



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Patio Comercial S.p.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Camila Alvarado
Hernán Jiménez
camila.alvarado@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Junio 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 909 de 30.08.2018
Línea de bonos	N° 910 de 30.08.2018
Serie C (BPATI-C)	Primera emisión
Serie D (BPATI-D)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 1008 de 28.02.2020
Serie E (BPATI-E)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 1009 de 28.02.2020
Serie G (BPATI-G)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 1073 de 31.03.2021
Línea de bonos	N° 1074 de 31.03.2021

Características bonos colocados en Chile				
Serie	Tasa interés anual (%)	Período capitalización	Valor nominal vigente UF ¹	Fecha vencimiento
C	3,25%	Semestral	2.000.000	Febrero 2044
D	2,90%	Semestral	1.000.000	Agosto 2048
E	3,25%	Semestral	1.000.000	Abril 2025
G	3,70%	Semestral	2.000.000	Diciembre 2033

¹ Abril 2022.

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Ingresos de actividades ordinarias	8.629.563	21.249.425	22.828.392	12.661.914	20.986.570	3.951.233
Costo de ventas	-1.444.217	-4.661.905	-3.941.166	-2.290.814	-4.734.367	-822.406
Margen bruto	7.185.346	16.587.520	18.887.226	10.371.100	16.252.203	3.128.827
Gastos de administración	-3.209.097	-4.250.779	-4.353.201	-3.913.224	-4.866.438	-622.777
Costos financieros	-4.166.696	-7.973.474	-9.673.485	-8.414.731	-12.153.838	-3.030.797
Ganancia	6.679.961	29.484.071	24.649.752	14.581.913	24.238.770	4.944.049
EBITDA	3.976.249	12.540.713	3.478.081	2.057.537	11.385.765	2.506.050

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Activos corrientes	16.859.084	42.062.692	45.949.450	100.236.410	71.518.063	52.908.345
Activos no corrientes	226.321.931	315.146.718	474.103.230	501.516.690	542.535.182	556.932.218
Total activos	243.181.015	357.209.410	520.052.680	602.753.100	638.872.298	643.934.631
Pasivos corrientes	37.846.742	80.116.701	99.022.988	64.862.854	94.896.475	80.593.106
Pasivos no corrientes	80.741.475	133.821.758	243.277.582	313.550.706	296.576.650	305.774.563
Patrimonio	124.592.798	143.270.951	177.772.110	224.339.540	231.201.383	235.108.080
Total patrimonio y pasivos	243.181.015	357.209.410	520.052.680	602.753.100	638.872.298	643.934.631

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Patio Comercial S.p.A. (Patio Comercial) es una sociedad perteneciente al Grupo Patio, la cual se dedica principalmente a invertir en toda clase de bienes muebles e inmuebles, corporales o incorporales, y al estudio, desarrollo, ejecución y explotación del negocio inmobiliario, enfocándose principalmente en centros comerciales, con 17 años de experiencia.

A diciembre de 2021 la empresa generó ingresos contables por el arriendo de 47 activos inmobiliarios consolidados cercanos a UF 464 mil y registraba una deuda financiera por UF 10,98 millones, operando una superficie arrendable del orden de 178 mil metros cuadrados. Adicionalmente contaba con participación minoritaria en otros 41 activos los cuales sumados a los consolidados ascienden a un total de 88 activos con una superficie ponderado de 282 mil metros cuadrados.

Durante el año 2021, la compañía vio recuperado sus ingresos, registrando un aumento de un 30,5% a los alcanzados al cierre del 2020. De todas formas, tomando en cuenta la situación actual del país, así como también la liquidez de la compañía a marzo de 2022, no se descarta que una eventual reducción de sus ingresos podría conllevar a recursos insuficientes para dar cumplimiento a sus obligaciones de corto plazo.

Sin embargo, de producirse dicha hipotética situación, se estima que la sociedad no tendría dificultad para acceder a alternativas de financiamiento, dada la solidez de sus activos y la capacidad de generación de flujos asociados.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación de solvencia de **Patio Comercial** en "Categoría A" destaca la capacidad de generación de flujo que presentan los activos de la sociedad. La calidad de los activos, en cuanto a generación de flujo, se basa en la distribución geográfica de éstos, así como también en la diversificación por rubro, donde más de la mitad de los ingresos proviene de negocios de primera necesidad tales como supermercados y farmacias. Además, los arriendos se encuentran pactados principalmente en el largo plazo, siendo el componente fijo el más relevante. A ello se suma que existe una elevada atomización de arrendatarios en el contexto del total de ingresos del emisor.

Otro aspecto que se destaca son las características propias del negocio, las que, una vez materializadas las inversiones, permiten que el flujo de caja operaciones de la empresa sea elevado en relación con su nivel de ingresos. Junto a lo anterior, se debe considerar que, a medida que se van incorporando más propiedades arrendables, se atenúa los efectos que se pueden generar por el debilitamiento de una fuente de ingresos particular, lo que debiera reafirmarse a medida que entren en operación nuevos inmuebles a la cartera de propiedades. A la fecha el principal inmueble representa el 22,93% del total de ingresos por arriendo de la compañía.

Además, la clasificación se ve favorecida por la experiencia que posee **Patio Comercial** en la gestión de negocios de renta y desarrollo inmobiliario de centros comerciales. Asimismo, las condiciones de mercado favorecen cada vez más la liquidez de estos inmuebles para renta y con ello la posibilidad de refinanciamiento de la deuda; a la fecha son demandante de este tipo de activos básicamente compañías de seguros de vida, con propensión a inversiones de largo plazo (lo cual no excluye el financiamiento de bancos, securitización u operaciones con otros fondos).

El proceso de evaluación también incorpora el alto nivel de competencia en el sector en que se desenvuelve la compañía, lo que puede generar, en el mediano-largo plazo, presiones en el precio de arrendamiento de cada local, lo cual podría dificultar la renegociación de los contratos de arriendos. En este contexto, se incluye el riesgo de refinanciamiento cupones de sus bonos *bullet*, en particular por su larga duración, dado que el horizonte de tiempo acentúa los riesgos de caída en los precios de los arriendos, aumentos en los niveles de vacancia y/o alza en la tasa de interés.

Para mejorar la clasificación es necesario que se incremente el nivel de EBITDA en relación con los pasivos financieros.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Relación entre valor de activos y deuda financiera.

Fortalezas complementarias

- Experiencia en el desarrollo inmobiliario comercial.

Fortalezas de apoyo

- Gran diversificación de activos respecto a zonas geográficas y arrendatarios.
- Arrendatarios con contratos de arrendamientos de largo plazo.

Riesgos considerados

- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores.
- Caída en tasas de ocupación de inmuebles.
- Alza de tasas de interés en períodos de refinanciamiento de deuda.

Definición categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago de 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.

Tendencia Estable

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

Antecedentes generales

La compañía

Patio Comercial es una sociedad perteneciente al Grupo Patio, la cual se dedica principalmente al negocio inmobiliario, en forma directa o indirecta (filiales), o enfocándose principalmente en centros comerciales

Actualmente, con 17 años de experiencia, cuenta con aproximadamente 475.552m² arrendables, de los cuales un 65,96% está ubicado en la ciudad de Santiago. A la fecha cuenta con 47 activos consolidados y participación minoritaria en otros 41 activos.

Distribución de flujos

Al revisar los ingresos por arriendo de activos consolidados, se puede apreciar que cerca del 22,93% proviene de un *outlet* situado en la comuna de San Joaquín en la Región Metropolitana, otro con un 4,09% ubicado en la Región de la Araucanía y un 3,98% de un tercero en la Región de Antofagasta. El resto se distribuye entre otros 44 activos inmobiliarios ubicados a lo largo de Chile. La Ilustración 1 presenta la distribución de los ingresos generados por el arriendo de los principales activos consolidados de la compañía.

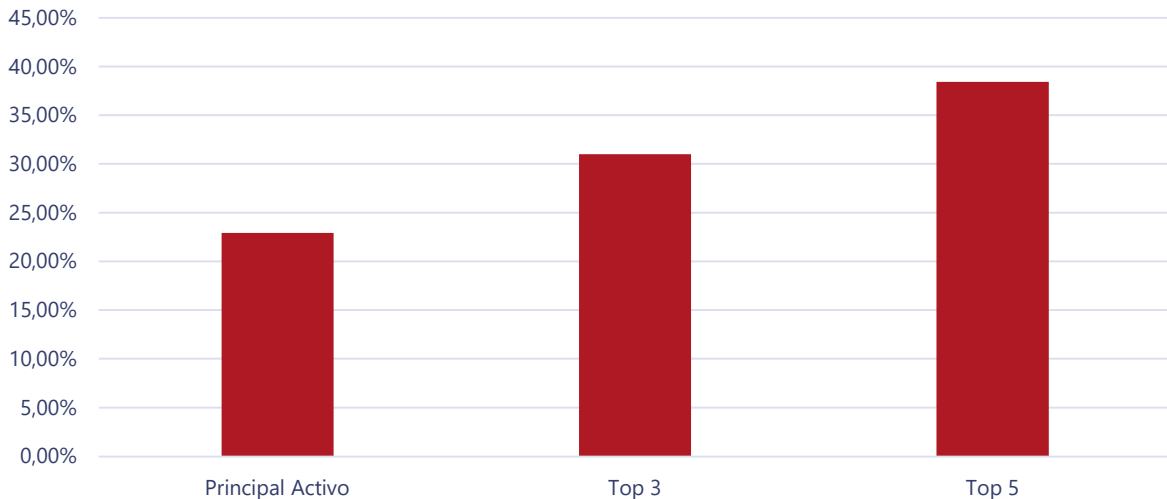


Ilustración 1: Distribución de ingresos de los principales activos consolidados

Análisis financiero

Ingreso y EBITDA

Los ingresos por arriendo que presentan los activos de **Patio Comercial** mostraron un comportamiento con tendencia al crecimiento hasta el año 2019. El 2020 se puede apreciar una caída considerable en los ingresos que es explicado básicamente por la venta de su participación en filiales que comprendían cerca del 50% de los activos y, también, por los efectos de la pandemia. Sin embargo, la situación se revierte al cierre del 2021, en donde se aprecia una recuperación de los ingresos en un 62,08% con respecto al 2020.

Por su parte, el EBITDA generado por el arriendo de los activos inmobiliarios también se ha recuperado, cerrando dicho año con un margen EBITDA cercano al 57%, tal como se presenta en la Ilustración 2.

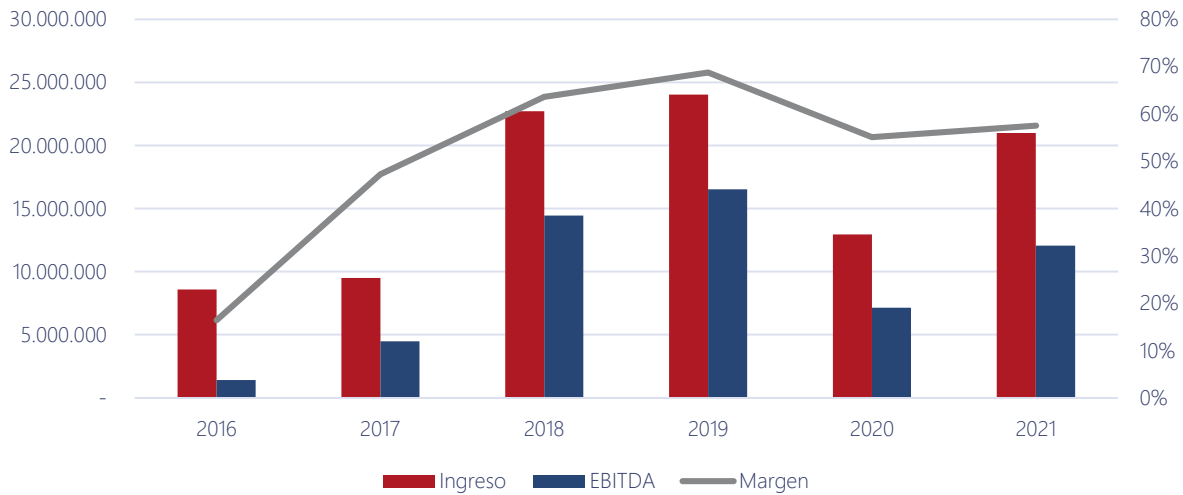


Ilustración 2: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, proforma

Índice de Cobertura Global (ICG)

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 de la misma (supuesto de **Humphreys**), y el valor de la deuda financiera, sin considerar los flujos que se generarían con posterioridad al vencimiento de los bonos (año 2048). Adicionalmente, se toma en consideración los dividendos que podrían provenir de los activos con participación minoritaria. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debiera de presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Para el caso de **Patio Comercial**, este indicador asciende a 1,13 veces según lo proyectado para el 2022; sin embargo, si dentro de los flujos se incorporan aquellos a generar a partir del año 2048, asumiendo una perpetuidad, se obtiene un indicador de 1,58 veces. La trayectoria de este indicador se presenta en la Ilustración 3.

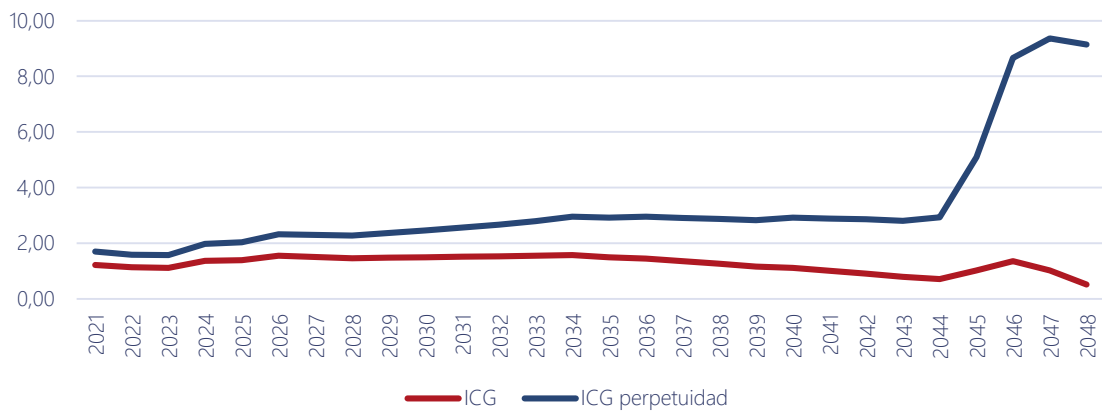


Ilustración 3: índice de Cobertura Global de la Deuda

Cabe destacar, que la estructura de la deuda presenta vencimientos elevados para el año 2025 y 2044, por ello los flujos generados en dichos años no alcanzarían a cubrir el pago de la deuda, (el vencimiento equivale a cerca de 1,49 veces y 3,3 veces el flujo actual proyectado a 2022); sin embargo, se cuenta con capacidad de refinanciamiento, tal como se muestra en el siguiente acápite.

Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

Dado que para los años 2025 y 2044 el vencimiento sería de unos UF 1,4 millones y UF 3,2 millones respectivamente, y por tanto podría requerirse refinanciar dichos pagos, se muestra a continuación la relación entre el valor actual estimado para los flujos a esa fecha², descontado a las distintas tasas de interés, y el saldo insoluto de los pasivos al mismo año. Para efectos de la determinación del valor actual se toma como referencia los flujos actuales y se castigan de acuerdo con los mostrado en la siguiente tabla.

ICP Tasa Interés	Castigo de Flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
3,0%	6,59	6,25	5,90	5,55	4,86	4,16	3,47
3,5%	5,65	5,35	5,06	4,76	4,16	3,57	2,97
4,0%	4,95	4,69	4,43	4,16	3,64	3,12	2,60
5,0%	3,96	3,75	3,54	3,33	2,92	2,50	2,08
6,0%	3,30	3,12	2,95	2,78	2,43	2,08	1,74
7,0%	2,83	2,68	2,53	2,38	2,08	1,78	1,49

² ICP al año 2044.

Endeudamiento contable

El nivel de endeudamiento, expresado como pasivo exigible sobre patrimonio, se ha mantenido sobre las 1,5 veces en los últimos años, registrando un valor de 1,74 veces a marzo de 2022. La Ilustración 4 muestra la evolución del endeudamiento de la sociedad.

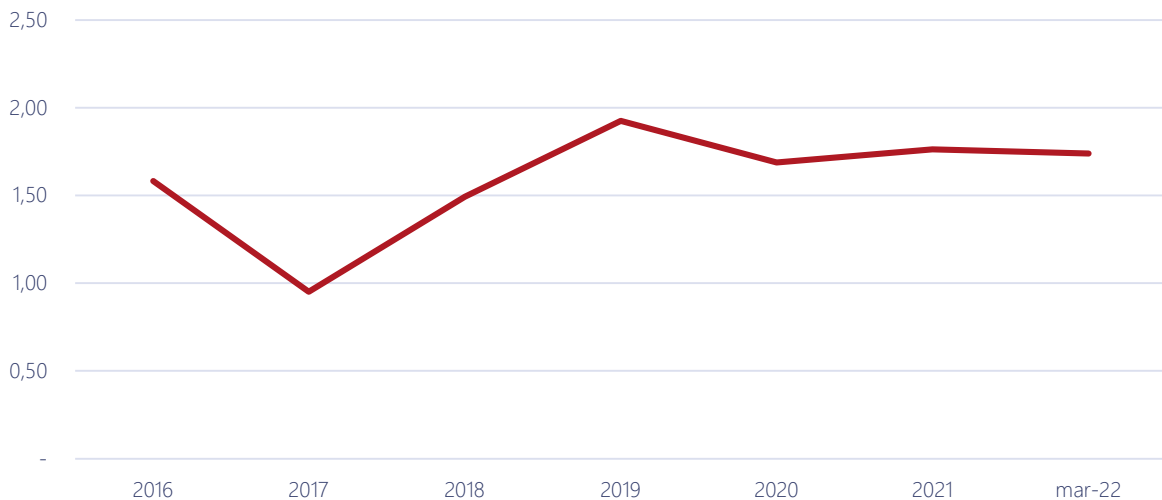


Ilustración 4: Endeudamiento de Patio Comercial

Liquidez

El indicador de liquidez, exceptuando el año 2020 donde alcanzó un máximo histórico de 1,55 veces, se ha mantenido siempre bajo la unidad, registrando a marzo de 2022 un valor de 0,66 veces. La trayectoria de la liquidez se muestra en la Ilustración 5.

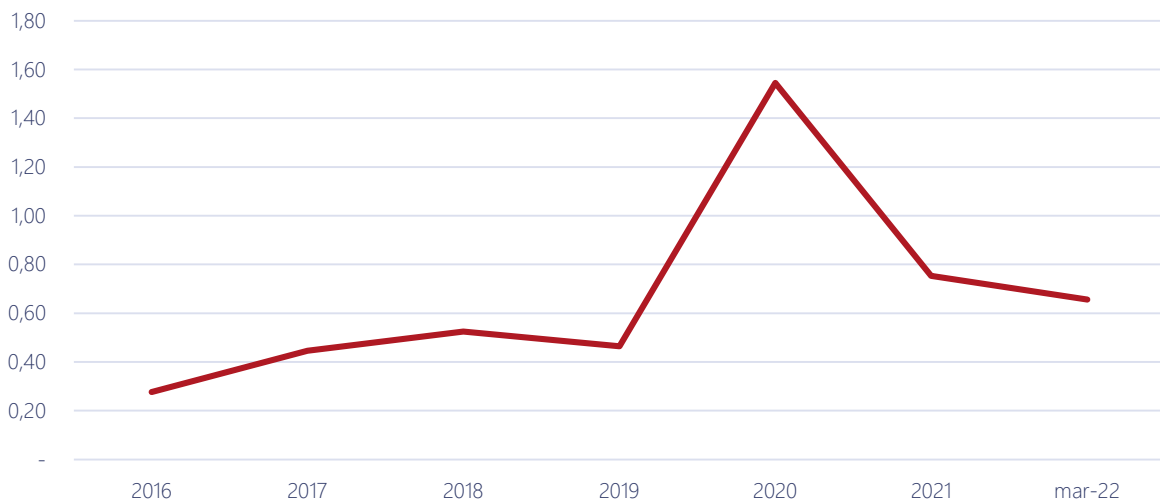


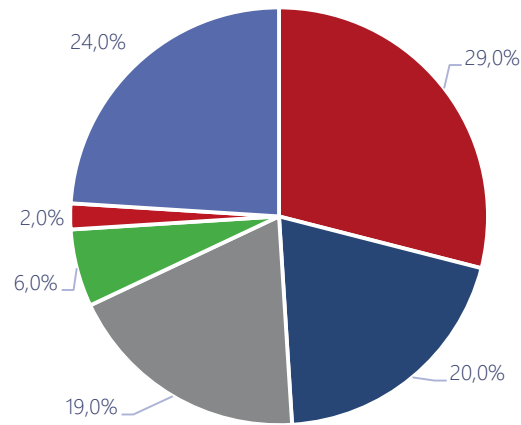
Ilustración 5: Relación de liquidez de Patio Comercial

"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."

Anexo N°1

Distribución de superficie arrendable por región y tipo

Región	%
RM	56,1%
II	17,2%
IX	9,6%
X	6,4%
IV	4,4%
V	2,2%
VIII	1,9%
VI	1,0%
XIV	0,6%
III	0,5%



■ Vecinal ■ Outlet ■ Oficinas ■ Stand Alone ■ Strip Center ■ Bodegas