



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Eric Pérez F.

Hernán Jimenez A.

Tel. (56) 22433 5200

eric.perez@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión

Marzo 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	AA
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	30 de septiembre de 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 902 de 11.07.18
Serie A (BFIRC-A)	Primera emisión
Serie B (BFIRC-B)	Primera emisión

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2016	2017	2018	2019	Sep-20
Activos Corrientes	31.230	3.009.722	73.891.425	19.334.013	12.577.774
Activos No Corrientes	147.956.579	243.600.698	320.404.783	454.153.580	464.723.219
Total Activos	147.987.809	246.610.420	394.296.208	473.487.593	477.300.993
Pasivos Corrientes	1.391.874	3.720.497	13.351.423	188.680	490.398
Pasivos No Corrientes	0	0	68.628.225	70.546.677	71.588.213
Total Pasivos	1.391.874	3.720.497	81.979.648	70.735.357	72.078.611
Patrimonio Neto	146.595.935	242.889.923	312.316.560	402.752.236	405.222.382
Total Pasivos y Patrimonio Neto	147.987.809	246.610.420	394.296.208	473.487.593	477.300.993

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2016	2017	2018	2019	Sep-20
Ingresos	11.157.532	43.684.351	62.372.393	9.003.402	16.717.645
Gastos de operación	-2.285.245	-2.107.911	-10.448.961	-1.226.448	-1.051.135
Resultado operacional	8.872.287	41.576.440	51.883.432	7.776.954	15.666.510
Costos financieros	0	-35.480	-743.731	-1.392.664	-1.066.053
Resultado del ejercicio	8.872.287	41.540.960	51.139.701	6.384.290	14.600.457

Opinión

Fundamentos de la clasificación

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión (BTG Renta Comercial) es un fondo administrado por BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos y constituido con el propósito, según señala su reglamento interno, de invertir en todo tipo de negocios inmobiliarios destinados a la renta, principalmente en Chile, Perú y Colombia, a través de la inversión en acciones de sociedades anónimas cerradas o sociedades por acciones que inviertan en dichos negocios. Si bien el reglamento permite invertir en Chile, Colombia o Perú, en la práctica sólo mantiene exposición en el mercado nacional. Estas inversiones deben representar al menos el 70% del valor de los activos.

A 31 de junio de 2020, el fondo, en términos consolidados¹, mantenía activos valorizados en aproximadamente UF 29 millones (según última valorización independiente²), con activos subyacentes que representan alrededor de 374 mil metros cuadrados arrendables, orientados básicamente al arriendo de oficinas, locales comerciales, bodegajes y estacionamientos. La deuda consolidada del fondo a septiembre de 2020, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de \$ 361.189 millones equivalente a UF 12,6 millones.

Respecto a la contingencia actual debido al Covid-19, si bien los flujos podrían verse afectados producto de una eventual "tercera ola" de contagios, se estima que cuenta con suficiente holgura para cumplir con los pagos de este año. Para el tercer año, donde existiría la necesidad de refinanciamiento, la clasificadora estima que el mercado inmobiliario estaría normalizado que, en el caso del fondo (consolidado), implicaría una valorización de sus activos muy superior al de sus pasivos.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación en "Categoría AA" de los títulos de deuda de **BTG Renta Comercial** destaca la elevada relación existente entre el valor económico de los activos y el saldo insoluto de la deuda, ambos en términos consolidados. Todo ello sumado a que los inmuebles con rentas, dado la estabilidad de sus flujos, facilitan la obtención de financiamiento y con ello la posibilidad de administrar la duración efectiva de los pasivos (vía refinanciamiento), sin descartar que se trata de activos susceptibles de vender o de efectuar operaciones de *leasback*, entre otras.

Considerando la venta del 25% de participación en Vivo Corp S.A. por parte de **BTG Renta Comercial** y la adquisición de dos *malls*, se observa que el Indicador de Cobertura Global de la deuda alcanza un valor de 1,9 veces para 2021, el cual disminuye a 1,6 al incluir la deuda adquirida para la compra de los centros comerciales previamente mencionados y se sitúa en 2,3 al considerar la perpetuidad de los flujos de sus activos, razón

¹ Contablemente el fondo no consolida sus vehículos de inversión; no obstante, es quien recibe los beneficios de los mismos (como administrador por cuenta de los aportantes).

² Valorización de Mario Corbo Asociados. Conversión utilizando tipo de cambio y unidad de fomento al 30 de junio de 2020.

compatible con la categoría de riesgo asignada, en especial si se considera que la operación contribuye a mejorar la diversificación del portafolio de activos y aumentar los flujos generados por sus filiales.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo—a través de una valoración independiente realizada—ascendió a UF 29 millones a junio de 2020, lo que se contrasta con una deuda financiera cercana a los UF 12,1 millones. Posterior a la venta de su participación en Vivo Corp S.A. y la adquisición de 2 centros comerciales, el valor de sus activos subyacentes asciende a UF 30 millones—de acuerdo a lo informado por un hecho esencial el día 26 de enero de 2021—los cuales se contrastan con una deuda financiera de UF 15,8 millones. Todo lo anterior indica que ante caídas abruptas en el valor de los inmuebles se mantendría el acceso a financiamiento del fondo (aunque posiblemente, en casos de crisis, a tasas más elevadas que las ahora vigentes). La alternativa de liquidez de estos activos se refuerza por la existencia de un mercado, 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).

Dentro de los principales riesgos del fondo figuran eventuales caídas abruptas y relativamente permanentes en el valor de los arriendos y/o incrementos de magnitud en los niveles de vacancia. En todo caso, se estima que se trata de riesgo adecuadamente acotado, dado las características propias del fondo.

En opinión de la clasificadora, la estructura y características de los inmuebles de propiedad del fondo, así como las de sus arrendatarios, mitigan el riesgo de una baja sustancial en sus ingresos y, por ende, de un debilitamiento de la solidez patrimonial. En efecto, de acuerdo con la información disponible, el arrendatario más relevante representa en torno a un 7% de los ingresos y los diez principales alrededor de un 34%, con el considerando de que la mayoría de ellos dispone de una solvencia elevada. De esta forma, ponderado por la importancia relativa de los ingresos, un 50% de los diez principales clientes mantiene *rating* superior a categoría AA- (en cuanto a los que no cuentan con clasificación de riesgo es posible presumir, a lo menos, una aceptable capacidad de pago). Otra forma de reflejar el bajo riesgo de los arrendatarios es señalar que los tres más relevantes, equivalentes al 15% de los ingresos, presentan calificación de riesgo AA- o superior, mientras que la importancia individual del resto no supera un 4% de los ingresos.

Otro elemento favorable para la clasificación asignada dice relación con el hecho que las inversiones del fondo se distribuyen en más de 50 complejos inmobiliarios, entendiendo por ellos edificios y/o centros comerciales diferenciados, no representando ninguno de ellos más de un 10% de los metros cuadrados disponibles para arriendo, a excepción de las bodegas que representan un 20% de los metros cuadrados útiles. Estos centros inmobiliarios se distribuyen en 29 comunas, 14 de las cuales se ubican fuera de la Región Metropolitana. Si bien cerca de un 25% de los metros cuadrados ofrecidos se concentra en Las Condes y un 24% en Santiago centro, un 31% presenta una adecuada atomización por comuna.

La clasificación de riesgo, además, recoge como elementos favorables el vencimiento de los contratos, cuyos periodos remanentes rondan los 7 años, lo cual reduce el impacto de las renegociaciones en años de bajo crecimiento económico o de exceso de oferta en el mercado inmobiliario.

También se califica como positivo la claridad de los objetivos declarados en el reglamento interno del fondo, lo cual evita interpretaciones de este y entrega mayor seguridad en cuanto a que se mantendrá el perfil de riesgo de las inversiones. Por último, existe un adecuado control y gestión de los inmuebles, que se refleja en niveles de mora y de vacancia aceptables, todo lo cual entrega una mayor probabilidad de que se mantenga en el tiempo el valor económico de los activos.

En contraposición, la clasificación de riesgo se ve limitada por cuanto los vencimientos del bono no están calzados con el perfil de ingresos del fondo y, por otro lado, existen pasivos tomados por los vehículos de inversión, con garantías hipotecarias, que en los hechos tienen preferencia en relación con el título de deuda. Sin perjuicio de lo anterior, existen mitigantes para estos riesgos, tanto por lo expuesto en los párrafos anteriores como por los *covenants* de protección para los bonistas.

Se debe añadir que los inmuebles mantienen contratos que protegen el valor de los activos ante incendios y terremotos, entre otros posibles siniestros, lo que compensa los eventuales menores ingresos (pérdida por paralización).

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.

Tendencia Estable

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

Antecedentes generales

Características del fondo

El fondo **BTG Renta Comercial** es un fondo de inversión no rescatable dirigido al público en general. Inició sus operaciones el 8 de septiembre de 2011 con el objetivo de invertir en todo tipo de negocios inmobiliarios destinados a la renta, principalmente en Chile, Perú y Colombia, a través de la inversión en acciones de

sociedades anónimas cerradas o sociedades por acciones que inviertan en dichos negocios. El plazo de vencimiento del fondo está programado para el año 2025.

El fondo se fusionó por incorporación con BTG Pactual Rentas Inmobiliarias Fondo de Inversión, adquiriendo todos los activos y pasivos y aumentando su patrimonio tras la asamblea extraordinaria del 13 de septiembre de 2017, materializándose el 23 de octubre del mismo año.

BTG Renta Comercial es administrado por BTG Pactual Chile, entidad perteneciente al grupo brasileño del mismo nombre y una de las principales instituciones financieras de América Latina. A diciembre de 2020 la propiedad de BTG Pactual Chile se componía como se muestra en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas BTG Pactual Chile AGF

Nombre Accionista	Nº Acciones	% de propiedad
Banco BTG Pactual Chile	21.127	99,98%
BTG Pactual Chile Servicios Financieros S.A.	5	0,02%
Total	21.132	100,00%

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) al 30 de septiembre de 2020 BTG Pactual AGF administraba 29 fondos de inversión. El total de patrimonio administrado en fondos de inversión ascendía a US\$ 2.087 millones, del cual **BTG Renta Comercial** representaba un 24,7% del total los fondos de inversión gestionados por BTG Pactual.

Para lograr su objetivo, **BTG Renta Comercial** deberá mantener al menos un 70% de sus activos en los instrumentos inmobiliarios.

La política de inversiones estipulada en el reglamento interno permite y/u obliga a lo siguiente:

- Invertir a lo menos un 70% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
 - Acciones, cuotas de fondos de inversión privados, bonos, efectos de comercio y otros títulos de deuda, cuya emisión no haya sido registrado en la CMF y que cuente con estados financieros anuales auditados.
 - Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda de entidades emisoras extranjeras, cuya emisión no haya sido registrada como valor de oferta pública en el extranjero, siempre que la entidad emisora cuente con estados financieros dictaminados por auditores externos de reconocido prestigio.
 - Mutuos hipotecarios endosables del artículo 69 número 7 de la Ley General de Bancos y otros otorgados por entidades autorizadas por ley, pudiendo otorgarse también con recursos del propio fondo.

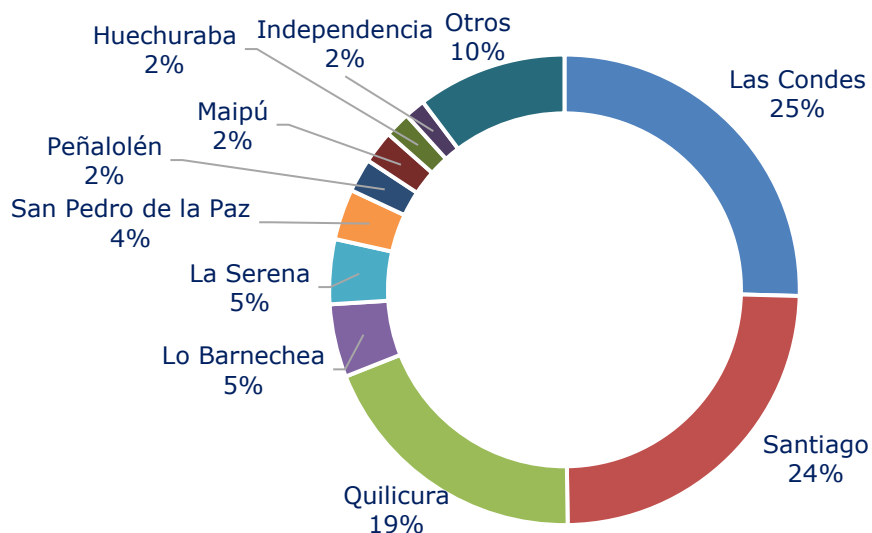
- Invertir hasta un 30% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:
 - Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción.
 - Depósitos a plazo u otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizadas por éstas.
 - Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras.
 - Cuotas de fondos mutuos nacionales y extranjeros, respecto de los cuales no se exigirán límites de inversión ni diversificación.
- El fondo puede constituir todo tipo de sociedades, tanto en Chile como en el extranjero, en cuyos estatutos deberá establecerse que sus estados financieros anuales serán dictaminados por auditores externos registrados en la CMF, para las sociedades chilenas, y por auditores de reconocido prestigio, en el caso de sociedades extranjeras.

Inversiones efectivas del fondo

En los hechos, las inversiones del fondo—al 31 de diciembre de 2020—se han materializado en cinco filiales, siendo la principal Inmobiliaria Centros Comerciales I SpA que se enfoca, como su nombre sugiere, en centros comerciales tales como *strip center*, *stand alone*, *power center* y *mall*, y que representa un 37,2% de los activos inmobiliarios (medidos como metros cuadrados útiles) y se concentra en las comunas de Las Condes, Santiago y Lo Barnechea. Un 32,6% de los activos se concentran en Inmobiliaria Rentas II SpA que se enfoca en oficinas. Un 18,1% en Inmobiliaria Cargo Park SpA que contempla bodegas en Quilicura. Y por último, el 12,1% de los activos consisten en estacionamientos en Las Condes y otros centros comerciales. Además de las filiales que controla, a la misma fecha el fondo contaba con una participación de 25% en Vivo Corp S.A. la cual fue vendida a principios del año 2021 al mismo tiempo que adquirió dos de sus centros comerciales.

Ilustración 1

Distribución de metros cuadrados por comuna de los inmuebles

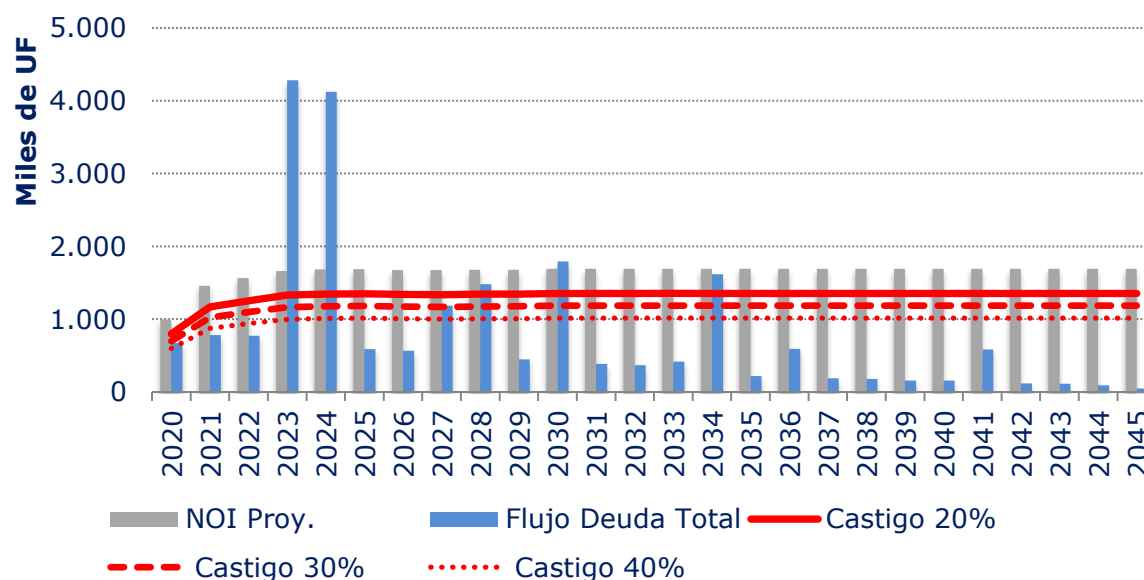


Análisis financiero

Proyección de Ingreso Operativo Neto (NOI) y pago de deuda

Las proyecciones de Ingreso Operativo Neto (NOI por sus siglas en inglés) efectuadas en relación con los flujos del fondo son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, no comprometen ni representan la opinión de terceros ajenos a la administración de la clasificadora. Para la confección del NOI, **Humphreys** tomó en consideración los niveles de vacancia histórica y los precios de arriendo por metro cuadrado, sobre la base del desempeño real exhibido en los últimos años, así como los eventuales efectos provocados por la crisis sanitaria. La estimación de flujos futuros, junto con los montos de pago de la deuda que posee el fondo y sus filiales en términos consolidados, se muestra en la Ilustración 2. Si bien, para la mayoría de los ejercicios, el flujo esperado para el fondo presentaría una amplia holgura para cubrir el pago de la deuda—incluso hasta con un 40% de deterioro del NOI en la mayoría de los periodos proyectados—no sucede lo mismo los años 2023, 2024 y 2030, en donde hay vencimientos por montos que son mayores que los flujos esperados; no obstante, en opinión de **Humphreys**, dichos montos podrían ser refinanciados con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores. La holgura aludida, por una parte, explican la alta probabilidad de acceder a refinanciamiento y, por otra, muestran que el fondo está capacitado para resistir una baja en la recaudación producto de la crisis sanitaria que afecta al mundo.

Ilustración 2
NOI y servicio de la deuda

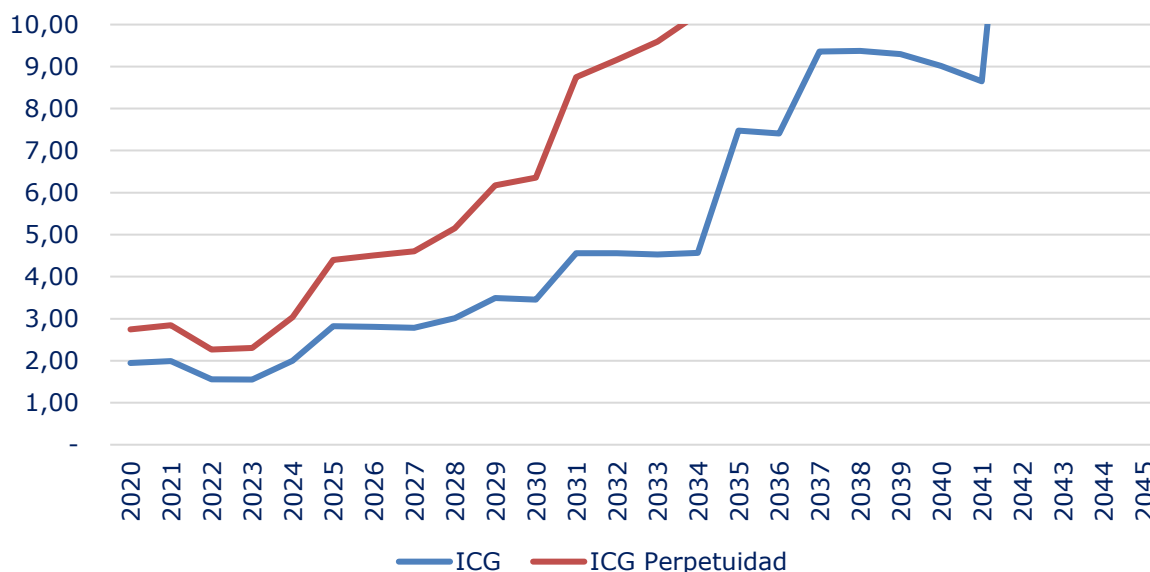


Índice de Cobertura Global (ICG)

El indicador de Cobertura Global es calculado como la relación entre el valor presente del NOI proyectado para el periodo de vigencia de la deuda, descontado a la tasa de interés de esta, y el valor de la deuda financiera del consolidado sin considerar el valor de liquidación de los activos. Así, el indicador muestra una relación mayor a uno, por lo que se presume que no debiera presentar problemas para dar cumplimiento de sus pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos e, incluso, bajo la presunción altamente improbable que los activos se depreciaran totalmente).

BTG Renta Comercial y sus filiales a diciembre de 2020 presentaba una relación de 1,9, lo que significa que el valor actual de los flujos que generaría el fondo casi duplica el valor actual de la deuda. Con la reciente adquisición de deuda adicional para la compra de Mall Imperio y Mall El Centro dicha relación disminuye a 1,6 veces, sin embargo, si se considera una perpetuidad de los flujos, la relación alcanza las 2,3 veces incluyendo la deuda recientemente adquirida.

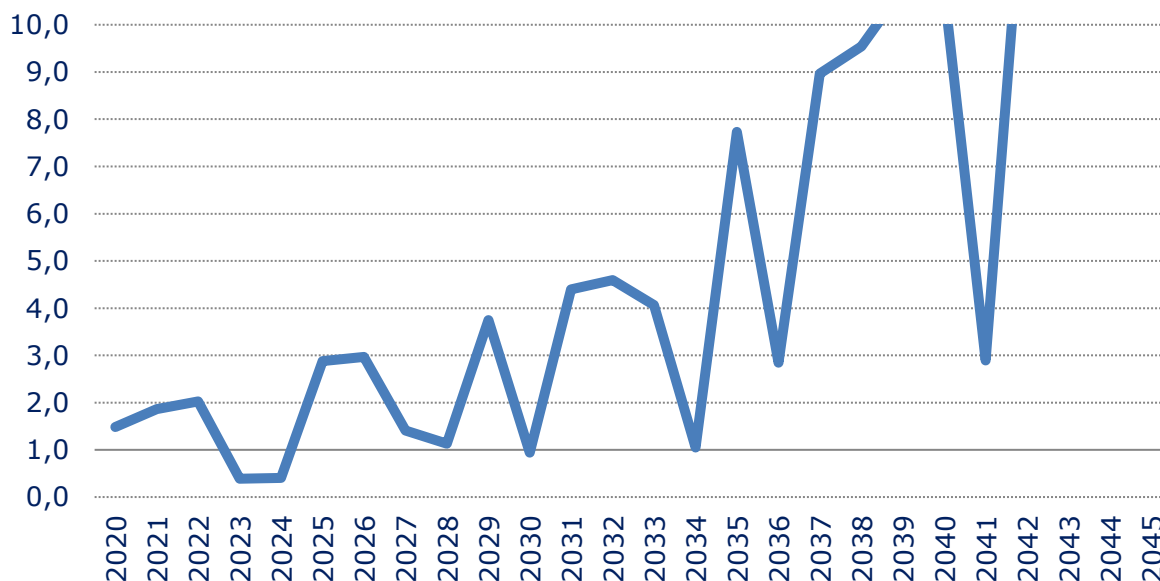
Ilustración 3
Índice de Cobertura Global de la Deuda



Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)

La Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD), que muestra para cada periodo cuán holgado es el NOI generado por el fondo en relación con el vencimiento de los pasivos, indica que por lo general se cuenta con la capacidad de hacer frente a los compromisos financieros adquiridos. Tan solo en tres periodos, el indicador (como se puede apreciar en la Ilustración 4) se encuentra por debajo de la unidad. A pesar de lo anterior, durante los años previos el fondo genera excedentes que, de ser acumulados, tendrían la capacidad para cubrir esas obligaciones, debido a que generaría más NOI que el servicio de la deuda a servir (ello al margen de que la calidad de los activos permitiría el refinanciamiento total o parcial de los vencimientos); en su defecto, existe la posibilidad de refinanciamiento parcial o total de los vencimientos.

Ilustración 4
Razón de Cobertura de Servicio de Deuda



Índice de Cobertura Projectado (ICP)

Dado que el bono tendría un vencimiento de UF 2,5 millones en 2023 y podría requerirse refinanciar dicho pago, la Tabla 2 muestra la relación entre el valor actual estimado para los flujos a esa fecha, descontado a 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 lo mostrado en la tabla.

Tabla 2: Índice de Cobertura Projectado de los flujos para el refinanciamiento de la deuda

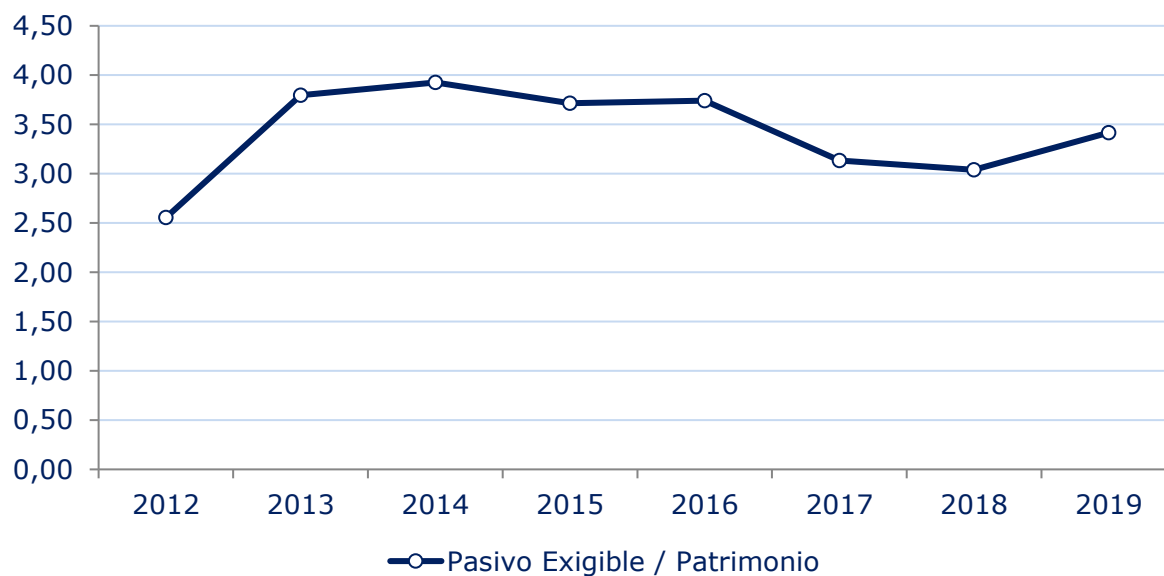
ICP	Castigo de Flujos						
	Tasa Interés	5%	10%	15%	20%	30%	40%
2,0%	1,92	1,82	1,72	1,61	1,41	1,21	1,01
2,5%	1,83	1,73	1,63	1,54	1,35	1,15	0,96
3,0%	1,74	1,65	1,56	1,47	1,28	1,10	0,92
3,5%	1,66	1,57	1,49	1,40	1,22	1,05	0,87
4,0%	1,59	1,50	1,42	1,34	1,17	1,00	0,84
4,5%	1,52	1,44	1,36	1,28	1,12	0,96	0,80
5,0%	1,45	1,38	1,30	1,22	1,07	0,92	0,77

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio de todas las sociedades filiales, ha mostrado un comportamiento relativamente estable, moviéndose entre tres y cuatro veces durante los últimos cinco años. A diciembre de 2019 el indicador global de las filiales llegó a 3,42 veces (Ilustración 5), influenciado

principalmente por pasivos financieros, de los cuales cerca del 39,1% corresponden a cuentas por pagar a entidades relacionadas. Al ajustar por los pasivos financieros con empresas relacionadas y considerando el endeudamiento del fondo, el indicador se reduce a 1,02 veces.

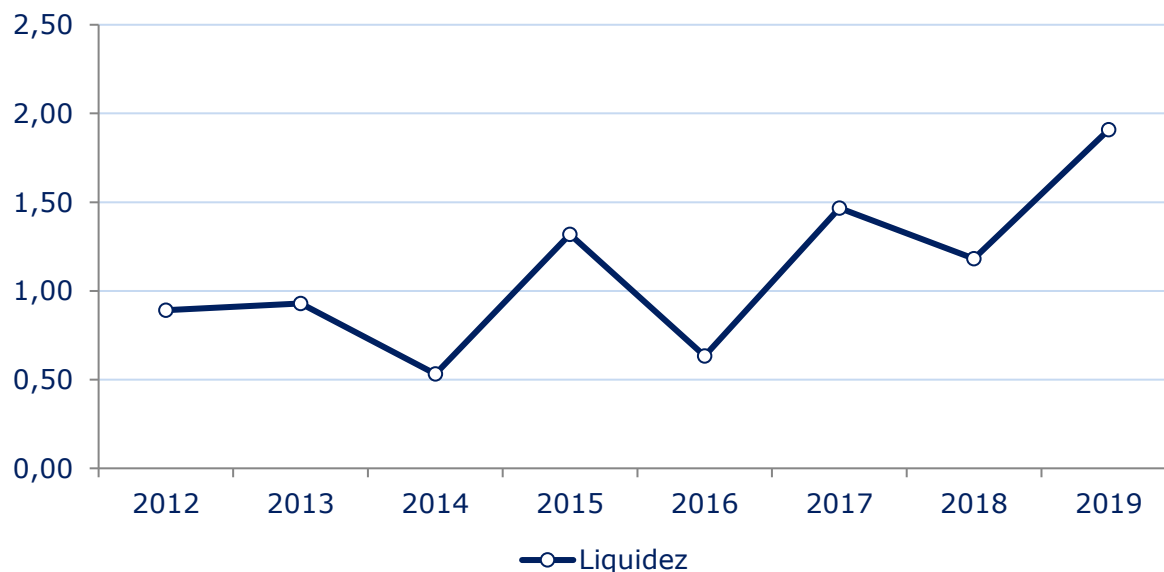
Ilustración 5
Razón de endeudamiento



Liquidez

La liquidez global de las filiales siempre ha estado alrededor de la unidad, llegando a un mínimo de 0,53 veces en el año 2014, sin embargo, a diciembre de 2019 registró un indicador de 1,91 veces. El comportamiento que ha tenido este indicador se presenta en la Ilustración 6.

Ilustración 6
Razón de liquidez



Características de los instrumentos vigentes

Covenants financieros		
Covenant	Límite	sep.-20
Activos de inversión / Deuda Financiera Neta Consolidada	Mayor o igual a 1,5 veces	2,13
(Ingresos recurrentes del emisor – Gastos recurrentes del emisor) / Costos Financieros del emisor	Mayor o igual a 2,5 veces	24,20
Activos inmobiliarios libres de gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin garantías	Mayor o igual a 1,5 veces	2,11

“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.”