



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación del  
emisor y sus valores**

A n a l i s t a  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## **BTG Pactual Rentas Inmobiliarias II Fondo de Inversión**

Mayo 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	AA
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2018

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	UF 5.000.000
Moneda de emisión	Pesos o Unidades de Fomento
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos del emisor o de las sociedades en las que invierte y financiamiento de nuevas inversiones tanto del emisor como de estas sociedades.
Garantías	No contempla

Covenants financieros de la línea de bono en proceso de inscripción	
Covenant	Límite
Activos de inversión / Deuda Financiera Neta Consolidada	$\geq 1,5$ veces
(Ingresos recurrentes del emisor – Gastos recurrentes del emisor) / Costos Financieros del emisor	$\geq 2,5$ veces
Activos inmobiliarios libres de gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin garantías	$\geq 1,5$ veces

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	mar-18
<b>Activos Corrientes</b>	1.161.940	323.466	31.230	3.009.722	26.265
<b>Activos No Corrientes</b>	124.541.681	141.580.707	147.956.579	243.600.698	247.785.249
<b>Total Activos</b>	<b>125.703.621</b>	<b>141.904.173</b>	<b>147.987.809</b>	<b>246.610.420</b>	<b>247.811.514</b>
<b>Pasivos Corrientes</b>	3.799.202	116.760	1.391.874	3.720.497	396.731
<b>Pasivos No Corrientes</b>	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivos</b>	<b>3.799.202</b>	<b>116.760</b>	<b>1.391.874</b>	<b>3.720.497</b>	<b>396.731</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	121.904.419	141.787.413	146.595.935	242.889.923	247.414.783
<b>Total Pasivos y Patrimonio Neto</b>	<b>125.703.621</b>	<b>141.904.173</b>	<b>147.987.809</b>	<b>246.610.420</b>	<b>247.811.514</b>

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	mar-18
<b>Ingresos</b>	6.253.418	22.815.109	11.157.532	43.684.351	4.656.763
<b>Gastos de operación</b>	-3.881.298	-1.344.305	-2.285.245	-2.107.911	-131.903
<b>Resultado operacional</b>	<b>2.372.120</b>	<b>21.470.804</b>	<b>8.872.287</b>	<b>41.576.440</b>	<b>4.524.860</b>
<b>Costos financieros</b>	0	0	0	-35.480	0
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>2.372.120</b>	<b>21.470.804</b>	<b>8.872.287</b>	<b>41.540.960</b>	<b>4.524.860</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**BTG Pactual Rentas Inmobiliarias II Fondo de Inversión (BTG Rentas Inmobiliarias II)** 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 negocios inmobiliarios destinados a la renta, usando como vehículos de inversión a 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 diciembre de 2017, el fondo, en términos consolidados<sup>1</sup>, mantenía activos valorizados en aproximadamente US\$ 894 millones (según última valorización independiente<sup>2</sup>), con activos subyacentes que representan alrededor de 300 mil metros cuadrados, orientados básicamente al arriendo de oficinas, locales comerciales, bodegajes y estacionamientos. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 400 millones. Se espera que el fondo emita un bono por UF 2,5 millones de los cuales, a lo menos, las tres quintas partes se destinarían a refinanciamiento.

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de una línea de bonos a 10 años por parte de **BTG Rentas Inmobiliarias II**, por un monto máximo de colocación de UF 5.000.000. A la fecha no se están inscribiendo títulos de deuda con cargo a la línea.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación en "Categoría AA" de los títulos de deuda de **BTG Rentas Inmobiliarias II** destaca la elevada relación existente entre el valor económico de

<sup>1</sup> 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). Además, se asume que se ha concretado la fusión con BTG Pactual Rentas Inmobiliarias Fondo de Inversión, lo cual se materializó en octubre de 2017.

<sup>2</sup> Valorización de Mario Corbo Asociados. Conversión utilizando tipo de cambio y unidad de fomento al 31.12.17

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.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo debe oscilar en torno a los UF 18,5 millones-UF 19,5 millones (la valorización independiente ascendió a UF 18,9 millones), lo que se contrasta con una deuda financiera cercana a los UF 9,5 millones, que con la emisión del bono podría incrementarse a UF 10,5 millones (con LTV entre 53% y 56%), todo lo cual indica que antes caídas abrupta 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).

En síntesis, aun cuando el bono sería bajo la modalidad *Bullet*, con un vencimiento de UF 2,5 millones en cinco años plazo, y el fondo tiene ingresos anuales potenciales netos de gastos levemente por sobre UF 1 millón, su alta probabilidad de cumplimiento se sostiene en la capacidad de refinanciamiento del fondo, dada la calidad de sus activos en cuanto a generadores de flujos estables en el tiempo (el fondo vencería el 2025).

Dentro de los principales riesgos del fondo figuran eventuales caídas abruptas y relativamente permanentes en el valor de los arrendos y/o incrementos de magnitud en los niveles de vacancia, en particular para un horizonte superior a cinco años (ya que se estima menos probables para una período de tres a cuatro años). 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 8% de los ingresos y los diez primeros alrededor de un 32%, con el considerando que la mayoría de ellos dispone de una solvencia elevada. De esta forma, ponderado por la importancia relativa de los ingresos, un 66% de los diez principales clientes mantiene *rating* superior a categoría AA- y un 82,5% igual o superior a categoría A (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 17% de los ingresos, presentan calificación de riesgo AA- o superior, mientras que la importancia individual del resto no supera un 2,9% 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 30 complejos inmobiliarios, entendiéndose por ellos edificios y/o centros comerciales diferenciados, no representando ninguno de ellos más de un 12% de los metros cuadrados disponibles para arriendo. Estos centros inmobiliarios se distribuyen en 14 comunas, una de las cuales se ubica en la Región del Bío-Bío (Concepción) y las restantes en la Región Metropolitana. Respecto de estas últimas, si bien cerca de un 44% de los metros cuadrados ofrecidos se concentra en Las Condes y un 19% en Santiago centro, un 37% presenta una adecuada atomización por comuna.

La clasificación de riesgo, además, recoge como elementos favorables el vencimiento de los contratos, repartido en un período superior a los 15 años, lo cual reduce el impacto de las renegociaciones en años de bajo crecimiento económico o de exceso de oferta en el mercado inmobiliario. Se agrega el hecho que alrededor de un 15% de los contratos tienen vigencias hasta el año 2025 o más, lo cual entrega estabilidad a los flujos de ingresos, y que cerca de un 27% vence entre 2018 y 2019, lo que aumenta la probabilidad de que los nuevos contratos mantengan condiciones similares a los actuales.

También se califica como positivo la claridad de los objetivos declarados en el reglamento interno del fondo, lo cual evita interpretaciones del mismo 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.

## Hechos recientes

Se ha tomado conocimiento de la compra -por parte de **BTG Rentas Inmobiliarias II**- de 19 inmuebles arrendados con contratos de largo plazo, los cuales están distribuidos en ocho regiones y son representativos de 40 mil metros cuadrados de superficie. Asumiendo, según lo informado por la sociedad administradora, que la compra no altera significativamente la estructura de financiamiento del fondo, sumado al hecho que debiese impactar favorablemente en cuanto a diversificación y tasas de vacancia, en opinión de **Humphreys**, tal operación no afecta la clasificación de riesgo, en particular porque siempre se tuvo presente que parte de los recursos del bono se destinarían a planes de inversión de las características referidas.

## Antecedentes generales

### Características del fondo

El fondo **BTG Rentas Inmobiliarias II** 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 inversión en acciones de sociedades anónimas cerradas o sociedades por acciones que inviertan en dichos negocios. El plazo de vencimiento original del fondo era el 25 de julio de 2017, el cual se prorrogó anticipadamente en la asamblea extraordinaria celebrada el 10 de mayo de 2017 por ocho años más, a contar de la fecha de vencimiento original.

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 Rentas Inmobiliarias II** 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 2017 la propiedad de BTG Pactual Chile se componía como se muestra en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas BTG Pactual Chile AGF

Nombre Accionista	N° Acciones	% de propiedad
Banco BTG Pactual Chile	21.127	99,98%
BTG Pactual Chile Servicios Financieros S.A.	5	0,02%
<b>Total</b>	<b>21.132</b>	<b>100,00%</b>

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI), al 31 de diciembre de 2017 BTG Pactual AGF administraba 21 fondos mutuos y 22 fondos de inversión.

Para lograr su objetivo, **BTG Rentas Inmobiliarias II** 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.

## Análisis financiero

### Proyecciones de Ingreso Operativo Neto (NOI) y pago de bonos

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, en base al desempeño real exhibido en los últimos años. La estimación de flujos futuros, junto con los montos de pago de la deuda, que posee el fondo en términos consolidados, se muestra en la Ilustración 1.

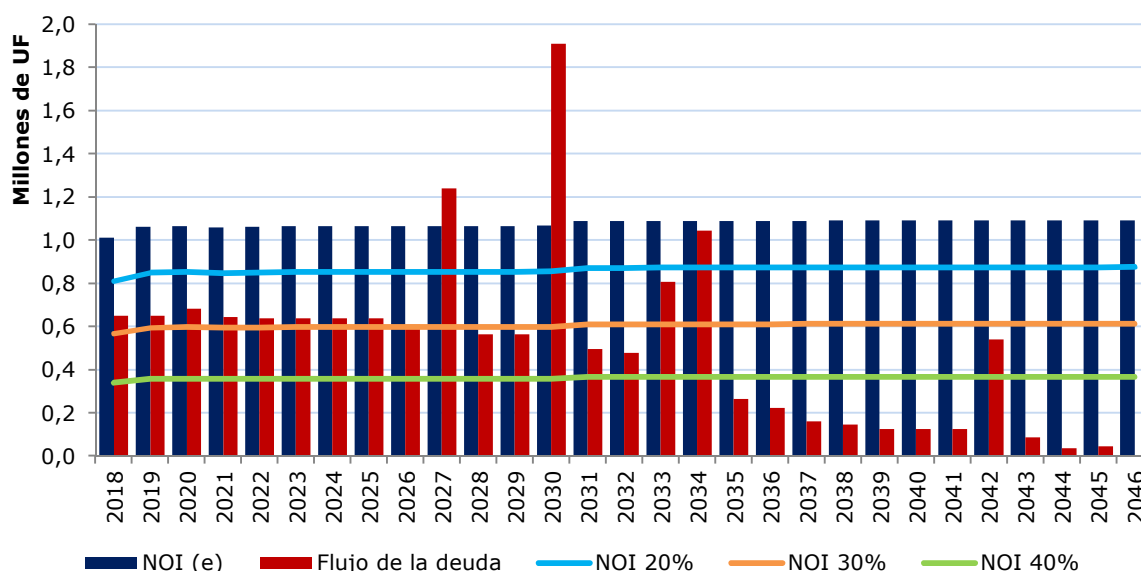


Ilustración 1: NOI y servicio de la deuda<sup>3</sup>

### 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 la misma, y el valor de la deuda financiera del fondo 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).

<sup>3</sup> La proyección del NOI no considera la compra de los nuevos inmuebles que se incorporan al fondo que mejoran la generación de flujos.



**BTG Rentas Inmobiliarias II** a diciembre de 2017 presentaba una relación de 2,6 (como se puede apreciar en la Ilustración 2), lo que significa que el valor actual de los flujos que generaría el fondo más que duplican el valor actual de la deuda.

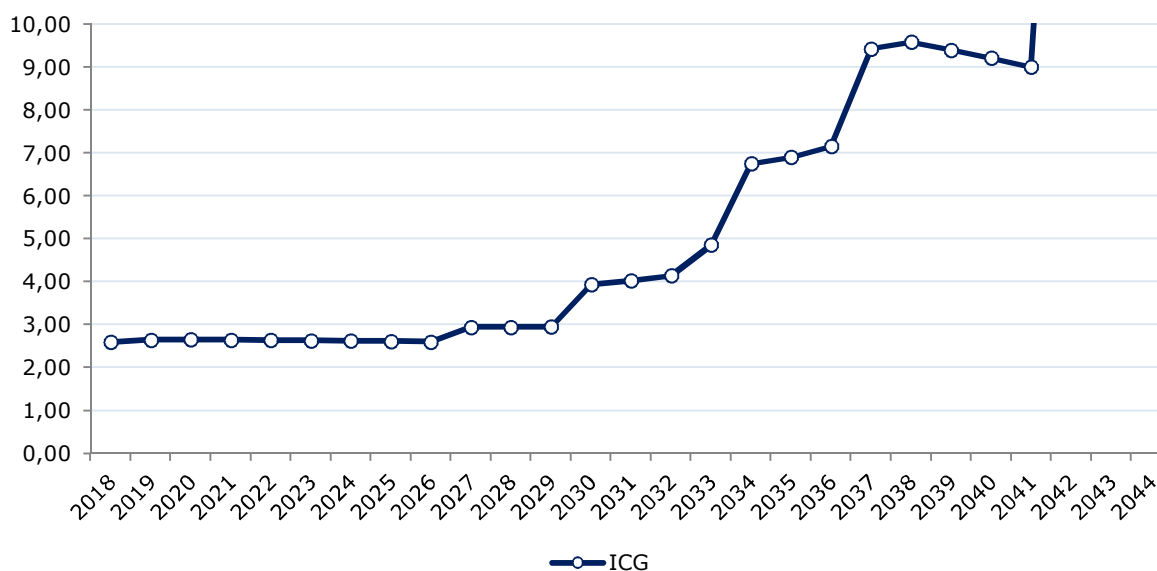


Ilustración 2: Índice de Cobertura Global de la Deuda

## 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 dos periodos, el indicador (como se puede apreciar en la Ilustración 3) se encuentra por debajo de la unidad. A pesar de lo anterior, durante los años previos el fondo tiene la capacidad de 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).

## Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento relativamente estable, moviéndose entre tres y cuatro veces durante los últimos cinco años. A diciembre de 2017 el indicador global de las filiales llegó a 3,14 veces (Ilustración 4).



Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

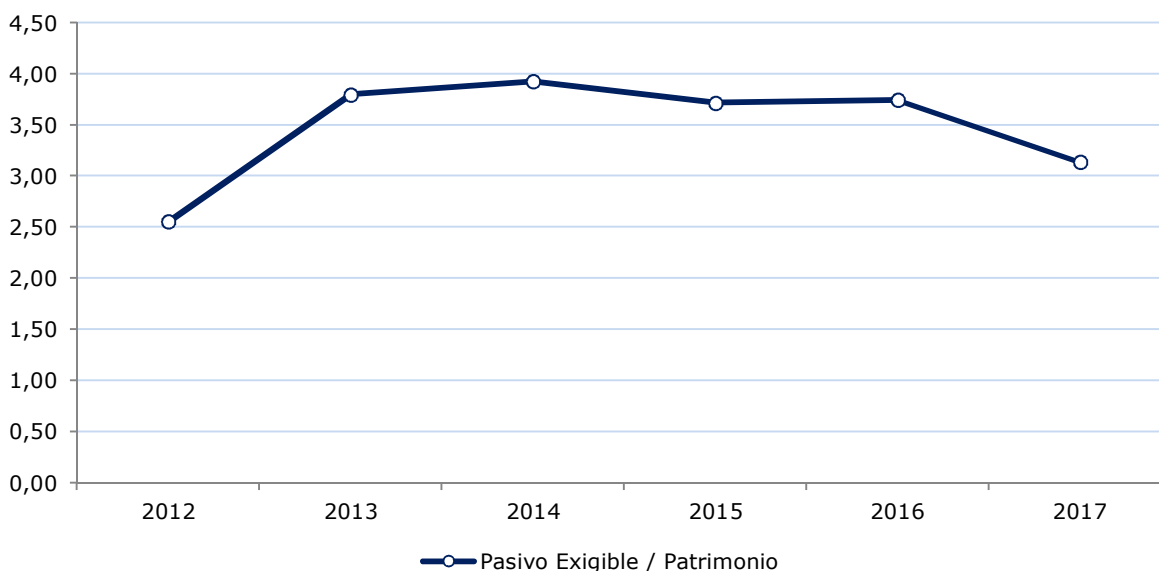


Ilustración 4: Razón de endeudamiento

## Liquidez

La liquidez de **BTG Rentas Inmobiliarias II** siempre ha estado alrededor de la unidad, llegando a un mínimo de 0,53 veces en el año 2014 y a un máximo de 1,50 veces al cierre de 2017. El comportamiento que ha tenido este indicador se presenta en la Ilustración 5.

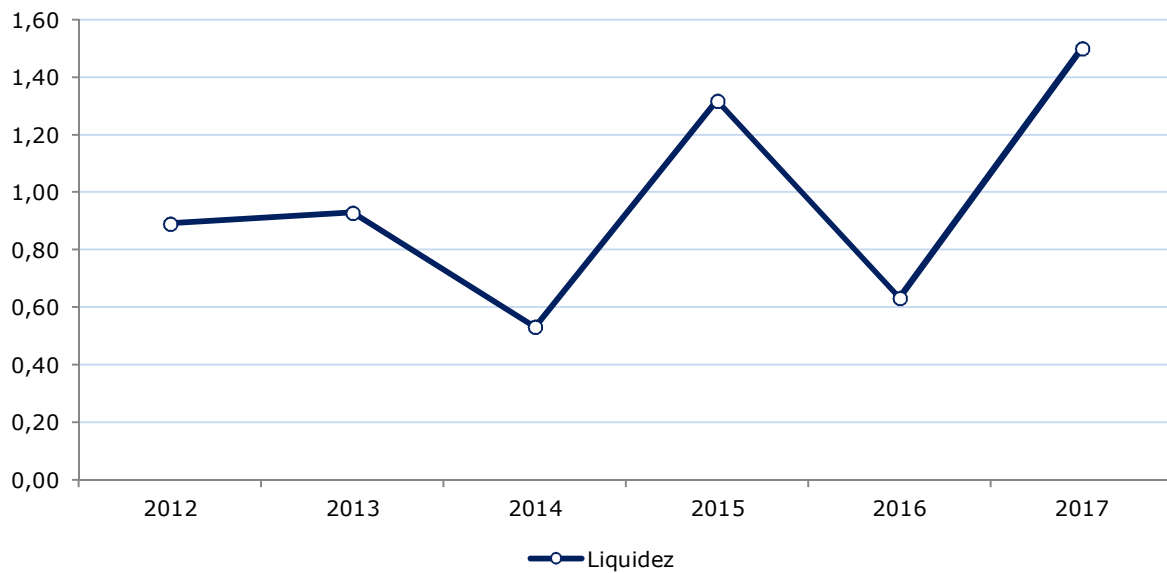


Ilustración 5: Razón de liquidez

*"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 1

### Características de los activos del fondo

La actual tabla no considera los activos adquiridos por el fondo durante el año 2018.

Activo	Destino	m2	Ocupación
Apoquindo 3039	Oficinas	10.041	88,92%
Edificio 17	Oficinas	7.582	92,57%
Rosario Norte 100	Oficinas	7.622	100,00%
Torre Huérfanos	Oficinas	22.482	100,00%
Plaza Manquehue	Oficinas	15.080	78,18%
Torre Amunátegui	Oficinas	21.120	97,38%
Edificio CCU	Oficinas	6.026	100,00%
Edificio El Golf 2001	Oficinas	2.780	100,00%
Torres del Parque	Oficinas	22.831	96,51%
Edificio Alcántara Apoquindo	Oficinas	9.268	100,00%
<b>Oficinas</b>		<b>124.831</b>	<b>94,94%</b>
Paseo Los Dominicos	Comercial	24.473	100,00%
Paseo Los Trapenses	Comercial	14.749	97,34%
Otros centros comerciales (19)	Comercial	54.991	92,12%
<b>Centros comerciales</b>		<b>94.213</b>	<b>94,99%</b>
<b>Bodegas (Cargo Park)</b>	Bodegas	<b>77.325</b>	<b>91,61%</b>
<b>Estacionamientos</b>	Estacionamientos	<b>873</b>	<b>100,00%</b>
<b>Total</b>		<b>297.243</b>	<b>94,10%</b>