

## Fitch Asigna Calificación 'AA-(mex)' a Emisiones Propuestas de Fibra Shop

Fitch Ratings asignó calificaciones de largo plazo en escala nacional a las siguientes emisiones propuestas de Certificados Bursátiles Fiduciarios (CBFs) de CI Banco, S.A. Institución de Banca Múltiple, Fideicomiso Irrevocable Número F00854 (Fibra Shop):

- Calificación de certificados bursátiles fiduciarios FSHOP 19 con vencimiento de hasta 4 años en 'AA-(mex)';
- Calificación de certificados bursátiles fiduciarios FSHOP 19U con vencimiento de hasta 6 años en 'AA-(mex)'.

Las emisiones de CBFs, FSHOP 19 y FSHOP 19U, correspondientes a la cuarta y quinta bajo el Programa de Certificados Bursátiles Fiduciarios a ser ampliado hasta un monto de MXN9 mil millones, se llevarán a cabo de forma paralela y bajo la modalidad de vasos comunicantes, de manera que el monto conjunto de las mismas no podrá rebasar MXN3,000 millones. Ambas emisiones serán quirografarias de largo plazo y con el pago de principal en una sola exhibición en la fecha de vencimiento. Los recursos netos que obtenga Fibra Shop serán destinados principalmente para el refinanciamiento de pasivos existentes, mediante adquisición de los Certificados de Adquisición Recíproca con clave de pizarra FSHOP 15, así como para usos corporativos generales.

Las calificaciones de Fibra Shop reflejan la expectativa de Fitch de un apalancamiento medido como deuda neta a EBITDA que se mantendrá por arriba de 5.5 veces (x) durante el horizonte de calificación. Fitch estima que el desapalancamiento se dará a partir de 2019, conforme los proyectos de coinversión y de expansión entren en operación y comiencen a contribuir en la generación de flujo de la compañía. Fitch espera que la contribución de las propiedades y coinversiones en las que Fibra Shop ha invertido en los últimos años se estabilice hacia 2020–2021, período en el cual el endeudamiento medido como deuda a valor de activos (LTV; por sus siglas en inglés) será ligeramente superior a 40%.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

#### **Incremento en Apalancamiento:**

Dentro de su escenario base de calificación, Fitch estima que el apalancamiento neto disminuirá de 7.7x registrado al cierre de 2018, sin embargo este continuará superior a 5.5x durante el horizonte de calificación. Este indicador se fortalecerá en la medida que los proyectos de coinversión y de expansión inicien operaciones y comiencen a contribuir en la generación de flujo de la compañía. Se espera que los centros comerciales en coinversión, Sentura Tlalnepantla en el área metropolitana de Ciudad de México y La Perla en Guadalajara, alcancen estabilidad de flujos durante los próximos 24 a 36 meses. Fitch contempla que el EBITDA será de alrededor de MXN1,100 millones al cierre de 2019, al incorporar los ingresos provenientes de los proyectos de coinversión, el aumento en el área bruta rentable (GLA, por sus siglas en inglés) por mejoras y expansiones al portafolio actual, así como de mejoras en la rentabilidad derivadas de los ahorros netos en la comisión anual pagada al asesor.

#### **Reducción de Comisiones Anuales:**

Fibra Shop adquirió 40% de su compañía asesora, lo que reduce la comisión anual neta y genera una mejora en su margen de EBITDA. La estructura de administración de Fibra Shop, como la mayoría de las fibras en México, tiene una estructura administrada externamente con un esquema de diversas comisiones cobradas por la gestión y asesoramiento a la empresa. Fibra Shop cuenta con una estructura simple de comisiones, con un pago único anual de 7.5% del ingreso operativo neto (NOI, por sus siglas en inglés). Tras adquirir 40% de su asesor por MXN215 millones, la comisión neta pagada por Fibra Shop será equivalente a 4.5% del NOI. Para los últimos 12 meses (UDM) al cierre de marzo de 2019, el margen de EBITDA proforma fue de 73.0%, sin considerar el resultado de la venta del inmueble denominado Urban Center Condesa. Fitch estima que el margen continúe en niveles de alrededor de 73% y que estos podrían ser superiores en el mediano plazo.

#### **Escala de Negocio Limitada:**

La concentración en la generación de ingresos y EBITDA por propiedad podrá disminuir en la medida en que los dos

centros comerciales bajo el esquema de coinversión contribuyan a la generación de flujos de la fibra. Las proyecciones de Fitch contemplan que Sentura Tlalnepantla y La Perla alcanzarán estabilidad en los próximos 24 a 36 meses. En opinión de la agencia, la escala de negocio de Fibra Shop limita sus calificaciones dada la concentración en sus 18 centros comerciales al primer trimestre de 2019. Alrededor de 57.54% de los ingresos de Fibra Shop provienen de sus cinco plazas principales. La estrategia de enfocarse en bienes raíces de giro comercial, desde la perspectiva de Fitch, le ha permitido a Fibra Shop alcanzar una escala mayor de negocio, la cual cobra relevancia para poder ejecutar apropiadamente otros componentes de la estrategia de negocio y brindar precios de renta competitivos.

#### **Calidad y Diversificación de Inquilinos Alta:**

El portafolio de inquilinos de Fibra Shop cuenta con una diversificación alta. En opinión de Fitch, esta diversificación del ingreso por inquilino protege la generación de flujo de efectivo durante ciclos económicos bajos que se presentan por región y reduce el riesgo de crédito entre inquilinos. En conjunto, los 10 inquilinos más importantes representaban 25.02% de los ingresos al primer trimestre de 2019. Fitch estima que más de 19.43% de las rentas de Fibra Shop a esa fecha provenía de empresas con perfiles financieros fuertes, incluyendo Cinépolis de México, S.A. de C.V. con 4.99%, El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V. con 3.87% [AAA(mex)/Estable], Sears y Sanborns (3.47%) como subsidiarias de Grupo Carso, S.A.B. de C.V. [AAA(mex)/Estable], Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V. en sus diferentes formatos de tienda (2.41%), Grupo Gigante, S.A.B. de C.V. (2.15%), Alsea, S.A.B. de C.V. con 1.60% [A+(mex)/Estable], Organización Soriana, S.A.B. de C.V. (0.94%) [AA+(mex)/Estable], entre otras. Aunado a lo anterior, más de 69% de las rentas provienen de inquilinos que contribuían con menos de 1% del total de los ingresos. La compañía cuenta con una base de inquilinos sólida y los vencimientos anuales de arrendamientos escalonados adecuadamente: 10% en 2019, 12% en 2020, 16% en 2021 y 13% en 2022.

#### **Ocupación Alta y Rentas con Tarifas Competitivas:**

La estrategia de Fibra Shop se enfoca en identificar, adquirir y administrar centros comerciales diversos a través de las plataformas propias denominadas Fashion Mall, Power Center y Community Center. Desde la perspectiva de Fitch, esta especialización le permite ubicar propiedades que, al incorporarlas a su portafolio, pueden generar una rentabilidad mayor en su cartera. Esta estrategia se ha traducido en niveles altos de ocupación, una vez incorporadas las propiedades a su portafolio. Al cierre de marzo de 2019, la ocupación promedio de las propiedades de Fibra Shop fue de 95.8%, similar a 95.4% reportado en el mismo período del año previo.

Fitch considera la ocupación como una variable clave en el desempeño de Fibra Shop. El entorno de negocios podría volverse desfavorable debido a reducciones en el indicador de confianza del consumidor y potencial de un ingreso disponible menor de la población.

## **RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LAS CALIFICACIONES**

Fibra Shop está especializada en la adquisición y administración de centros comerciales. Las tasas de ocupación del portafolio de Fibra Shop son similares a aquellas reportadas por otras fibras que operan en México. El margen de EBITDA se ha fortalecido hacia los niveles de la industria. Sin embargo, las calificaciones de Fibra Shop están limitadas por la concentración de ingresos en sus cinco principales activos y por la debilitada razón de apalancamiento neto producto de la estrategia de fondeo para el plan de crecimiento del emisor.

La tasa de ocupación reportada para el portafolio consolidado de Fibra Shop en el primer trimestre de 2019 fue de 95.8%, favorable respecto a la ocupación promedio de Fibra Danhos [AAA(mex)/Estable] de alrededor de 90.8% y es muy similar a la ocupación promedio de Fibra UNO [AAA(mex)/Estable] de 95.4%. La reciente adquisición de 40% de su compañía asesora generó mejoras en la rentabilidad, medida como margen de EBITDA. El escenario base de Fitch contempla un margen de EBITDA de alrededor de 73% para el horizonte de calificación, con respecto a los márgenes históricos cercanos a 66%. El margen proyectado de Fibra Shop es favorable comparado con el de Fibra Danhos. Fitch estima que la rentabilidad de esta última estará en niveles de alrededor de 65% en el mediano a largo plazo. El margen de EBITDA de Fibra Danhos está limitado por la escala de su portafolio y por su enfoque en el desarrollo de propiedades. El tamaño del portafolio de Fibra UNO le permite lograr economías de escala y obtener márgenes superiores a 75%.

El número de propiedades en el portafolio de Fibra Shop es comparable con el de Fibra Danhos (14 propiedades) e inferior al de Fibra UNO (536 propiedades). En términos de GLA, el portafolio de Fibra Shop opera una cantidad menor de metros cuadrados, ya que actualmente cuenta con 540.45 mil metros cuadrados frente a los 882.2 mil metros cuadrados de Fibra Danhos y que los 8.7 millones de metros cuadrados de Fibra UNO. Considerando expansiones en proceso y las plazas administradas bajo el esquema de coinversión, Fibra Shop administra 782.3 mil metros cuadrados. Fibra Shop y Fibra Danhos presentan concentración de ingresos por propiedad; alrededor de 57.54% de los ingresos de Fibra Shop provienen de las cinco propiedades principales y en el caso de Fibra Danhos esta proporción es de 54.2%. El apalancamiento actual y esperado de Fibra Shop es más débil que el de Fibra Danhos (expectativa de deuda total a EBITDA de alrededor de 2.0x) y podría llegar a ser similar a Fibra UNO, aunque este último cuenta con un portafolio más diversificado por inquilino, geografía y tipo de inmueble.

## SUPUESTOS CLAVE

---

Los supuestos clave de Fitch dentro de su caso base para las calificaciones de Fibra Shop incluyen:

- crecimiento en ventas impulsado por aumento en metros cuadrados de ampliaciones al portafolio actual;
- aumento en precio promedio de venta superior a la inflación;
- mejora en el margen de EBITDA por cambios en la comisión neta pagada al asesor;
- incrementos a partir de 2019 provienen de la maduración del portafolio e ingresos adicionales por administración de inmuebles;
- ingreso por dividendos de los centros comerciales en coinversión proporcional a la participación de Fibra Shop en dichos proyectos;
- pago de dividendos de 90% del flujo generado por las operaciones (FGO);
- inversiones en activos (capex) financiadas con deuda;
- apalancamiento temporalmente elevado por inversiones pendientes.

## SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

---

Factores que podrían llevar, de forma individual o en conjunto a una acción de calificación positiva incluyen:

- mayor diversificación de ingresos por centros comerciales y zona geográfica;
- resultados financieros que reflejen un apalancamiento neto consistentemente entre 4.0x y 5.0x, y un indicador de cobertura de intereses consistentemente mayor que 3.0x;
- mejora importante en la rentabilidad del portafolio, con márgenes de EBITDA superiores a 75%.

Factores que podrían llevar, de forma individual o en conjunto a una acción de calificación negativa incluyen:

- expectativa de Fitch de un apalancamiento neto sostenido superior a 6.5x y de un indicador de cobertura de intereses consistentemente menor que 1.5x;
- valor de deuda total a activos totales mayor que 45%;
- inversiones en propiedades primordialmente financiadas con deuda adicional que debiliten los indicadores de apalancamiento neto por arriba de 6.5x de manera sostenida;
- una porción de deuda garantizada superior a 30% de la deuda total;
- debilitamiento significativo en la estructura de deuda a capital;
- perfil de liquidez débil e inferior a 1.0x de manera sostenida;
- percepción de un grado de institucionalización más débil que otros emisores en el mismo nivel de calificación.

## LIQUIDEZ

---

**Liquidez Adecuada:** Fibra Shop no tiene vencimientos de deuda en el corto plazo. Además, la emisión propuesta de CBFs y la estrategia de refinanciamiento anticipado le permitirán a la compañía extender su perfil de vencimientos. Al cierre de marzo de 2019, el saldo de efectivo e inversiones temporales de Fibra Shop fue de MXN199.6 millones. La

liquidez de la compañía se beneficia por el saldo no dispuesto de sus líneas de crédito comprometidas por MXN1,255 millones. La cobertura del valor de los activos libres de gravamen sobre la deuda quirografaria de 1.9x está en línea con su nivel de calificación.

## Contactos Fitch Ratings:

Diana Cantú (Analista Líder)

Directora Asociada

+52 (81) 8399 9171

Fitch México, S.A. de C.V.

Prol Alfonso Reyes 2612

Monterrey, N.L., México

María Pía Medrano (Analista Secundario)

Directora

+52 (55) 59551615

Sergio Rodríguez, CFA (Presidente del Comité de Calificación)

Director Sénior

+52 (81) 8399 9135

Relación con medios:

Sofía Garza, Monterrey, N.L. Tel: +52 (81) 8399 9100. E-mail: sofia.garza@fitchratings.com.

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Información adicional disponible en [www.fitchratings.com/site/mexico](http://www.fitchratings.com/site/mexico).

Metodologías aplicadas en escala nacional:

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Septiembre 14, 2017);

- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Agosto 2, 2018).

## INFORMACIÓN REGULATORIA

FECHA DE LA ÚLTIMA ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN: 16/noviembre/2018

FUENTE(S) DE INFORMACIÓN: Reportes públicos e información solicitada al emisor.

IDENTIFICAR INFORMACIÓN UTILIZADA: Estados financieros auditados y no auditados y documentos relacionados a la emisión propuesta.

PERÍODO QUE ABARCA LA INFORMACIÓN FINANCIERA: La información financiera de la compañía considerada para las calificaciones incluye hasta el 31 de marzo de 2018.

RESÚMEN DE AJUSTES FINANCIEROS: N/A

Las calificaciones constituyen solamente una opinión con respecto a la calidad crediticia del emisor y no una recomendación de inversión. Para conocer el significado de las calificaciones asignadas, los procedimientos para darles seguimiento, la periodicidad de las revisiones y los criterios para su retiro visite <https://www.fitchratings.com/site/mexico>. La estructura y los procesos de calificación y de votación de los comités se encuentran en el documento denominado "Proceso de Calificación" disponible en el apartado "Temas Regulatorios" de <https://www.fitchratings.com/site/mexico>.

El proceso de calificación también puede incorporar información de otras fuentes externas tales como: información pública, reportes de entidades regulatorias, datos socioeconómicos, estadísticas comparativas, y análisis sectoriales y regulatorios para el emisor, la industria o el valor, entre otras. La información y las cifras utilizadas, para determinar estas calificaciones, de ninguna manera son auditadas por Fitch México, S.A. de C.V. (Fitch México) por lo que su veracidad y autenticidad son responsabilidad del emisor o de la fuente que las emite. En caso de que el valor o la solvencia del emisor se modifiquen en el transcurso del tiempo, las calificaciones pueden modificarse al alza o a la baja, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de Fitch México.

Fitch México, S.A. de C.V. tiene conocimiento de que las emisiones FSHOP 19 y FSHOP 19U fueron calificadas durante los dos meses anteriores a la entrega del dictamen de esta asignación de calificación por HR Ratings de México, S.A. de C.V., quien otorgó la calificación 'HR AA+' con Perspectiva Estable. Esta calificación ha sido asignada y publicada; es decir es de conocimiento público.

La calificación puede sufrir cambios, suspenderse, o retirarse como resultado de cambios en la emisión, debido a la falta de información para el análisis, o a factores externos que se consideren relevantes y pongan en riesgo la capacidad de pago oportuno de la emisión.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS

LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/MEXICO](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/MEXICO). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.