



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Rentas e Inversiones Baker SpA

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Ignacio Muñoz Quezada
Hernán Jiménez Aguayo
ignacio.munoz@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Febrero 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	AA- Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2022

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 ¹	2020	2021	sept-22
Ingresos de actividades ordinarias	565.931	7.005.885	7.608.636	6.941.458
Gastos de administración	-35.173	-1.259.142	-1.782.637	-1.724.890
Otras ganancias (pérdidas)	0	-2.158	3.204.893	5.467.531
Costos financieros	-34.053	-501.558	-387.768	-132.256
Utilidad del ejercicio	216.821	2.252.898	3.909.523	3.415.851

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS				
M\$ de cada año	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	798.030	4.422.133	10.148.375	6.864.879
Activos no corrientes	61.302.916	60.742.279	116.186.966	124.566.390
Total activos	62.100.946	65.164.412	126.335.341	131.431.269
Pasivos corrientes	536.049	29.653.912	1.675.043	528.356
Pasivos no corrientes	30.781.904	2.474.609	87.727.946	89.655.149
Patrimonio	30.782.993	33.035.891	36.932.352	41.247.764
Total patrimonio y pasivos	62.100.946	65.164.412	126.335.341	131.431.269

¹ Los EEFF de diciembre 2019 corresponden a EEFF Consolidados y abarcan solamente un mes de operación.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Rentas e Inversiones 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 derechos constituidos sobre los mismos, además de su administración para la obtención de rentas que deriven de estos bienes.

Al cierre de septiembre de 2022, **Baker** obtuvo ingresos por \$6.941 millones, un 24,34% mayor a lo registrado al mismo periodo en 2021, presentaba una deuda financiera de \$68.334 millones y un nivel de patrimonio de \$41.248 millones.

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 garantizan la deuda actual, se valoricen en torno a 1,89 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, empresa relacionada a Baker y ligada a la distribución y comercialización de combustibles y lubricantes. Estas estaciones de servicios, que operan bajo la marca Petrobras, representan el 90,25% 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 posee una clasificación de riesgo en “Categoría AA-” (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).

Otro aspecto positivo que se destaca son las características propias del negocio, las que una vez que se materializan las inversiones, permiten que el flujo de caja operacional de la empresa sea elevado en relación con su nivel de ingreso, logrando alcanzar un margen EBITDA cercano al 75%, 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 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**. 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.

Por último, la perspectiva de la clasificación se asigna como “*Estable*” por cuanto no se visualizan cambios que puedan afectar la clasificación en el mediano plazo.

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.

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.

Hechos recientes

Resultados a septiembre 2022

Al cierre de septiembre de 2022, **Baker** presentó ingresos por \$6.941 millones, lo que representa un aumento del 24,34% con respecto al mismo periodo del 2021. Los gastos de administración se incrementaron en un 39,37%, alcanzando los \$1.725 millones. Por su parte, los costos financieros totalizaron \$132 millones.

Baker finalizó el tercer trimestre de 2022 presentando activos por \$131.431 millones, pasivos por \$90.183 millones y un patrimonio de \$41.248 millones.

Oportunidades y fortalezas

Alta capacidad de generación de flujos: Los ingresos de **Baker** al cierre del tercer trimestre de 2022 presentaron un incremento de un 24,34% con respecto al mismo periodo en 2021 y, adicionalmente, de las 89 propiedades de inversión que posee **Baker**, 85 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 16 años. Esto favorece la estabilidad de los ingresos y permite proyectarlos a largo plazo. En particular que la deuda es de corto plazo.

Solvencia de los arrendatarios: El principal arrendatario de **Baker** es Esmax Distribución SpA, el cual concentra el 90,25% 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, un 35,96% en la Región Metropolitana y las restantes en distintas regiones del país. Aproximadamente un 92% se encuentran ubicados en zonas urbanas con alto tráfico vehicular.

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 90,25% 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 incorporeales, 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 01 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.

Distribución de los flujos

Baker cuenta con 89 propiedades, y 85 son arrendados a su principal cliente, Esmax Distribución SpA, para las estaciones de servicio de Petrobras y sus tiendas de conveniencia Spacio 1. Estos terrenos se encuentran distribuidos por todo el país, concentrando solo un 36% de estos en la Región Metropolitana; adicionalmente, cerca de un 92% se encuentran localizados en zonas urbanas con gran tráfico vehicular y afluencia de público.

Esmax Distribución SpA representa un 90,25% 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 de espacios comerciales a cadenas de restaurantes, farmacias, entre otros.

En términos de los activos de **Baker**, se puede apreciar una adecuada atomización de estos; donde el principal representa el 3,30% de los ingresos por arriendo, mientras que los cinco principales un 14,31%. La Ilustración 1 presenta la distribución de los ingresos generados por el arriendo de los principales activos de la compañía.

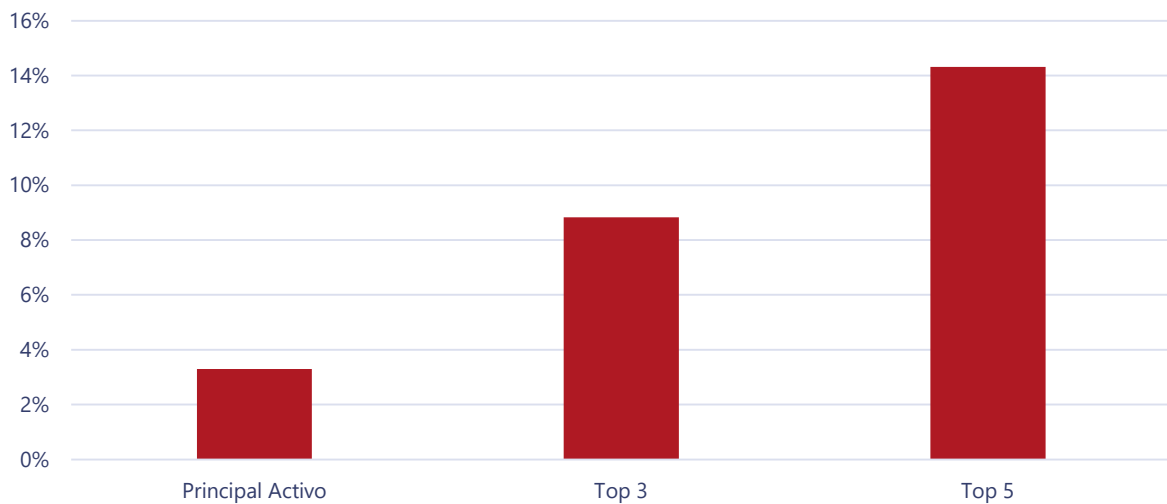


Ilustración 1: Distribución de ingresos de los principales activos

Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA²

Durante el 2021, los ingresos de **Baker** presentaron un aumento del 4,95% con respecto a lo registrado en 2020. Al cierre del tercer trimestre de 2022 (año móvil), la compañía totalizó ingresos de actividades ordinarias por \$9.445 millones. En cuando al margen EBITDA, este ha alcanzado niveles superiores al 70%, llegando a un 74,76% al cierre de septiembre de 2022. La Ilustración 2 presenta la evolución de estos indicadores.

² Valores ajustados por IPC.

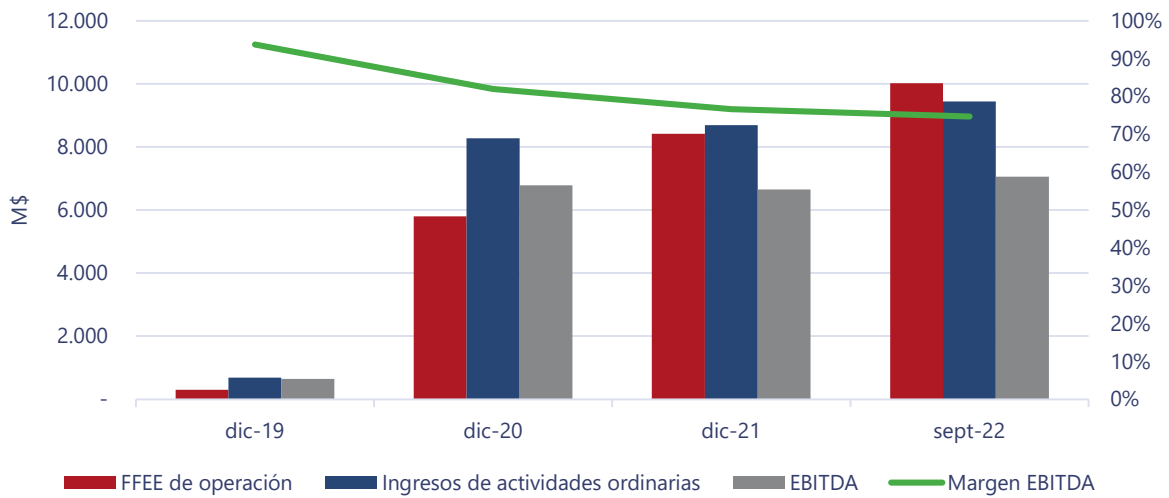


Ilustración 2: Ingresos y EBITDA de los activos de la compañía, trimestre últimos doce meses

Endeudamiento

El nivel de endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, al cierre de 2021 presentó un aumento con respecto a 2020, pasando de las 0,97 veces a 2,43 veces, lo que se explica principalmente por el aumento realizado en abril de 2021 del capital de la deuda que mantenía la compañía en pesos. Al cierre del tercer trimestre de 2022, el endeudamiento de **Baker** alcanzó las 2,19 veces. La evolución del endeudamiento se presenta en la Ilustración 3.

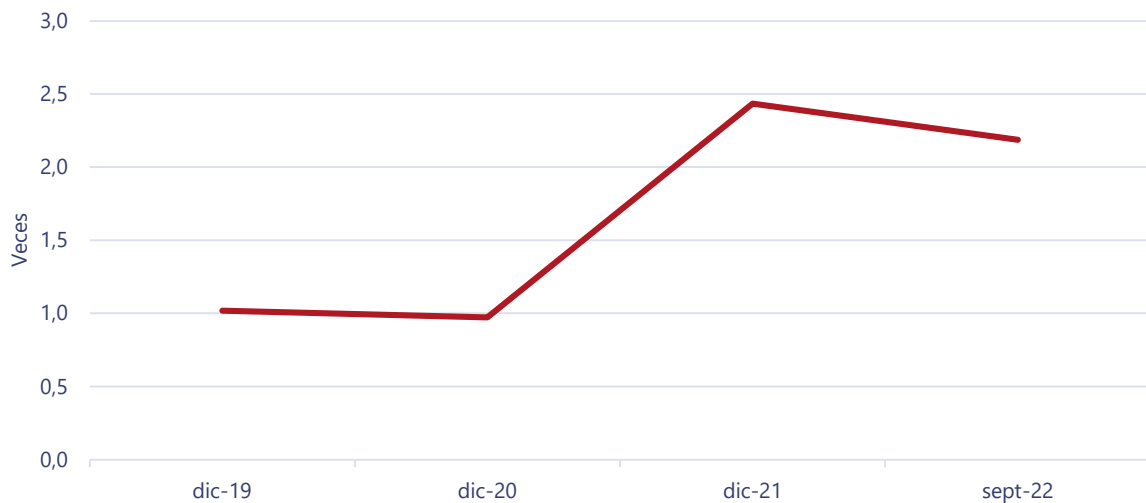


Ilustración 3: Endeudamiento

Tal como se puede apreciar en la Ilustración 4, los niveles actuales de EBITDA y flujo de caja de largo plazo (FCLP³) no serían suficientes para hacer frente al pago existente en 2024 dada la estructura de deuda actual; sin embargo, bajo criterio de la clasificadora, **Baker** no tendría dificultad para poder refinanciar este vencimiento en base a los activos con que cuenta la compañía.



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 esperado de la misma (supuesto **Humphreys**), y el valor de la deuda financiera, sin considerar los flujos que se generarían con posterioridad al vencimiento de la deuda (año 2024). 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 Baker, este indicador alcanza las 0,33 veces; sin embargo, si dentro de los flujos se incorporan aquellos a generar a partir del año 2024, considerado la valorización de los activos, 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.

Tal como se mencionó anteriormente, considerando que las deudas, lo más probable, tendrían que ser refinanciadas, se ha efectuado la determinación del ICG para distintos niveles de castigos para dichos flujos y distintos costos de financiamiento, manteniendo constante el saldo insoluto de los pasivos. Para efectos de la determinación del valor actual, se toma como referencia los últimos flujos generados por la compañía.

³ El FCLP se puede interpretar como el resultado operacional, más depreciación y amortización, menos gastos financieros e impuestos. Sin embargo, no se trabaja con el resultado operacional de un año determinado, sino con uno teórico estimado en base al comportamiento pasado de la compañía evaluada. Los gastos financieros e impuestos tampoco corresponden a un ejercicio en particular, sino al que pagaría la empresa dado su endeudamiento y costo financiero vigente, a la tasa impositiva del momento y al resultado operacional teórico.

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.

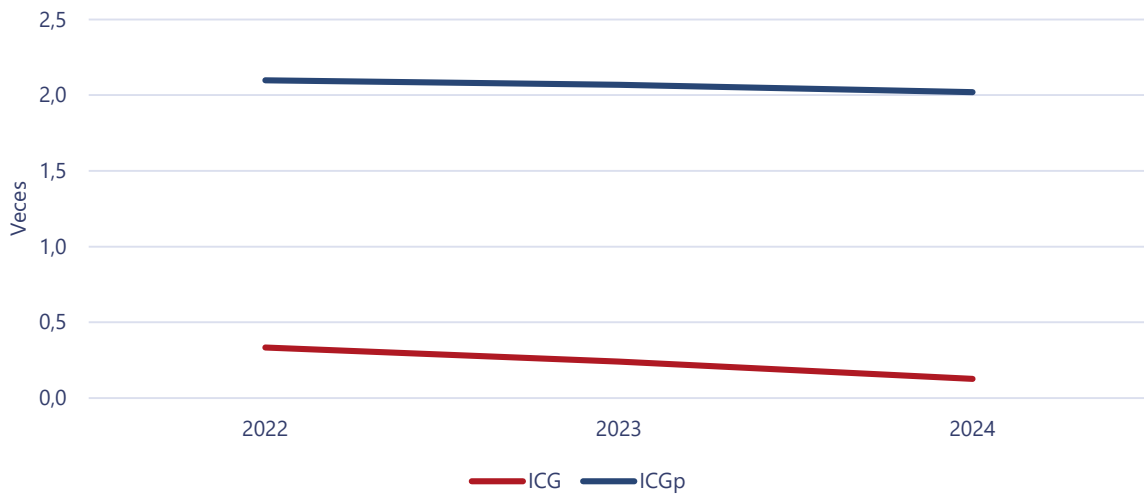


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global de la deuda

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

ICP Tasa Interés	Castigo de Flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
3,5%	2,77	2,62	2,48	2,33	2,04	1,75	1,46
4,0%	2,42	2,29	2,17	2,04	1,78	1,53	1,27
4,5%	2,15	2,04	1,93	1,81	1,59	1,36	1,13
5,0%	1,94	1,84	1,73	1,63	1,43	1,22	1,02
5,5%	1,76	1,67	1,58	1,48	1,30	1,11	0,93
6,0%	1,61	1,53	1,44	1,36	1,19	1,02	0,85

Liquidez

La liquidez de **Baker**, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, al cierre de 2021 presentó un aumento con respecto a 2020, pasando de 0,15 veces a 6,06 veces, explicado por la modificación en el plazo de la deuda en 2021. Al cierre del tercer trimestre de 2022, la liquidez alcanzó las 12,99 veces. La evolución del indicador de liquidez se presenta en la Ilustración 6.

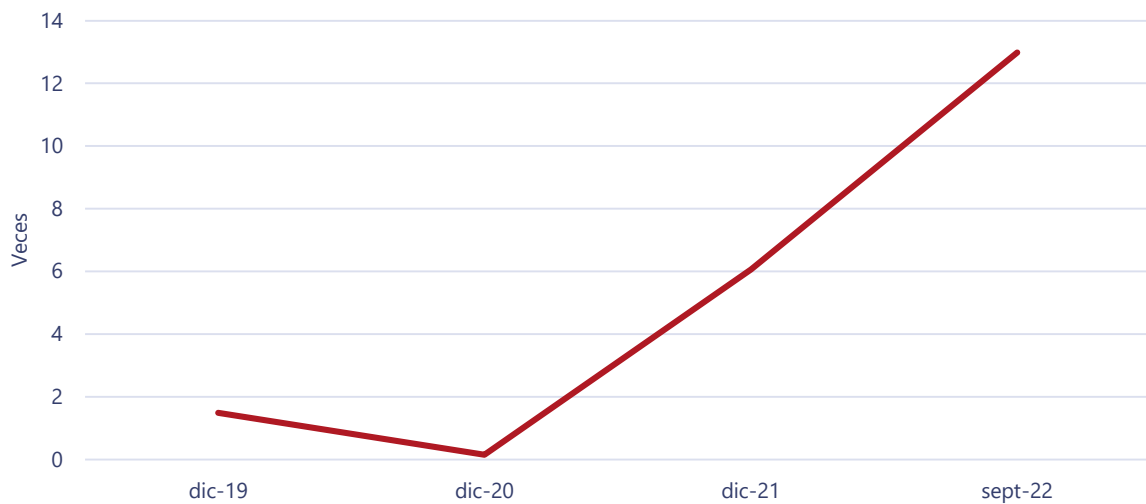


Ilustración 6: Liquidez

Rentabilidad

El indicador de rentabilidad de los activos de **Baker**, al cierre del tercer trimestre de 2022, alcanzó un 4,05%. A la misma fecha, la rentabilidad sobre patrimonio y rentabilidad operacional fueron de 12,91% y 102,85%, respectivamente. La evolución de estos indicadores se presenta en la Ilustración 7.

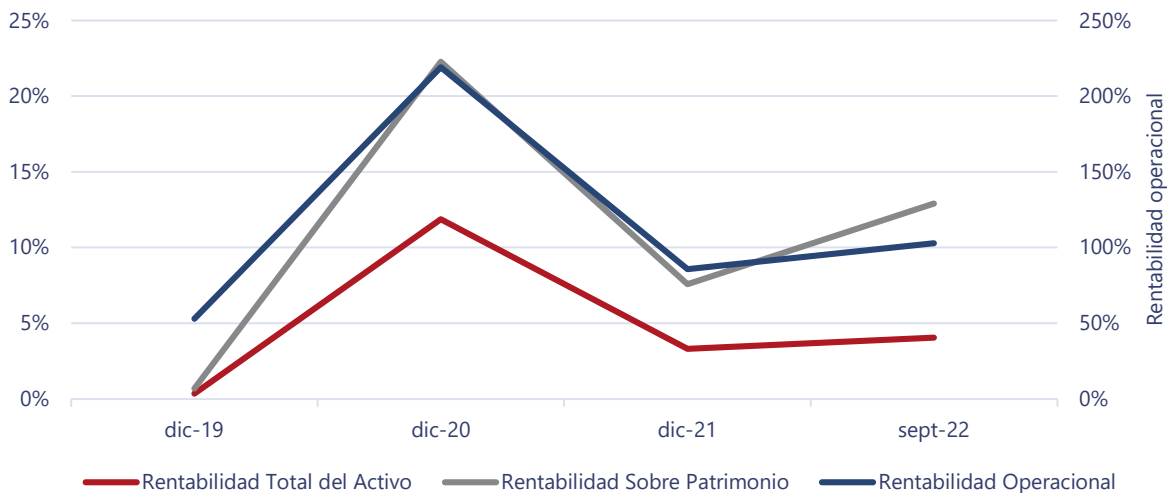


Ilustración 7: Rentabilidad

"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."