MEDIO: PORTAL INVESTING.COM

FECHA: 13/OCTUBRE/2020

Fitch Califica en 'AA-(mex)' Emisión de CBF de Fibra Nova

Fitch Ratings - Monterrey - 13 Oct 2020: Fitch Ratings asignó una calificación en escala nacional de largo plazo a Fideicomiso 2870 Fibra Nova (Fibra Nova) en 'AA-(mex)'. La Perspectiva es Estable. Al mismo tiempo, asignó una calificación de 'AA-(mex)' a la emisión propuesta de certificados bursátiles fiduciarios (CBF) FNOVA 20 por hasta MXN2,250 millones.

Las calificaciones se fundamentan en el portafolio de Fibra Nova con activos diversificados en los segmentos industrial, de logística, educación, comercial y de oficinas, la duración promedio larga de sus contratos de arrendamiento, su modelo de negocio enfocado en el desarrollo de propiedades built to suit y sus tasas de ocupación altas. Las calificaciones también reflejan su perfil financiero fuerte con márgenes EBITDA altos, apalancamiento neto, medido como deuda neta a EBITDA, esperado en el mediano plazo de alrededor de 4.5 veces (x) y liquidez adecuada.

Por su parte, las calificaciones están limitadas por la escala de negocio que se refleja en cierto grado de concentración en propiedades, inquilinos y por geografía. Entre las mitigantes para este factor se incluyen la calidad buena de los inquilinos y las garantías corporativas contenidas en los contratos.

La estrategia de crecimiento de Fibra Nova se enfoca al desarrollo de inmuebles, principalmente en el segmento industrial, que le permitan mantener la contribución a ingresos por tipo de inmueble similar a la actual. En opinión de Fitch esto resultaría en un índice de NOI sobre Inversión similar al registrado históricamente por Fibra Nova.

Los recursos procedentes de la emisión propuesta de CBF FNOVA 20 por hasta MXN2,250 millones serán utilizados para el refinanciamiento de pasivos existentes, adquisición o desarrollo de nuevos activos inmobiliarios y para otros fines corporativos generales.

FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

Portafolio con Ingresos Estables: Los contratos de arrendamiento de largo plazo, pactados con clientes que cuentan con calidad crediticia sólida, le brindan estabilidad de ingresos a Fibra Nova. Los contratos usualmente cuentan con garantías corporativas de empresas internacionales bajo la modalidad de triple neto, en donde el arrendatario cubre los gastos por impuesto predial, seguros y mantenimiento. Al cierre del 30 de junio de 2020, Fibra Nova contaba con 97 propiedades con 342.7 mil metros cuadrados de área bruta rentable (ABR). El portafolio está enfocado principalmente al segmento industrial dónde genera alrededor de 57.5% de sus ingresos. En menor medida, el segmento educativo genera 15.9% de sus ingresos, el de oficinas 13.4%, el de logística 7.1% y el comercial 6.2%. A la misma fecha, los contratos de arrendamiento tenían una vida remanente promedio de 6.5 años. Además, Fibra Nova tiene un calendario de vencimientos de contratos escalonado que le brinda estabilidad de ingresos; en términos de ingresos anuales, 3.4% tienen vencimiento durante 2021, 5.0% en 2022, 4.8% en 2023, 4.0% en 2024 y 82.8% de los ingresos corresponde a contratos con vencimiento posterior a 2026.

Efectos Manejables por Emergencia Sanitaria: Las medidas de distanciamiento social implementadas por el Gobierno mexicano ante la contingencia sanitaria no tuvieron un impacto relevante en los ingresos por arrendamiento de Fibra Nova. El segmento educativo estuvo expuesto a cierres parciales de instalaciones ante las disposiciones de autoridades locales. Fibra Nova realizó convenios con arrendatarios del segmento educativo para el diferimiento de hasta 25% de la renta correspondiente abril, mayo y junio de 2020. Al 30 de junio de 2020, esto representó un diferimiento de 3.9% de las rentas totales acumuladas de Fibra Nova en los primeros seis meses del año y no implicó condonación o reducción de renta. Al 30 de julio del presente año, las rentas diferidas pendientes de recuperar representaban 1.7% de la cobranza total de los primeros seis meses del año. Dentro del portafolio de la fibra, el segmento educativo representa 15.9% de la renta base anual.

Concentración de Ingresos: Fitch considera que Fibra Nova presenta una granularidad limitada en su portafolio dada la concentración por propiedad, geográfica e inquilino. Al 30 de junio de 2020, las 10 propiedades principales concentraron alrededor de 64.4% y 69.4% del ABR y renta base anual, respectivamente. A la misma fecha, alrededor de 52.8% de los ingresos anualizados se generan en Chihuahua, 14.0% en Michoacán y 11.3% en Querétaro. Fitch estima que la compañía logrará una diversificación mayor de su portafolio en la medida en que ejecute su plan de crecimiento.

Los cinco principales clientes representan 55.0% de los ingresos anualizados. Al 30 de junio de 2020 los contratos de arrendamiento celebrados por subsidiarias de Grupo Bafar (parte relacionada) representan 42.7% de las rentas anualizadas. Por otra parte, los contratos de arrendamiento celebrados por subsidiarias de Laureate Education México,

el segundo inquilino más importante, a la misma fecha representan 16.2% de los ingresos. Estos contratos de arrendamiento cuentan con la garantía corporativa de Grupo Bafar y la obligación solidaria de Laureate Education México, respectivamente.

Márgenes Operativos Fuertes: El margen EBITDA de Fibra Nova es mayor al de empresas comparables, en parte por su estructura operativa delgada, la naturaleza de los contratos y por su estrategia de construcción de propiedades built to suit, que se refleja en tasas altas de ocupación. Las actividades de administración y asesoría se realizan de manera interna, lo cual le permite mantener una estructura de costos principalmente fijos y generar eficiencias y economías de escala. Los contratos con características de triple neto mantienen costos bajos para la fibra. El margen EBITDA, según números reportados, para los últimos doce meses (UDM) terminados el 30 de junio de 2020 fue de 90.3%, en línea con el margen reportado desde el inicio de la fibra a finales de 2017. El modelo de negocio contempla propiedades construidas bajo especificaciones de los arrendatarios y un nivel bajo de construcción especulativa. Durante los últimos tres años, Fibra Nova ha mantenido una ocupación promedio de 100% sobre el ABR.

Niveles Adecuados de Apalancamiento: Fitch estima que el apalancamiento, medido como deuda neta a EBITDA, de Fibra Nova se ubicará en 4.5x en el mediano plazo conforme despliegue su plan de inversión de capital. La proyección toma en cuenta que el crecimiento en los siguientes dos a tres años será financiado principalmente con deuda. Fitch estima que la cobertura de EBITDA a intereses pagados será superior a 4.0x durante el horizonte de calificación. Por otro lado, Fitch considera para la calificación el refinanciamiento de los créditos de corto plazo, con lo cual el plazo promedio de las amortizaciones de manera proforma pasaría de 4.5 años a 6.7 años.

Fibra Nova tiene una exposición moderada a movimientos en el tipo de cambio. Al 30 de junio de 2020, 37.8% de los ingresos estaban denominados en dólares estadounidenses, mientras que 88.6% de la deuda estaba denominada en esta moneda. En el caso base estimado por Fitch, el EBITDA generado en dólares estadounidenses es suficiente para cubrir el servicio de deuda en dólares estadounidenses.

SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

--ejecución exitosa del plan de crecimiento durante el horizonte de calificación, de tal manera que aumente la escala del portafolio en operación y reduzca la concentración de ingresos por inquilino y por propiedad;

--mantener un apalancamiento neto cercano a 4.0x de forma sostenida, incluye períodos de inversión;

--disminución importante en la proporción de activos gravados;

--mantener un perfil de liquidez adecuado.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

--concentración mayor de ingresos por inquilino y/o por propiedad.

--deterioro en la rentabilidad que resulte en un margen de EBITDA por debajo de 85% de forma sostenida;

--nivel mayor de apalancamiento neto en rangos superiores a 5.0x de forma sostenida;

--pago de dividendos consistentemente superior a 100% del flujo generado por operaciones (FGO), que resulten en un debilitamiento en la estructura de capital;

--perfil de liquidez debilitado;

--cobertura de EBITDA a intereses pagados de 3.0x o inferior;

--cobertura de activos no gravados a deuda quirografaria igual o inferior a 2.0x.

DERIVACIÓN DE CALIFICACIÓN

Al 30 de junio de 2020, Fibra Nova operaba un portafolio de 97 propiedades con una ABR de 342.7 mil metros cuadrados. El segmento industrial representaba 63.2% de su ABR, logística 10.6%, educación 12.6%, comercial 6.8% y oficinas 6.8%. A la misma fecha, Banco Invex, S.A. Fideicomiso F/2157 (Fibra MTY) [AA(mex) Perspectiva Estable] contaba con un portafolio de 58 propiedades y una ABR de 708.5 mil metros cuadrados. El segmento industrial de Fibra MTY representaba 74% de los metros cuadrados, oficinas 23% y el restante 3% corresponde al segmento comercial. El Fideicomiso Irrevocable Numero F00854 (Fibra Shop) [AA-(mex) Perspectiva Negativa] tenia 18 propiedades comerciales y una ABR administrada de 620.9 mil metros cuadrados. Banamex Fibra Danhos, Fideicomiso 17416-3 (Fibra Danhos) [AAA(mex) Perspectiva Estable] contaba con 14 propiedades en operación y una ABR de 891.7 mil metros cuadrados. Del ABR del portafolio de Danhos 66% corresponde al segmento comercial, 30% a oficinas y 3% a hoteles. Por su parte,

Fibra Terrafina (Terrafina, calificado en escala internacional en 'BBB-' con Perspectiva Estable) reportó a esa fecha 289 propiedades industriales desarrolladas con una superficie rentable de 3.9 millones de metros cuadrados; el segmento industrial de Fibra UNO [AAA(mex) Perspectiva Negativa] contaba con 5.6 millones de metros cuadrados.

El portafolio de Fibra Nova presenta una concentración por inquilinos al agrupar clientes por compañías afiliadas. Los contratos de arrendamiento celebrados por subsidiarias de Grupo Bafar en conjunto representan 42.7% de los ingresos anualizados. La calidad buena de los inquilinos y las garantías corporativas contenidas en los contratos mitigan el riesgo por concentración. Los portafolios de Fibra Shop y Danhos presentan concentración de ingresos por propiedad al tener un número menor de estas que Fibra Nova y Fibra MTY. En términos de perfil de los inquilinos, Fibra Shop se concentra en el segmento comercial, mientras que Danhos está diversificado en comercial, oficinas y hospedaje. El portafolio industrial y de logística de Fibra Nova y Fibra MTY les brinda mayor estabilidad en los ingresos y contratos de arrendamiento de mayor plazo. Terrafina y Fibra Uno no presentan concentraciones significativas.

El margen EBITDA de Fibra Nova es más alto que el de empresas comparables, por su estructura delgada, administración y asesoría internas. Fitch espera que la rentabilidad de Danhos y Fibra Shop se sitúe en 64% y 72% en el mediano plazo, respectivamente. En opinión de Fitch, la escala y los gastos por la asesoría externa inciden en el margen de estas fibras. Fitch estima que el margen de Fibra MTY se mantendrá alrededor de 81.5% en los siguientes años.

Fitch estima que el apalancamiento neto de Fibra Nova se situaría en 4.5x en el mediano plazo. De igual manera, el escenario base de calificación de Fibra MTY calcula que el apalancamiento neto será de alrededor de 4.5x. Fitch estima que la estrategia de crecimiento financiado principalmente con deuda de Fibra Nova resultará en una razón de deuda neta a activos (LTV; loan-to-value) de alrededor de 40%, mientras que la estrategia de financiamiento de Fibra MTY compuesto por una mezcla de deuda y capital le permitirá alcanzar LTV de alrededor de 35%. La expectativa de apalancamiento neto para Fibra Shop es que alcance 5.5x durante 2021 y 2022. El apalancamiento bruto (deuda Total a EBITDA) esperado de Fibra Danhos en el mediano y largo plazo es inferior a 2.0x.

SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos utilizados dentro del caso base de Fitch incluyen:

--las rentas por metro cuadrado aumentan en línea con la inflación;

--tasas de ocupación del portafolio continúan en alrededor de 100%;

--margen EBITDA continúa alrededor de 90%;

--inversiones en capital financiadas con deuda;

--refinanciamiento de créditos de corto plazo;

--apalancamiento neto entre 4.0x y 5.0x;

--LTV tiende a estar alrededor de 35%.

LIQUIDEZ Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA

Liquidez Adecuada: Durante marzo de 2020 Fibra Nova dispuso de su línea de crédito con Bancomext para refinanciar vencimientos de corto plazo, extendiendo el perfil de vencimientos de deuda. La liquidez de la fibra se complementa por sus líneas de crédito disponibles por USD103 millones al 30 de junio de 2020. A la misma fecha, 75.9% de las propiedades de inversión se encuentran libres de gravamen lo cual le brinda flexibilidad financiera a la fibra en un escenario de actividad económica baja y acceso limitado a distintas fuentes de fondeo. Fitch estima que la cobertura de activos libres de gravamen a deuda no garantizada será mayor a 3.0x durante el horizonte de calificación.