los impactos de estos ítems en su estructura operativa; sin embargo, algunas de estas consideraciones se encuentran implícitamente pactadas en la rigurosidad de sus contratos y las condiciones de uso de suelo para su principal arrendatario.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Alta capacidad de generación de flujos.

### Fortalezas complementarias

- *Duration* de los contratos.
- Solvencia de los arrendatarios.
- Distribución geográfica de los activos.

### Riesgos considerados

- Crecimiento limitado a nuevas inversiones.
- Concentración de arrendatarios.
- Riesgo de refinanciamiento (mitigado)

<sup>3</sup> Actualmente las inversiones de **Baker** están siendo financiadas íntegramente con el flujo de efectivo generado por la actividad.

<sup>4</sup> Medidas Medioambientales, sociales y de gobierno corporativo por sus siglas en inglés.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

El signo “-” representa a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Hechos recientes

### Tercer trimestre 2023

Al cierre de septiembre de 2023, **Baker** registró ingresos por \$ 8.979 millones, lo que representa un aumento del 29,4% con respecto al mismo periodo del 2022. Los gastos de administración se incrementaron en un 70,5%, alcanzando los \$ 2.942 millones. Por su parte, los costos financieros ascendieron a \$ 132 millones.

**Baker** finalizó el tercer trimestre de 2023 presentando activos por \$ 168.208 millones, pasivos por \$ 102.143 millones, deuda financiera por \$ 72.389 millones y un patrimonio que a la fecha ascendía a \$ 66.065 millones.

## Oportunidades y fortalezas

**Alta capacidad de generación de flujos:** Los ingresos de **Baker** al cierre del tercer trimestre de 2023 presentaron un incremento de un 29,4% con respecto al mismo periodo en 2022 y, adicionalmente, de las 96 propiedades de inversión que posee **Baker**, 90 son arrendadas a Esmax Distribución SpA, cuyos contratos son de renta fija; lo que demuestra la alta capacidad de generación de flujos que tiene la compañía, considerando el tipo de negocio de sus arrendatarios.

**Duration de los contratos:** Los contratos de arriendo son a muy largo plazo, teniendo una duración remanente promedio de 15 años. Esto favorece la estabilidad de los ingresos y permite proyectarlos a largo plazo.

**Solvencia de los arrendatarios:** El principal arrendatario de **Baker** es Esmax Distribución SpA, el cual concentra el 91% de los ingresos y se encuentra clasificado en “Categoría AA-” por **Humphreys**. Esto permite inferir que la solvencia de los arrendatarios debería resistir cambios en la industria y la economía, y por ende también los ingresos de **Baker**.

**Distribución geográfica de los activos:** Las propiedades de inversión de **Baker** se encuentran distribuidas por todo el país, concentrando un 42% en la región metropolitana. Aproximadamente un 94% se encuentran ubicados en zonas urbanas con alto tráfico vehicular, lo que les permite contar con una visión de largo plazo en el desarrollo de sus activos en zonas de alto interés económico, ya sea para el arriendo o construcción inmobiliaria.

## Factores de riesgo

**Riesgo de crecimiento:** Dada la naturaleza del negocio, en orden de poder generar más ingresos es necesario invertir en terrenos adicionales para nuevas estaciones de servicio o al menos invertir en mayor infraestructura dentro de los terrenos existentes para poder ofrecer servicios complementarios. Esto conlleva la exposición a otros riesgos tales como el sobrecosto o sobreplazo de dichas inversiones. Con todo, este riesgo se atenúa con el crecimiento, ya que las nuevas inversiones van reduciendo su importancia relativa.

**Concentración de arrendatarios:** El principal arrendatario es Esmax Distribución SpA, el cual concentra el 91% de los ingresos; lo cual implica que la tanto la estabilidad como el crecimiento de los ingresos y el desarrollo de nuevas inversiones depende en gran medida de la demanda de este. Sin embargo, dicho riesgo se encuentra mitigado por la historia de la compañía y porque posee una clasificación de riesgo de "Categoría AA-" (clasificado por **Humphreys**).

## Antecedentes generales

### La compañía

**Baker** fue constituida producto de la división de Esmax Distribución SpA, ubicando sus inmuebles de renta de largo plazo en **Baker**. El único accionista de la sociedad es Private Equity Real Estate Fondo de Inversión, administrado por Ameris Capital Administradora General de Fondos S.A. y en el cual participa como principal aportante Southern Cross Group ("SCG").

La sociedad tiene por objeto efectuar toda clase de inversiones en bienes corporales e incorporales, muebles o inmuebles o derechos constituidos sobre los mismos, su administración y la percepción de rentas y frutos naturales y civiles que deriven de las anteriores; y la adquisición o inversión a cualquier título en bienes raíces, su explotación bajo forma de compraventas, usufructos, subdivisiones, loteos, urbanizaciones, enajenaciones de cualquier especie, arrendamientos gravados y no gravados con IVA y otros, el desarrollo de toda clase de proyectos inmobiliarios, la administración de los mismos y la percepción de sus frutos.

El 1 de septiembre de 2021, **Baker** realizó un proceso de fusión por absorción con su empresa relacionada Toltén Desarrollo SpA, adquiriendo el total de sus activos, pasivos y patrimonio.

El 29 de septiembre de 2023 se concretó la fusión con Diguillín Desarrollo y Trancura Desarrollo, lo que modificó la razón social de Rentas e Inversiones Baker SpA a **Rentas y Desarrollo Baker SpA**. Dicha fusión

consolidó ocho nuevos activos en ubicaciones de alto potencial inmobiliario, siete de ellos se encontraban arrendados a Esmax Distribución con un remanente de 9,5 años.

La firma presenta un plan de inversión por aproximadamente 160.000 UF en activos, la cual está basada, según detallan, en tres componentes: Adquisiciones, Nuevos arrendatarios *Stand Alone* y desarrollo de *Strip Centers*. Lo anterior será financiado con recursos propios.

- 1) **Adquisiciones:** Compra de estaciones de servicios operativas y/o terrenos en lugares estratégicos para la explotación del negocio inmobiliario.
- 2) **Nuevos arrendatarios *Stand Alone*:** Construir nuevos locales dentro de las estaciones de servicios existentes para operadores comerciales complementarios, cuya realización conlleva un previo contrato de arriendo lo que mitiga el riesgo de vacancia.
- 3) ***Strip Centers*:** Proyectos comerciales de mediana escala (700 m<sup>2</sup> a 1000 m<sup>2</sup> adicionales de GLA) complementarios a las estaciones de servicio.

## Distribución de los flujos

**Baker** cuenta con 96 propiedades, de las cuales 90 son arrendadas a su principal cliente, Esmax Distribución SpA, para las estaciones de servicio de Petrobras y sus tiendas de conveniencia Spacio 1. Los terrenos se encuentran distribuidos por todo el país, concentrando un 42% de estos en la Región Metropolitana; adicionalmente, cerca de un 94% se encuentran localizados en zonas urbanas con gran tráfico vehicular y afluencia de público.

Esmax Distribución SpA representa un 91% de los ingresos de **Baker**; si bien se considera una concentración elevada de los ingresos, este riesgo se ve contenido debido a la relación que poseen ambas compañías y a la clasificación de riesgo del arrendatario, la cual corresponde a “*Categoría AA-*” asignada por **Humphreys**. El restante de los ingresos corresponde a arriendos no anclas, entre ellos se encuentran cadenas de comidas rápidas, farmacias, entre otros.

En términos de los activos de **Baker**, se puede apreciar una adecuada atomización de estos, donde el principal representa el 4,26% de los ingresos por arriendo, mientras que los cinco principales un 17,20%. La Ilustración 1 muestra la distribución de los ingresos generados por el arriendo de los activos más relevantes de la compañía.

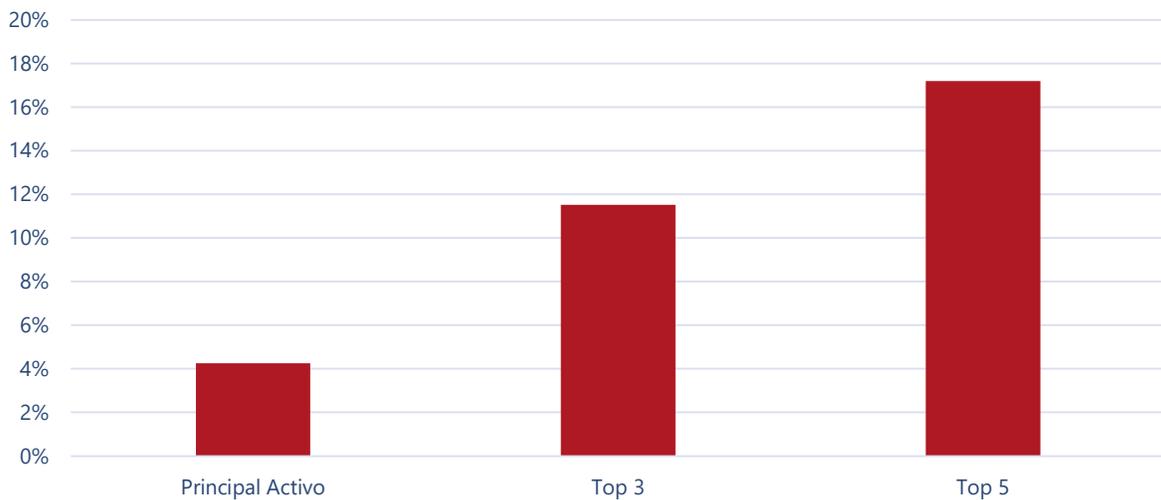


Ilustración 1: Distribución de ingresos de los principales activos

## Análisis financiero<sup>5</sup>

### Ingresos, resultados y EBITDA

Durante el año 2022, los ingresos de **Baker** presentaron un aumento de un 11,8% con respecto a lo registrado en 2021. Al cierre del tercer trimestre de 2023 (año móvil), la empresa totalizó ingresos por actividades ordinarias que ascendieron a los \$ 11.678 millones. En los últimos tres años el margen EBITDA ha bordeado un promedio de 76,3%, mientras que al cierre de septiembre 2023, este se ubicó en 65,6%. La baja en los niveles de EBITDA se explica principalmente por mayores gastos de contribuciones y gastos en seguridad de los seis terrenos sin desarrollo de renta. La Ilustración 2 presenta la evolución de estos indicadores.

### Endeudamiento

El nivel de endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, al cierre de 2022 presentó un leve aumento con respecto a 2021, pasando de las 2,07 veces a las 2,23 veces. Al cierre del tercer trimestre de 2023, el *leverage* de **Baker** alcanzó las 1,55 veces. La evolución del endeudamiento se presenta en la Ilustración 3.

<sup>5</sup> Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica, utilizando análisis de los últimos doce meses para todos los periodos de evaluación.

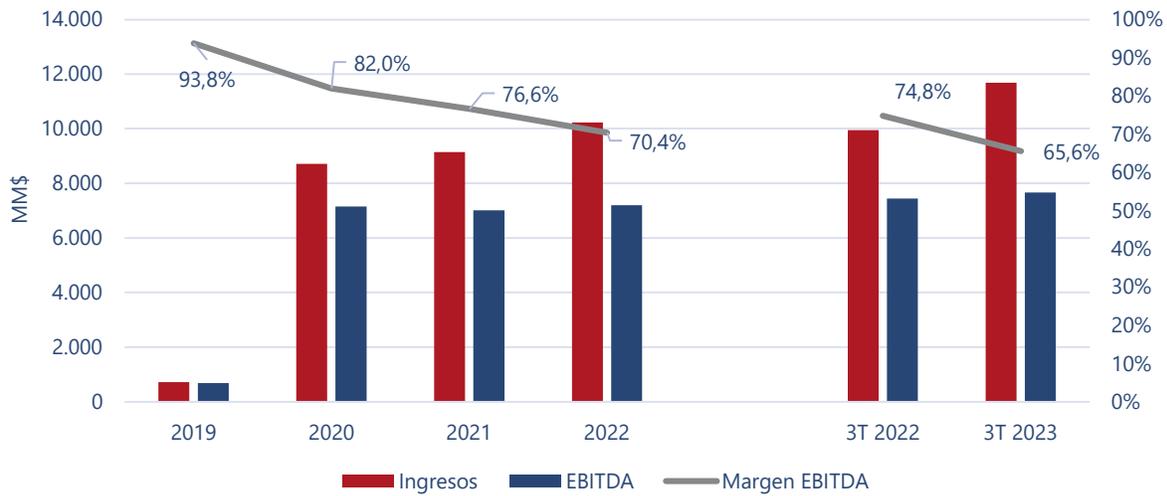


Ilustración 2: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, trimestre últimos doce meses

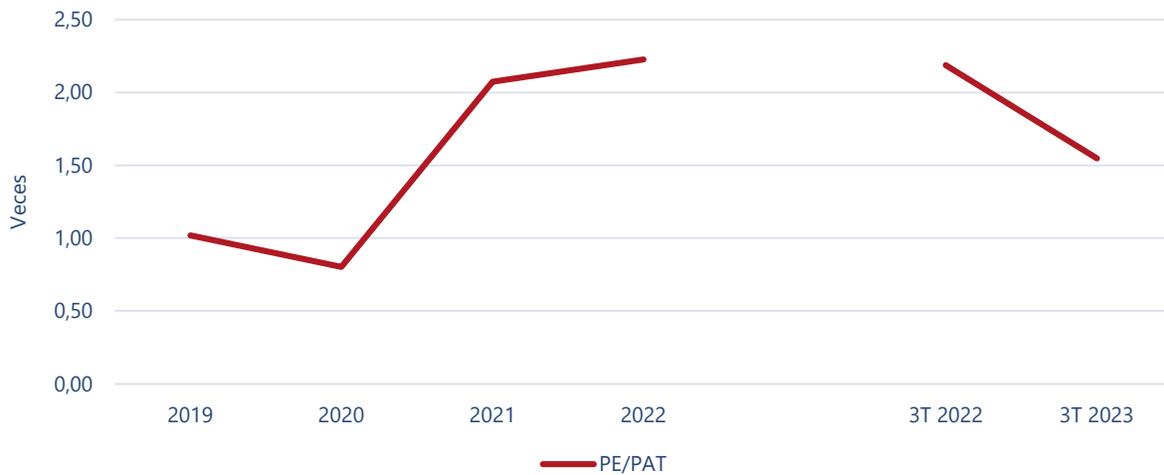


Ilustración 3: Leverage

Tal como se puede apreciar en la Ilustración 4, los niveles actuales de EBITDA y flujo de caja de largo plazo (FCLP<sup>6</sup>), no serían suficientes para hacer frente al vencimiento de abril de 2024; sin embargo, bajo criterio de la clasificadora, **Baker** no presenta un riesgo de refinanciamiento sustancial en el corto plazo dado el contrato de prórroga con Scotiabank y las líneas de bonos inscritas por hasta dos millones de UF. Si bien estos son factores que mitigan el riesgo de refinanciamiento, no lo elimina, solo lo prorroga, por lo que **Humphreys** estará monitoreando el vencimiento de este *bullet* y los posibles cambios en la estructura, en caso de llevar a cabo la colocación de un bono corporativo una vez se cumpla el plazo de la deuda.

<sup>6</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos.

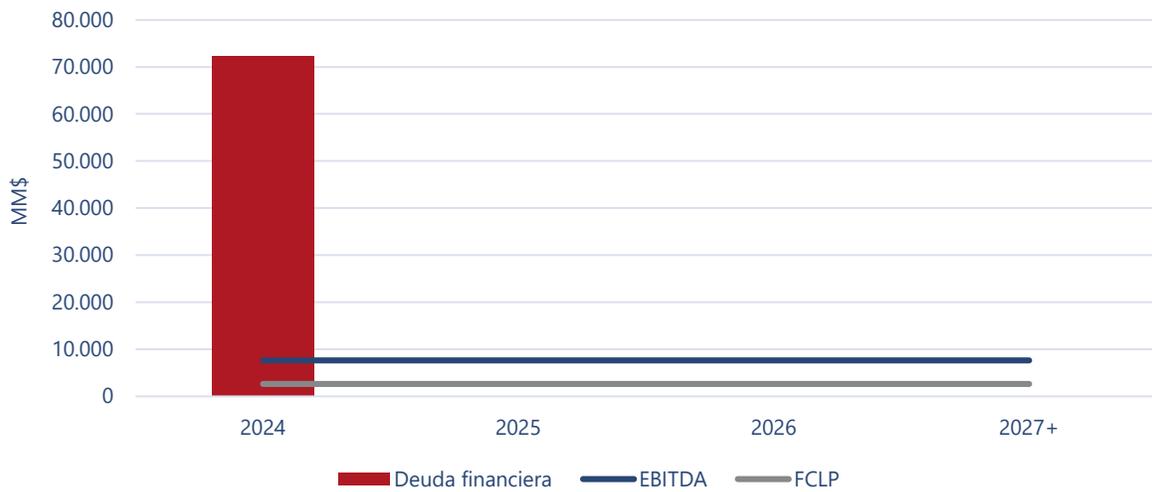


Ilustración 4: Perfil de vencimiento frente al FCLP y EBITDA

### Índice de Cobertura Global

El Índice de Cobertura Global es calculado como la relación entre el valor presente del EBITDA proyectado para el periodo esperado de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés esperada de la misma (supuesto **Humphreys**), y el valor del saldo insoluto de la deuda financiera, sin considerar los flujos que se generarían con posterioridad al vencimiento de esta (entendiendo que el vencimiento de la deuda se prorroga desde abril de 2024 hasta abril del 2027, extendiendo en tres años el análisis). Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera presentar problemas para dar cumplimiento a sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Para el caso de **Baker**, este indicador alcanza las 0,6 veces; sin embargo, si dentro de los flujos se incorpora la valorización de los activos al año 2027 (incorporándolo como potencial de flujos), el indicador se ubica por sobre las dos veces hasta el vencimiento. El comportamiento del Indicador de Cobertura Global se presenta en la Ilustración 5.

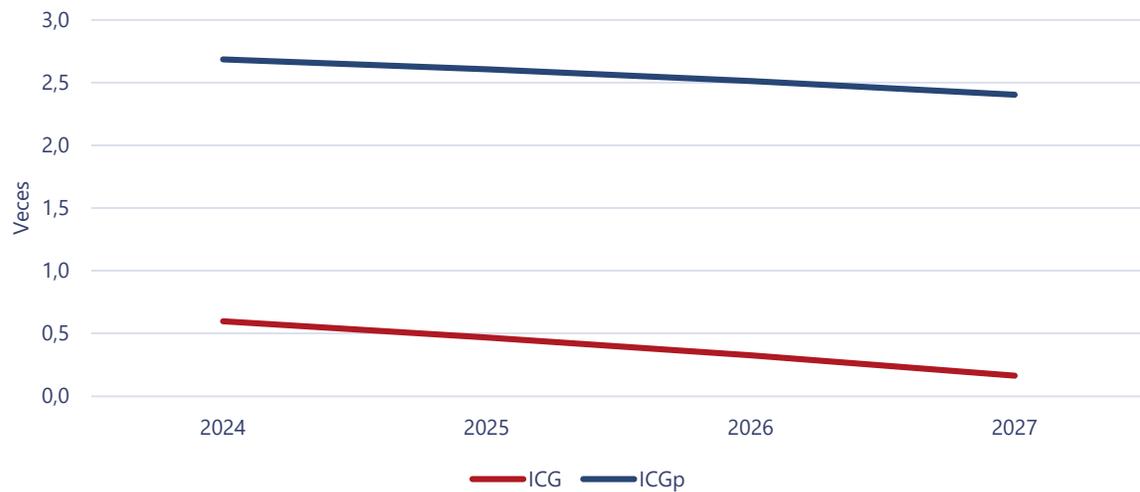


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global de la deuda

Tal como se mencionó anteriormente, los pasivos financieros de **Baker** tendrían que ser refinanciados, por lo que se ha efectuado una sensibilización del ICG a la fecha del refinanciamiento con distintos niveles de castigos para dichos flujos y distintos costos de financiamiento, manteniendo constante el saldo insoluto de los pasivos. Los niveles de cobertura para los distintos escenarios se presentan en la Tabla 1. Se observa que la deuda podría ser refinanciada, incluso bajo de supuesto de fuertes caídas en los flujos e incrementos sustanciales en la tasa de interés.

Tabla 1: Índice de Cobertura Projectado de los flujos para el refinanciamiento de la deuda

ICP Tasa Interés	Castigo de Flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
2,5%	4,02	3,81	3,60	3,39	2,96	2,54	2,12
3,5%	2,87	2,72	2,57	2,42	2,12	1,81	1,51
4,5%	2,23	2,12	2,00	1,88	1,65	1,41	1,18
5,5%	1,83	1,73	1,64	1,54	1,35	1,15	0,96
6,5%	1,55	1,47	1,38	1,30	1,14	0,98	0,81
7,5%	1,34	1,27	1,20	1,13	0,99	0,85	0,71

## Liquidez

La liquidez de **Baker**, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, presenta una gran volatilidad en los periodos de análisis. A septiembre de 2023, la razón se ubicaba en las 0,07 veces en contraste a las 12,99 veces de septiembre 2022, lo anterior, se explica, principalmente, por el traspaso de los pasivos no corrientes a los corrientes, correspondiente al vencimiento de abril de 2024, el cual, como se mencionó inicialmente en este informe, se encuentra con una escritura de prórroga por tres años más. La liquidez ajustada a septiembre 2023 descontando este efecto ascendería a las 3,35 veces. La evolución del indicador de liquidez se presenta en la Ilustración 6.



Ilustración 6: Liquidez

## Rentabilidad<sup>7</sup>

La rentabilidad de los activos al cierre del tercer trimestre de 2023 alcanzó un 4,8%, 100 puntos base superior a lo obtenido en septiembre 2023. A la misma fecha, la rentabilidad sobre patrimonio y la rentabilidad operacional alcanzaron un 12,3% y 154,9%, respectivamente, superior a los 12% y 102,9% obtenidos a mismo periodo anterior. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 7.

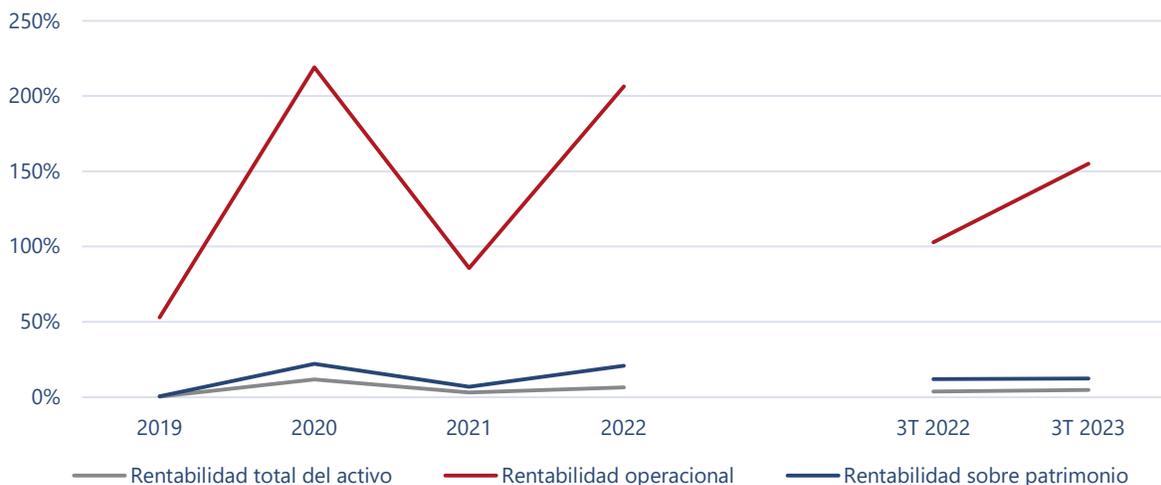


Ilustración 7: Rentabilidades

<sup>7</sup> Rentabilidad total del activo = utilidad del ejercicio / activos totales promedio;

Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes promedio + propiedades, plantas y equipos promedio);

Rentabilidad sobre patrimonio = utilidad del ejercicio / patrimonio promedio.

*"La opinión de las entidades clasificadoras 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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*