

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Diego Segovia Cisternas

Ignacio Muñoz Quezada

diego.segovia@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Julio 2025

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos y bonos
Tendencia

**AA-
Estable**

EEFF base

Marzo 2025

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 963 09.09.2019
Línea de bonos	N° 1082 30.06.2021
Línea de bonos	N° 1083 30.06.2021
Serie B (BFARR-B)	Primera emisión
Serie C (BFARR-C)	Primera emisión
Serie D (BFARR-D)	Primera emisión

Estados de Resultados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	mar-25
Ingresos	8.810.238	21.835.144	36.540.441	16.438.949	18.791.233	4.557.549
Gastos de operación	-1.328.804	-1.328.804	-2.050.139	-553.180	-1.010.930	-209.090
Resultado operacional	7.635.444	20.506.340	34.490.302	15.885.769	17.780.303	4.348.459
Costos financieros	-133.921	-240.510	-2.153.263	-3.322.976	-5.638.213	-1.783.146
Resultados del ejercicio	7.501.523	20.265.830	32.337.039	12.562.793	12.142.090	2.565.313

Estados de Situación Financiera IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	mar-25
Activos corrientes	1.737.044	2.130.871	6.634.155	9.725.727	10.287.021	11.203.579
Activos no corrientes	115.523.923	156.854.977	290.155.192	358.773.711	386.139.636	413.071.397
Total activos	117.260.967	158.985.848	296.789.347	368.499.438	396.426.657	424.274.976
Pasivos corrientes	3.119.507	4.541.498	4.450.158	59.523.077	21.539.507	7.437.747
Pasivos no corrientes	25.368.465	27.021.261	96.238.181	68.827.218	107.810.682	148.094.472
Patrimonio	88.772.995	127.423.089	196.101.008	240.149.143	267.076.468	268.742.757
Total patrimonio y pasivos	117.260.967	158.985.848	296.789.347	368.499.438	396.426.657	424.274.976

¹ Metodologías aplicadas: Metodología Clasificación de Riesgo Empresas Concesionarias (29-02-2024) y Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29-02-2024).

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales (ARR) es un fondo administrado por Asset Administradora General de Fondos S.A. (Asset AGF) y constituido con el propósito, según señala su reglamento interno, de invertir en sociedades que participen, directa o indirectamente, en la adquisición y renta de bienes raíces en Chile con fines mayoritariamente habitacionales. Se debe invertir al menos un 90% de los activos en lo que está definido como objetivo.

Al 31 de marzo de 2025, el fondo mantenía inversiones valorizadas, a través del método de participación, por UF 4,6 millones (US\$ 189 millones) y activos financieros a costo amortizado por UF 6,2 millones (US\$ 254,4 millones), con inmuebles que representan cerca de 295 mil metros cuadrados arrendables, ubicados principalmente en la comuna de Santiago. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de UF 11,3 millones (US\$ 473,3 millones) al cierre de junio de 2025.

Entre los fundamentos que sustentan la clasificación de la línea y títulos de deuda de **ARR** en “*Categoría AA-*” destaca la elevada capacidad de generación de flujo que tienen los activos subyacentes frente al saldo insoluto de la deuda consolidada. Además, se considera que los inmuebles con rentas, dada 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 *leaseback*, entre otras acciones.

Además, otro factor que soporta la clasificación asignada responde a la elevada atomización de los activos que tiene el fondo, desde el punto de vista de arrendatarios, ya que ninguno representa más del 1% de los ingresos generados, mientras que su principal inmueble representa un 8,46% en los últimos doce meses (9,48% a marzo de 2025) y posee más de 480 unidades. Asimismo, dentro de las ventajas del portafolio de inversión, dada las características de la renta residencial, se destaca la capacidad de ajustar rápidamente los precios de los arriendos a las condiciones de mercado y, con ello, atenuar posibles caídas abruptas en los niveles de ocupación de los inmuebles o desaprovechar ciclos alcistas en las tarifas de arriendo.

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. Adicionalmente, existe un adecuado control y gestión de los inmuebles, que se refleja en niveles de mora, de incobrabilidad y de vacancia aceptables, todo lo cual entrega mayor probabilidad de que se mantenga el valor económico de los activos en el tiempo.

Se debe añadir que los inmuebles mantienen seguros que protegen el valor de los activos ante incendios y terremotos, además de contar con lucro cesante, lo que disminuye el riesgo de pérdidas por paralización.

Uno de los principales riesgos del fondo —la caída de los ingresos por aumento de vacancia y/o baja en valor de los arriendos— se ve moderado por la política comercial basado en mantener un alto porcentaje de renovación en periodos de contracción económica y aumentar colocaciones en ciclos alcistas, en términos de tarifas de arriendo.

Otro elemento de riesgo es la elevada concentración geográfica de los ingresos, dado que la mayoría de los inmuebles se ubican en la comuna de Santiago. Sin embargo, este factor se mitiga, en parte, por la demanda de este tipo de viviendas en la comuna, la cual tiene una elevada interconectividad con el resto de la ciudad, ofrece diversos servicios, entre ellos comerciales y educativos, y mantiene fuentes de trabajo relativamente estables. Tampoco puede desconocerse que, al margen de situaciones coyunturales adversas, el centro cívico genera un importante flujo de personas que, de alguna manera, presionan al alza el valor de los inmuebles. Por otra parte, el fondo ha expandido su cartera de inversión durante los últimos trimestres a diferentes comunas de la región, contando actualmente con dos proyectos promesados, ubicados en Macul y Cerrillos², lo que mejora el grado de atomización intercomunal.

Se ha de considerar, respecto a la cobertura y liquidez del fondo, que la naturaleza operativa del negocio propone un descalce connatural entre la recepción de los flujos y los mayores niveles de endeudamiento durante el proceso de llenado de los inmuebles, lo que en el corto plazo puede afectar los ratios de la firma durante los procesos de expansión.

Cabe señalar que la definición del *covenant* “Cobertura de gastos financieros” contempla la incorporación de la cuenta “Otras entradas (salidas) de efectivo”, la cual no está incluida en la taxonomía oficial establecida por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) para los estados financieros de los fondos de inversión. En atención a esta limitación normativa, el emisor ha optado por sustituir dicha cuenta por la partida “Venta de Activos Financieros” que sí está considerada dentro de la taxonomía de la CMF y, en su opinión, representaría adecuadamente el flujo que originalmente se buscaba reflejar en el cálculo del indicador de cobertura. Al calcular el *covenant* sin efectuar la sustitución mencionada —es decir, asignando un valor nulo a la cuenta “Otras entradas (salidas) de efectivo”— se obtiene un valor de 1,3 veces, inferior a las 5,77 veces resultante del método alternativo. En opinión de **Humphreys**, sin entrar en consideraciones sobre la interpretación contractual, lo anterior constituiría a un problema de forma y no de fondo, sin representar un riesgo efectivo para los bonistas. En los hechos, no se observa deterioro alguno en la capacidad financiera del fondo, el que mantiene su solidez financiera para atender oportunamente sus compromisos financieros.

Finalmente, en el ámbito de ASG (o ESG por sus siglas en inglés), **ARR** cuenta con un programa de adhesión e iniciativas ASG desde el año 2021, año en el cual la AGF se hace signataria de las Políticas de Inversión Responsable (PRI por sus siglas en inglés). Estas iniciativas y políticas del fondo son conducidas y ejecutadas por Blue Home, la operadora del fondo, incluyendo dentro del impacto ambiental programas de reciclaje, de reutilización y de eficiencia energética. En el impacto social se ha establecido tres focos: comunidad interna (residentes), externa y colaboradores de la operadora. Dentro de la gobernanza se estableció una gerencia destinada al diseño de planes ASG dentro de un marco temporal con objetivos a alcanzar, y que son reportados anualmente en los reportes de sostenibilidad.

La tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se califica en “*Estable*”, porque en el corto plazo y de acuerdo con el análisis de la clasificadora, no se observan elementos que incidan en los fundamentos que soportan la clasificación.

² Según información presentada por la AGF.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan 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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia: Estable

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

Antecedentes generales

Características del fondo

ARR es un fondo de inversión no rescatable dirigido al público en general. Inició sus operaciones el 4 de octubre de 2013 como fondo privado y el 30 de junio de 2014 se constituyó como público. Su objetivo es invertir en sociedades que participen, directa o indirectamente, en la adquisición y renta de bienes raíces en Chile con fines mayoritariamente habitacionales. El vencimiento del fondo está estipulado para el 4 de octubre de 2035, sin embargo, su duración podrá ser prorrogada dos veces por periodos de dos años cada uno.

El fondo es administrado por Asset AGF, entidad relacionada al grupo Asset Chile, fundado en 1984, con participación en operaciones financieras de diversa índole. Para lograr su objetivo, **ARR** debe mantener al menos un 90% de sus activos en instrumentos inmobiliarios.

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

- Invertir a lo menos un 90% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos: acciones, derechos, bonos, efectos de comercio y otros títulos de deuda, cuya emisión no haya sido registrada en la Comisión para el Mercado Financiero, siempre que la sociedad emisora cuente con estados financieros anuales dictaminados por una empresa de auditoría externa.
- Invertir hasta un 10% 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 y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizadas por éstas.
 - Cuotas emitidas por fondos mutuos nacionales o extranjeros, que tengan por objetivo principal la inversión en instrumentos de renta fija.
- Constituir todo tipo de sociedades con tal de dar cumplimiento a su objetivo.

Actualmente **ARR** cuenta con 26 edificios, dos de los cuales se encuentran promesados para el año 2025. Los 24 activos en operación significan en conjunto una superficie arrendable en departamentos de 290.660 m², lo que ascenderá a 313.670 m², tras la compra de los activos promesados. A diciembre de 2024 los activos en régimen³ presentan una ocupación promedio ponderado en torno al 96,4%, mientras que al cierre de junio de 2025 era de 94,4%. La distribución del GLA por activo en operación⁴ y su ocupación se presentan en la Ilustración 1.

A niveles generales, la ocupación de los principales activos en operación se ha mantenido bastante estable en el periodo de evaluación exhibiendo, en su mayoría, una rápida tasa de llenado en el mercado. En la Ilustración 2, se muestra la evolución de la ocupación del fondo en los últimos cinco años.

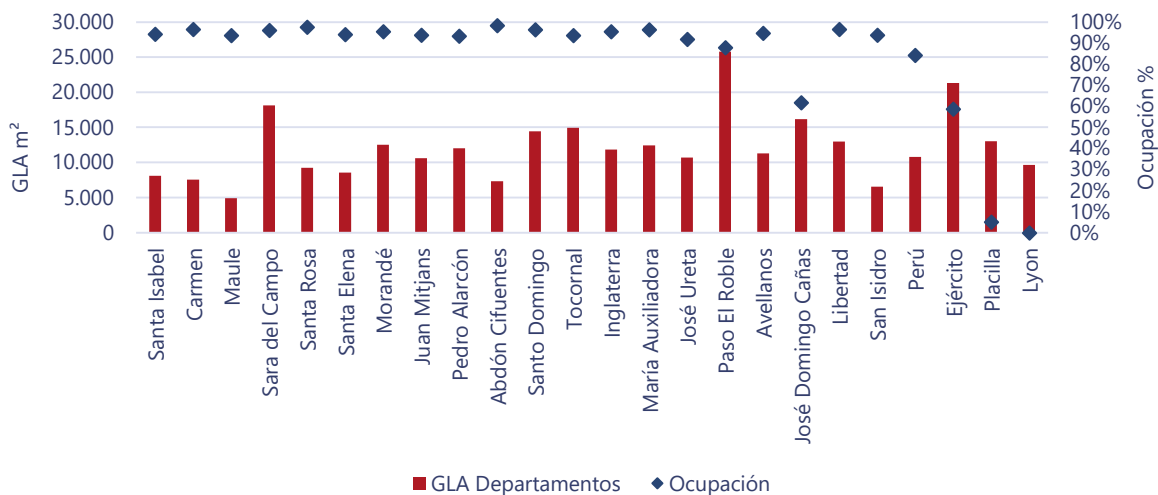


Ilustración 1: Distribución de GLA y Ocupación⁵

³ Activo en régimen son aquellos que ya han pasado por un proceso de colocación superior a un año.

⁴ Considera aquellos en proceso de colocación reciente.

⁵ Refleja la ocupación de edificios tanto en régimen como en etapa de llenado.

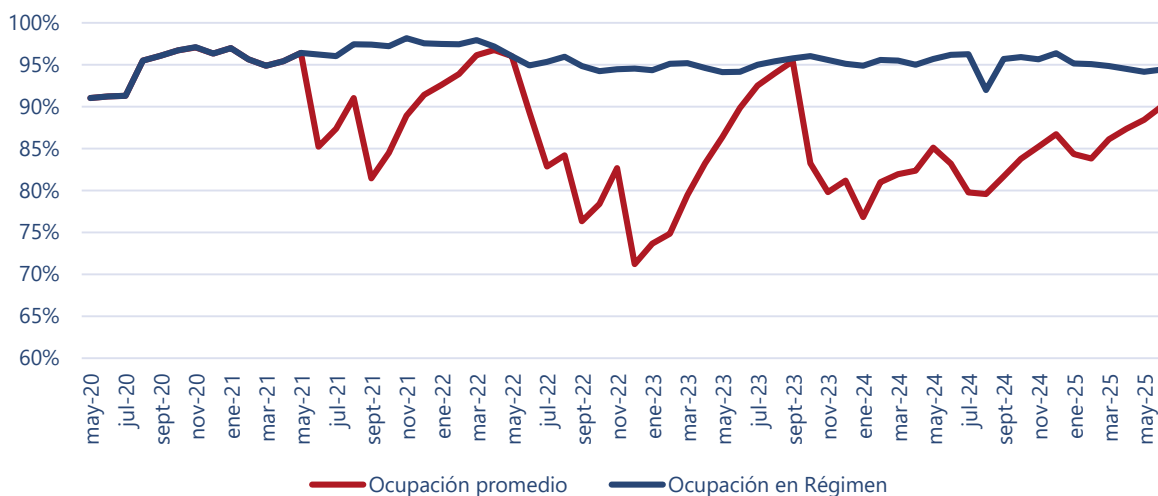


Ilustración 2: Evolución de la ocupación del fondo⁶

Análisis financiero

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

Las proyecciones del 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. 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 3.

⁶ La ocupación promedio incorpora la adquisición y proceso de llenado de los nuevos activos.

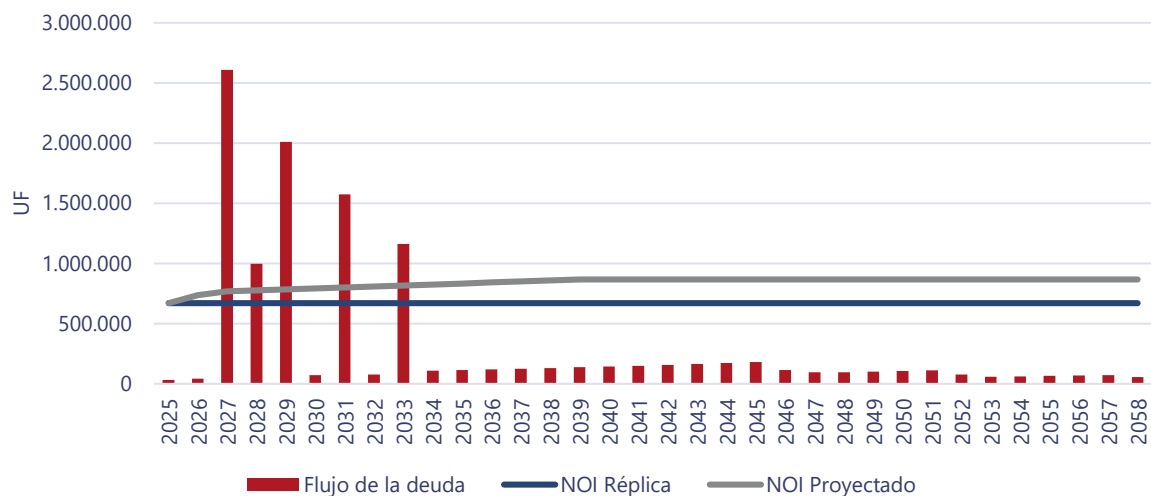


Ilustración 3: NOI y servicio de la deuda

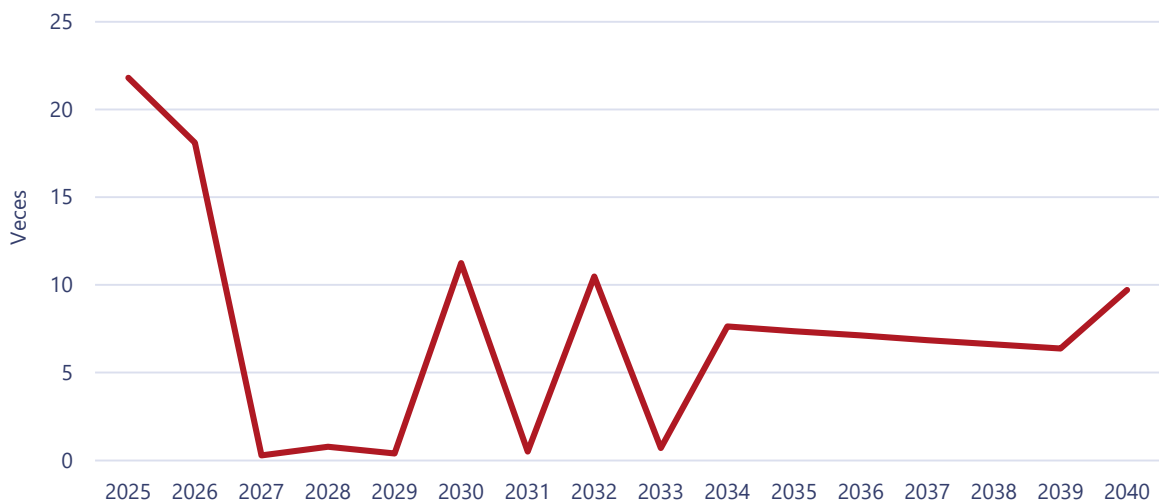


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Actualmente, los activos Placilla y Lyon se encuentran en proceso de llenado, mientras que Quilín y Buzeta se espera que sean escriturados durante el año 2025, siendo financiados con aportes de capital; a partir de dicha fecha, iniciaría su fase de comercialización. Para efectos de la proyección de flujos, se asumió un comportamiento similar al observado en inmuebles comparables del portafolio, tanto en plazos de colocación como en niveles de arriendo, así como también, su valor presunto de mercado.

Dado que el fondo cuenta con tres bonos *bullet* vigentes, presenta holguras de flujos para el servicio de la deuda con excepción de los años 2027, 2028, 2029, 2031 y 2033, donde se tienen pagos por deuda que ascienden a UF 2,61 millones, UF 995,3 mil, UF 2,01 millones, UF 1,57 millones y UF 1,16 millones, respectivamente. Como fue expresado en la opinión de este informe, los vencimientos son propensos de refinanciar en base a los excedentes de caja futuros del fondo.

Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda

La Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda muestra para cada periodo cuán holgado es el NOI generado por el fondo en relación con el vencimiento de los pasivos, indicando que, por lo general, se cuenta con la capacidad de hacer frente a los compromisos financieros adquiridos a ubicarse por sobre la unidad⁷. Como se aprecia en la Ilustración 4, en términos globales el fondo cuenta con la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros, con excepción de los periodos 2027, 2028, 2029, 2031 y 2033, donde tiene que hacer frente a sus vencimientos vía refinanciamiento.

Índice de Cobertura Global (ICG)⁸

El Índice 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 fondo, considerando como flujo, en uno de los indicadores, el valor subyacente de los activos al final del horizonte de proyección. Así, si el indicador muestra una relación mayor a la unidad, se presume que no debiera presentarse problemas para dar cumplimiento a los pasivos financieros (bajo el supuesto de un adecuado calce entre los flujos). Como se puede apreciar en la Ilustración 5, considerando el valor residual de los activos y una extensión del fondo según lo especificado en su respectivo reglamento interno, **ARR** presenta un indicador de 1,59 veces o de 1,71 veces, dependiendo si se utiliza sólo el NOI esperado para el año 2025 o se incluyen las proyecciones de los nuevos activos en régimen. Los ICG presentados muestran una adecuada cobertura de la deuda adquirida por el fondo, constatando lo cual facilita un eventual refinanciamiento, parcial o total, de los bonos tipo *bullet*.

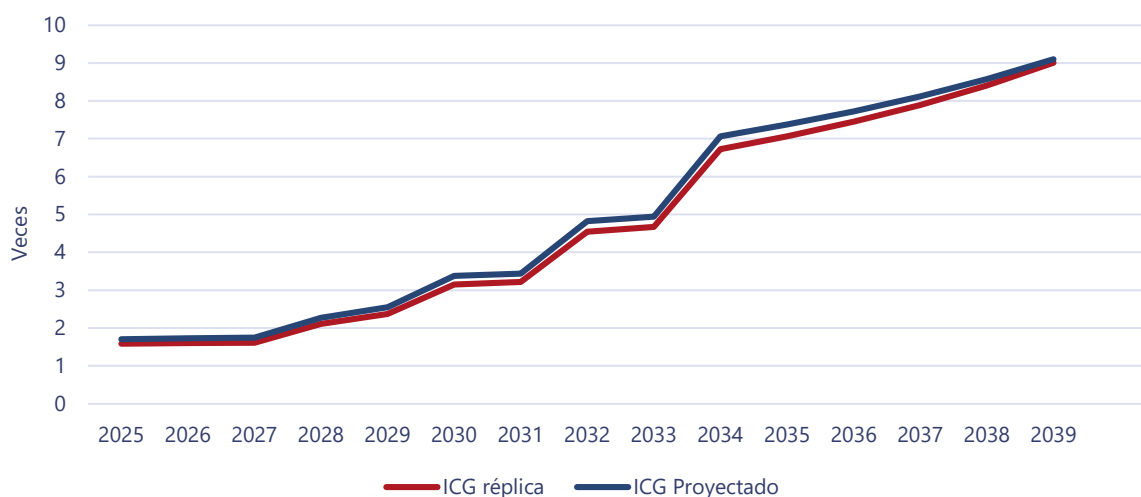


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global de la Deuda

⁷ El indicador fue construido hasta el año 2040 suponiendo una extensión del fondo por dos periodos consecutivos hasta el año 2039 e ilustrando la liquidación en contraste al saldo insoluto residual para el año 2040.

⁸ El indicador de ICG, al igual que el de RSCD, fue construido hasta el año 2039 presumiendo una prórroga del fondo por dos periodos de dos años cada uno, según lo estipula su reglamento interno.

Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

Considerando que en el año 2027 se presenta un vencimiento de deuda que asciende a UF 2,61 millones (UF 1.950.000 por el bono serie B y otros mutuos hipotecarios), podría requerirse refinanciar dicho pago, por tal razón, se ha recalculado el ICG incluyendo el flujo de los nuevos activos más el valor residual de los activos, asumiendo cambios en el costo de financiamiento y en la generación de flujos de los inmuebles, pero manteniendo el nivel de deuda a inicio de 2027. Tal como se presenta en la Tabla 1, se observa que la deuda podría ser refinanciada con castigos de los flujos de hasta un 60% a igual tasa o superior a la que posee actualmente.

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

ICP Tasa de interés	Castigo de flujos						
	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
3,00%	8,13	7,70	7,27	6,84	5,99	5,13	4,28
4,00%	6,10	5,77	5,45	5,13	4,49	3,85	3,21
5,00%	4,88	4,62	4,36	4,11	3,59	3,08	2,57
6,00%	4,06	3,85	3,64	3,42	2,99	2,57	2,14
8,00%	3,05	2,89	2,73	2,57	2,25	1,92	1,60
10,00%	2,44	2,31	2,18	2,05	1,80	1,54	1,28

Endeudamiento

El *leverage*, medido como pasivos totales sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento bastante estable en los periodos de análisis, con excepción de los últimos años, donde el fondo ha incurrido en mayores niveles de apalancamiento para sustentar el crecimiento de las operaciones, pero manteniéndose bajo la unidad. La Ilustración 6 muestra la evolución del ratio en los últimos cinco años.

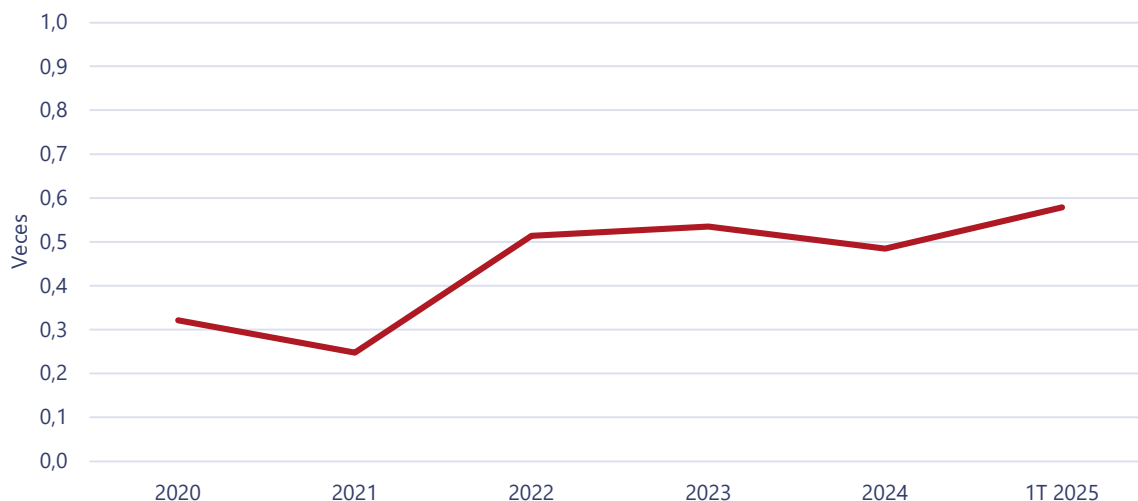


Ilustración 6: Leverage

Liquidez

La liquidez, calculada como activos corrientes sobre pasivos corrientes, ha fluctuado durante los últimos cinco años entre 0,47 veces y 1,51 veces. A marzo de 2025, el fondo registraba una razón de liquidez igual a 1,51 veces. Se ha de considerar que este guarismo puede encontrarse bajo la unidad, comportamiento observado durante los periodos de incorporación de los nuevos activos. La Ilustración 7 presenta la evolución de la liquidez del fondo.



Ilustración 7: Razón corriente

Características de los instrumentos vigentes

Los cálculos de los *covenants* presentados en la Tabla 2 corresponden exclusivamente a los reportados por el fondo en sus estados financieros.

Como fue mencionado en la opinión de este informe, y sin tomar posición al respecto, **Humphreys** toma conocimiento de la sustitución realizada por la administradora para el cálculo del *covenant* "Cobertura de Gastos Financieros".

El *covenant* en particular indica que se debe mantener en sus estados financieros trimestrales una Cobertura de Gastos Financieros mayor o igual a 2,0 veces. Para estos efectos, la Cobertura de Gastos Financieros estará definida como "la razón entre /y/ Ingresos Recurrentes del Emisor menos Gastos Recurrentes del Emisor; y /z/ la cuenta Costos Financieros del Emisor, todos calculados sobre los últimos cuatro trimestres". El contrato define estas cuentas de la siguiente forma:

- Ingresos Recurrentes: Significa la suma de las cuentas /i/ Dividendos Recibidos; /ii/ Intereses Recibidos; /iii/ Otros ingresos de inversión percibidos; y /iv/ Otras entradas (salidas) de efectivo; todas contenidas en los EEFF.
- Gastos Recurrentes: Significa la suma entre las cuentas /i/ Remuneraciones del comité de vigilancia; /ii/ Remuneración Administradora; /iii/ Otros gastos de operación.

Ante la ausencia de la cuenta "Otras Entradas (Salidas) de Efectivo" en los estados financieros del fondo, conforme a la taxonomía vigente, al otorgarle un valor nulo a esta, el indicador asciende a las 1,3 veces.

Tabla 2: Covenants

Covenant ⁹	Límite	Mar-25
Deuda Financiera Neta Consolidada / Total Patrimonio del Emisor	≤ 2,20 veces	1,64
(Ingresos Recurrentes del Emisor – Gastos Recurrentes del Emisor) / Costos Financieros del Emisor	≥ 2,00 veces	5,77
Activos Inmobiliarios Libres de Gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin Garantías	≥ 1,30 veces	2,20

"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."

⁹ Seguimiento de covenants realizado por el fondo.