



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

BTG Pactual Renta Comercial

Fondo de Inversión

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Camila Alvarado Y.

Hernán Jiménez A.

camila.alvarado@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Agosto 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

| Categoría de riesgo | |
|------------------------|---------------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Línea de bonos y bonos | AA |
| Tendencia | Estable |
| EEFF base | 31 de marzo de 2021 |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda | |
|---|-------------------|
| Línea de bonos | N°902 de 11.07.18 |
| Serie A (BFIRC-A) | Primera emisión |

| Estados de Resultados IFRS | | | | | | |
|------------------------------------|------------|------------|-------------|------------|-----------|-----------|
| M\$ de cada año | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | mar-21 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 11.157.532 | 43.684.351 | 62.372.393 | 9.003.402 | 8.649.834 | 9.373.140 |
| Gastos de administración | -2.285.245 | -2.107.911 | -10.448.961 | -1.226.448 | -342.966 | -278.876 |
| Otras ganancias (pérdidas) | 8.872.287 | 41.576.440 | 51.883.432 | 7.776.954 | 8.306.868 | 9.094.264 |
| Ingresos financieros | 0 | -35.480 | -743.731 | -1.392.664 | -352.671 | -364.570 |
| Utilidad del ejercicio | 8.872.287 | 41.540.960 | 51.139.701 | 6.384.290 | 7.954.197 | 8.729.694 |

| Estados de Situación Financiera IFRS | | | | | | |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| M\$ de cada año | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | mar-21 |
| Activos corrientes | 31.230 | 3.009.722 | 73.891.425 | 19.334.013 | 77.782.197 | 11.323.043 |
| Activos no corrientes | 147.956.579 | 243.600.698 | 320.404.783 | 454.153.580 | 427.820.059 | 499.172.506 |
| Total activos | 147.987.809 | 246.610.420 | 394.296.208 | 473.487.593 | 505.602.256 | 510.495.549 |
| Pasivos corrientes | 1.391.874 | 3.720.497 | 13.351.423 | 188.680 | 1.410.183 | 588.738 |
| Pasivos no corrientes | 0 | | 68.628.225 | 70.546.677 | 72.509.128 | 73.355.266 |
| Patrimonio | 146.595.935 | 242.889.923 | 312.316.560 | 402.752.236 | 431.682.945 | 436.571.545 |
| Total patrimonio y pasivos | 147.987.809 | 246.610.420 | 394.296.208 | 473.487.593 | 505.602.256 | 510.495.549 |

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.

Al 31 de marzo de 2021 el fondo, en términos consolidados¹, mantenía activos inmobiliarios por aproximadamente UF 31,7 millones, con activos subyacentes que representan alrededor de 424 mil metros cuadrados arrendables, orientados básicamente al arriendo de oficinas, locales comerciales, bodegajes y estacionamientos. La deuda consolidada del fondo a julio de 2021, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de UF 15,5 millones.

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 *leaseback*, 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 (Vivo Imperio y Vivo El Centro), se observa que el Indicador de Cobertura Global de la deuda alcanza un valor de 1,6 veces para 2021 y disminuye respecto al año pasado, lo anterior tomando en cuenta que el financiamiento de esta adquisición se realizó mediante deuda. Por otra parte, el indicador se sitúa en 1,9 al considerar la perpetuidad de los flujos de sus activos. Esta operación, además, contribuye a mejorar la diversificación del portafolio de activos y aumentar los flujos generado por sus filiales.

En opinión **Humphreys**, 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 principales alrededor de un 40%. Considerando que la mayoría de ellos dispone de una solvencia elevada y 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 18% 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

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

arriendo, a excepción de las bodegas que representan un 18% 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 26% de los metros cuadrados ofrecidos se concentra en Las Condes y un 25% 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 siete 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, lo cual entrega una mayor probabilidad de que se mantenga en el tiempo el valor económico de los activos. Se debe añadir que los inmuebles mantienen seguros 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).

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. En este último caso, existe una exigencia de activos libres de gravámenes, el cual a la fecha se encuentra en las 2,65 veces.

Adicionalmente, 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, dada las características propias del fondo. Sin embargo, dadas las condiciones actuales de pandemia y las nuevas modalidades de trabajo que han surgido, se expone de manera especial el futuro de las oficinas, en términos de vacancia, lo que podría afectar la generación de flujo y con ello, reducir la holgura para el pago de la deuda. Lo anterior es especialmente relevante considerando que la exposición del fondo a este tipo de activos —en términos de composición de ingresos— es del 41%.

Por otra parte, se espera que los nuevos activos adquiridos por el fondo logren incrementar la relación entre el valor actual de los flujos y el nivel de deuda, en caso contrario, la clasificación podría ser revisada.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los termino 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.

Antecedentes generales

Características del 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. Su plazo de vencimiento está programado para el año 2025, pudiendo prorrogarse dicho plazo.

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 marzo de 2021 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% |
| Total | 21.132 | 100% |

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) al 31 de marzo de 2021 BTG Pactual AGF administraba 29 fondos de inversión. El total de patrimonio administrado en fondos de inversión ascendía a US\$ 2.361 millones, del cual **BTG Renta Comercial** representaba un 25,6% del total de 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, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada en la CMF, emitidos por sociedades chilenas, siempre que la entidad emisora cuente con estados financieros anuales auditados.
 - Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda emitidos por sociedades anónimas abiertas chilenas.
 - 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.
- Invertir hasta un 30% del activo total del fondo, como límite global, en los siguientes activos:

- Títulos emitidos por la Tesorería General de la Republica, 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 garantizados 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 de diversificación.
- Mutuos hipotecarios endosables del artículo 69 número 7 de la Ley General de Bancos u otros otorgados por entidades autorizadas por Ley, pudiendo otorgarse también recursos del propio Fondo.
- 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 marzo de 2021— se han materializado en cinco filiales. Un 33,0% de los activos se concentran en la Inmobiliaria Rentas II SpA que se enfoca en oficinas. Un 30,6% en 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*. Un 18,2% en Inmobiliaria Cargo Park SpA que contempla bodegas en Quilicura. Un 17,9% en Inmobiliaria CR S.A. que también contempla centros comerciales y *malls*. Por último, 0,2% de los activos consisten en estacionamientos en Las Condes y otros centros comerciales. Además de las filiales que controla, el fondo contaba con una participación de 25% de Vivo Corp S.A., la cual fue vendida a principios del año 2021 y utilizada para financiar la adquisición de dos centros comerciales (Vivo Imperio y Vivo El Centro).

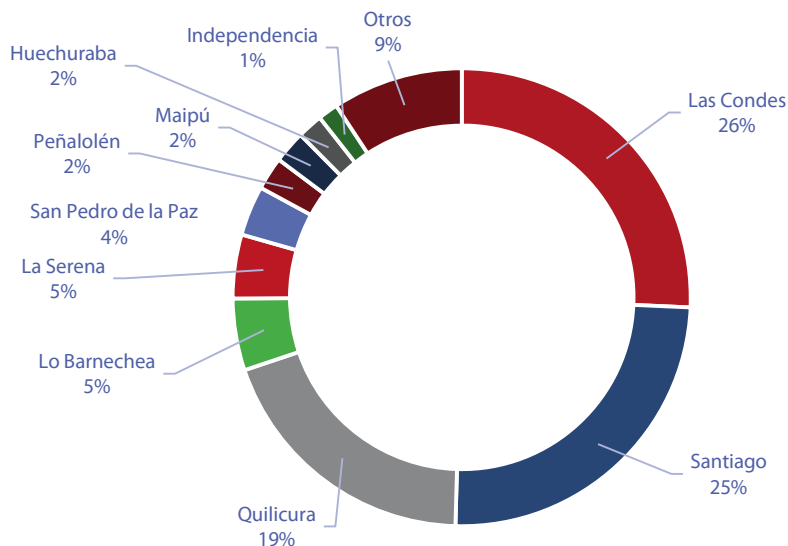


Ilustración 1: Distribución de metros cuadrados por comuna de los inmuebles

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 en 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.

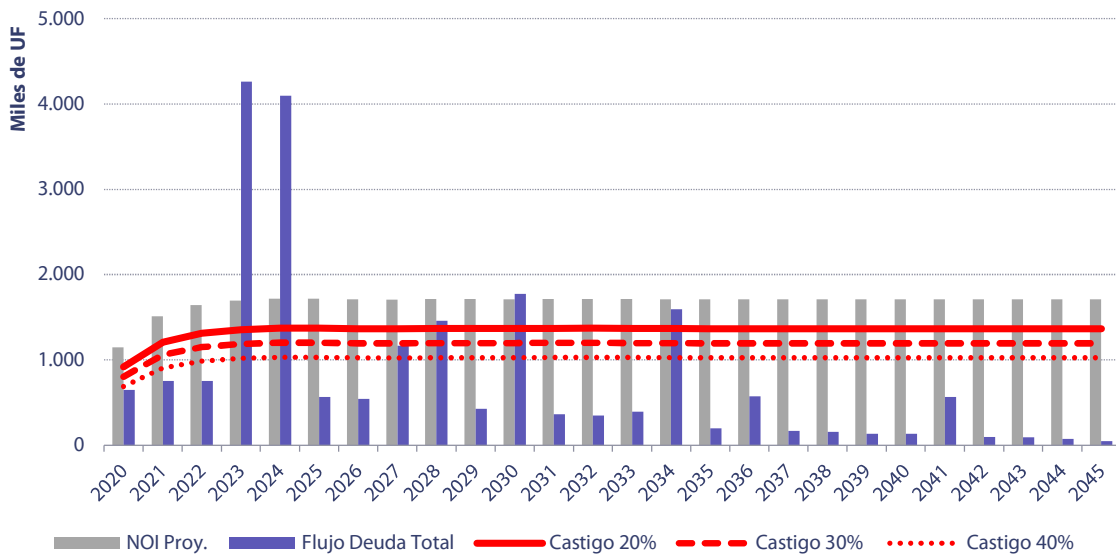


Ilustración 2: NOI y Servicio de la deuda

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, si el indicador muestra una relación mayor a uno, 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 marzo de 2021 presentaba una relación de 1,6, lo que significa que el valor actual de los flujos que generaría el fondo sería suficiente para salda el valor actual de la deuda. Sin embargo, cabe destacar que este indicador disminuye respecto al del año pasado (donde alcanzó un valor de 1,9 veces), principalmente por la adquisición de deuda por la compra del Mall Imperio y Mall El Centro. Por otra parte, si se considera una perpetuidad en los flujos, la relación alcanza las 1,9 veces.

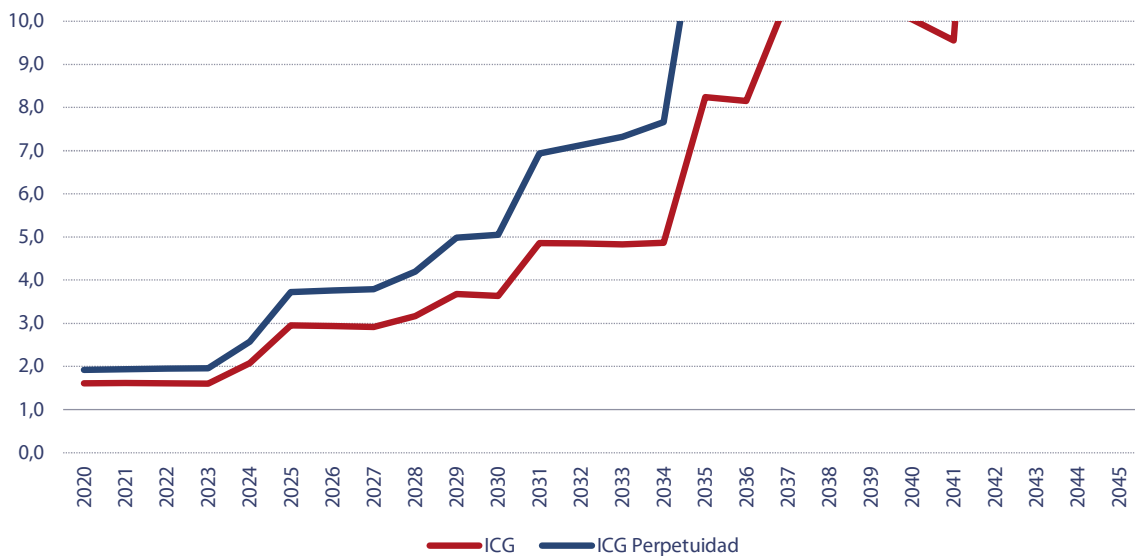


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

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.

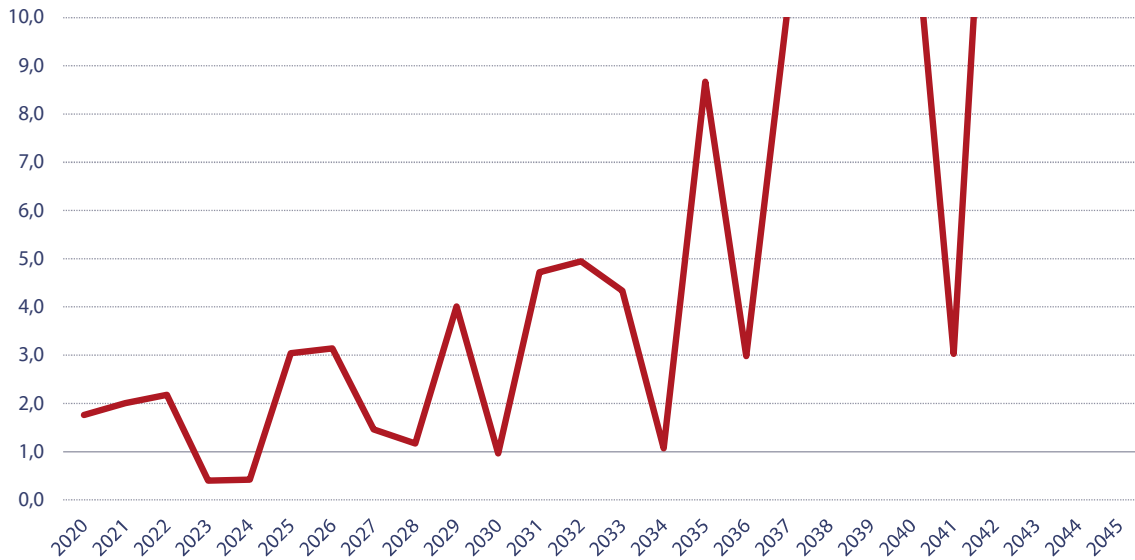


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

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 de interés | 0% | 5% | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% | 35% | 40% |
| 2,0% | 2,08 | 1,98 | 1,87 | 1,77 | 1,67 | 1,56 | 1,46 | 1,35 | 1,25 | |
| 2,5% | 1,98 | 1,88 | 1,78 | 1,68 | 1,59 | 1,49 | 1,39 | 1,29 | 1,19 | |
| 3,0% | 1,89 | 1,80 | 1,70 | 1,61 | 1,51 | 1,42 | 1,32 | 1,23 | 1,13 | |
| 3,5% | 1,80 | 1,71 | 1,62 | 1,53 | 1,44 | 1,35 | 1,26 | 1,17 | 1,08 | |
| 4,0% | 1,72 | 1,64 | 1,55 | 1,47 | 1,38 | 1,29 | 1,21 | 1,12 | 1,03 | |
| 4,5% | 1,65 | 1,57 | 1,48 | 1,40 | 1,32 | 1,24 | 1,15 | 1,07 | 0,99 | |
| 5,0% | 1,58 | 1,50 | 1,42 | 1,34 | 1,26 | 1,19 | 1,11 | 1,03 | 0,95 | |

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 2020 el indicador global de las filiales llegó a las 3,11 veces (*Ilustración 5*), influenciado principalmente por pasivos financieros, de los cuales cerca del 38,5% corresponde a cuentas por pagar a entidades relacionada. Al ajustar por los pasivos financieros con empresas relacionadas y considerando el endeudamiento del fondo, el indicador se reduce a 1,04 veces.

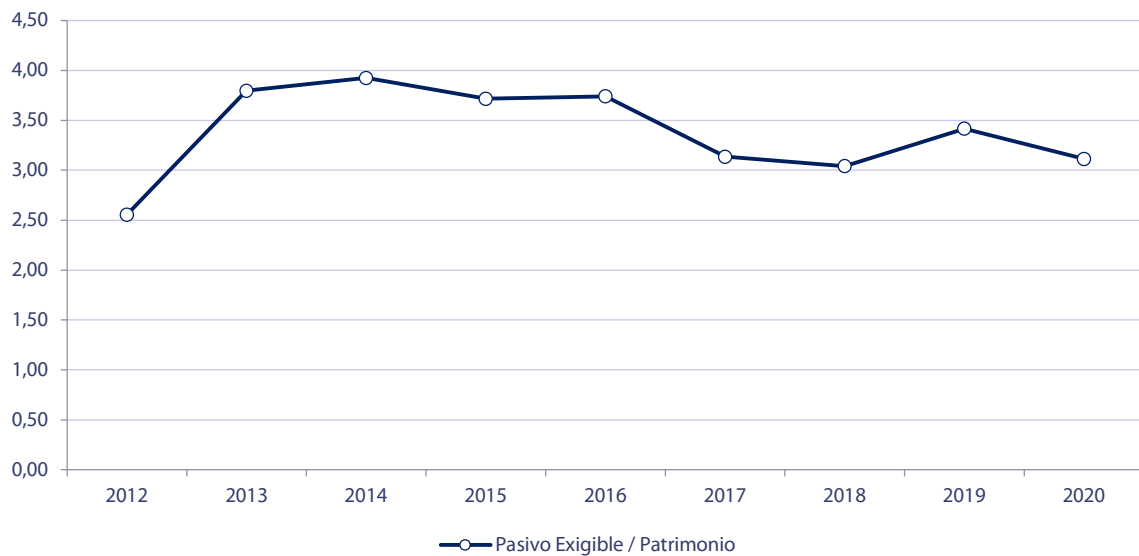


Ilustración 5: Razón de endeudamiento

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 2020 registró un indicador de 3,83 veces. El comportamiento que ha tenido este indicador se presenta en la *Ilustración 6*.

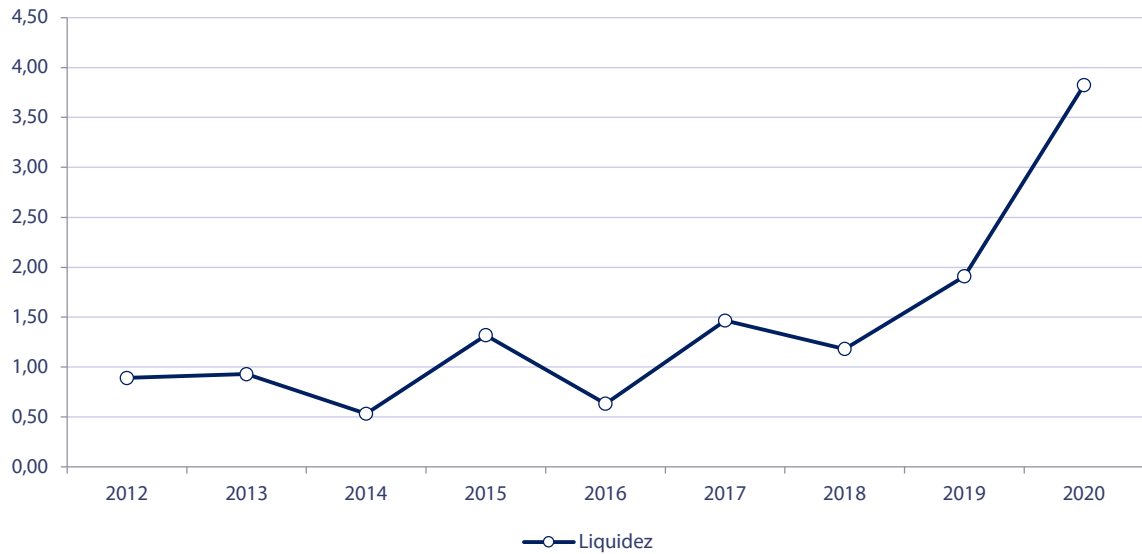


Ilustración 6: Razón de liquidez

Covenants

Covenants Financieros

| Covenant | Límite | Marzo - 2021 |
|---|---------------------------|--------------|
| Activos de inversión /Deuda Financiera Neta Consolidada | Mayor o igual a 1,5 veces | 2,15 |
| (Ingresos recurrentes del emisor – Gastos recurrentes del emisor) / Costos Financieros del emisor | Mayor o igual a 2,5 veces | 80,53 |
| Activos inmobiliarios libres de gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin garantías | Mayor o igual a 1,5 veces | 2,65 |

“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.”