



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Savka Vielma Huaiquiñir

Diego Salinas Barra

Ignacio Muñoz Quezada

savka.vielma@humphreys.cl

diego.salinas@humphreys.cl

ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Agosto 2023

| Categoría de riesgo | |
|---------------------|-----------|
| Tipo de instrumento | Categoría |

Línea de bonos y bonos **AA**
Tendencia **Estable**

EEFF base 31 de marzo de 2023

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

| Estados de Resultados IFRS | | | | | | |
|------------------------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| M\$ de cada año | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-23 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 61.936.109 | 947.679 | 47.743.434 | 5.220.129 | 23.495.631 | 11.636.157 |
| Gastos de administración | -10.424.819 | -1.022.677 | -1.266.414 | -271.260 | -1.233.624 | -327.111 |
| Otras ganancias (pérdidas) | 436.284 | 8.055.723 | 0 | 4.153.011 | 0 | 0 |
| Ingresos financieros | -743.731 | -1.392.664 | -1.434.626 | -364.570 | -3.130.134 | -814.639 |
| Utilidad del ejercicio | 51.139.701 | 6.946.376 | 44.784.464 | 8.729.694 | 19.018.004 | 10.483.068 |

| Estados de Situación Financiera IFRS | | | | | | |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| M\$ de cada año | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-23 |
| Activos corrientes | 73.891.425 | 19.334.013 | 77.782.197 | 9.163.904 | 21.328.854 | 21.596.358 |
| Activos no corrientes | 320.404.783 | 454.153.580 | 427.820.059 | 495.169.689 | 481.165.379 | 488.990.817 |
| Total activos | 394.296.208 | 473.487.593 | 505.602.256 | 504.333.593 | 502.494.233 | 510.587.175 |
| Pasivos corrientes | 13.351.423 | 188.680 | 1.410.183 | 167.392 | 21.387.697 | 21.842.998 |
| Pasivos no corrientes | 68.628.225 | 70.546.677 | 72.509.128 | 77.373.691 | 51.940.764 | 53.363.220 |
| Patrimonio | 312.316.560 | 402.752.236 | 431.682.945 | 426.792.510 | 429.165.772 | 435.380.957 |
| Total patrimonio y pasivos | 394.296.208 | 473.487.593 | 505.602.256 | 504.333.593 | 502.494.233 | 510.587.175 |

Opinión

Fundamentos de la clasificación

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión (BTG Pactual Renta Comercial) es un fondo administrado por BTG Pactual Chile S.A. Administradora General de Fondos (BTG Pactual Chile AGF) y constituido con el propósito, según señala su reglamento interno, de invertir en todo tipo de negocios inmobiliarios destinados a la renta no habitacional, principalmente en Chile, a través de la inversión en acciones y otros valores emitidos por sociedades por acciones o sociedades anónimas, sean cerradas o abiertas. Sin perjuicio de lo anterior, y en menor medida, el fondo podrá invertir en los referidos negocios en Perú y Colombia. Estas inversiones deben representar a lo menos el 70% del valor de los activos del fondo.

Al cierre de 2022 el fondo, en términos consolidados¹ mantenía activos inmobiliarios con una tasación vigente en torno a las UF 28,5 millones, con activos subyacentes que representan alrededor de 425 mil metros cuadrados arrendables, orientados básicamente al arriendo de oficinas, locales comerciales, bodegaje y estacionamientos. La deuda consolidada del fondo, a diciembre de 2022, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de UF 15,78 millones.

Dentro de los principales fundamentos que sustentan la clasificación en “*Categoría AA*” de los títulos de deuda de **BTG Pactual 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.

En opinión de **Humphreys**, la estructura y características de los inmuebles de propiedad del fondo, así como las de sus arrendatarias, 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 6% de los ingresos del fondo y los diez principales cerca de un 31%. 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 cliente mantiene *rating* A 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 de que las inversiones del fondo se distribuyen en más de 50 complejos inmobiliarios, entendiéndose por ellos edificios y/o centros comerciales diferenciados, no representan ninguno de ellos más de un 10% de los metros cuadrados disponibles para arriendo, a excepción de las bodegas que representan aproximadamente un 15% de los metros cuadrados útiles. Estos centros inmobiliarios se distribuyen en 29 comunas, 15 de las cuales se ubican fuera de la Región Metropolitana, Si bien un 20% de los metros cuadrados ofrecidos se concentran

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).

en Las Condes y un 21% en Santiago centro, los activos restantes presentan una adecuada atomización por comuna.

La clasificación de riesgo, además, recoge como elemento favorable el vencimiento de los contratos, cuyos periodos remanentes rondan los seis 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 el ámbito de ASG (o ESG por sus siglas en inglés), desde 2015, BTG Pactual cuenta con un área especializada con el objetivo de promover una gestión y política a través de la responsabilidad social y medioambiental, a lo largo de toda la cadena de productos y servicios del Banco; incorporando así estos criterios a cada uno de los fondos administrados por la AGF.

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 que estos riesgos, tanto por lo expuesto en los párrafos anteriores como por lo *covenants* de protección para los bonistas. En este último caso, existe una exigencia de activos libres de gravámenes, el cual a la fecha se encuentran en las 2,93 veces.

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.

Antecedentes generales

Características del fondo

BTG Pactual 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 no habitacional, principalmente en Chile, a través de la inversión en acciones y otros valores emitidos por sociedades por acciones o sociedades anónimas, sean cerradas o

abiertas. Sin perjuicio de lo anterior, y en menor medida, el fondo podrá invertir en los referidos negocios en Perú y Colombia. 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.

Tabla 1: Accionistas de la 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 | 100,00% |

BTG Pactual Renta Comercial es administrado por BTG Pactual Chile AGF, entidad perteneciente al grupo brasileño del mismo nombre y una de las principales instituciones financieras de América Latina. A marzo de 2023 la propiedad de BTG Pactual Chile AGF se componía como muestra la Tabla 1.

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), al cierre de marzo de 2023 BTG Pactual Chile AGF administraba 35 fondos de inversión. El total de patrimonio administrado en fondos de inversión ascendía a US\$ 2.603 millones, del cual **BTG Pactual Renta Comercial** representaba un 21,15% del total de los fondos de inversión gestionados por la AGF.

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

La política de inversión 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 hay sido registrada en la CMF, emitidos por sociedades chilenas, siempre que la entidad emisora cuente con estados financieros anuales dictaminados por auditores externos, de aquellos inscritos en el registro que al efecto lleva la CMF.
 - Acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda emitidos por sociedades anónimas abiertas chilenas.
 - Acciones, bonos, efectos de comercio u otro título de deuda de entidades emisoras extranjeras, cuya emisión no haya sido registrada como valor de afecta 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 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 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 y otros otorgados por entidades autorizadas por Ley, pudiendo otorgarse también con recursos propios del fondo.

Para el cumplimiento de su objetivo de inversión, el fondo podrá concurrir a la constitución de todo tipo de sociedades, tanto chilenas como extranjeras, en cuyos estatutos deberá establecerse que sus estados financieros anuales serán dictaminados por auditores externos de aquellos inscritos en el registro que al efecto lleva la CMF, en caso de las sociedades chilenas y aquellas dictaminadas por auditores externos 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 2023², se han materializado en cinco filiales. Un 43,1% de los activos se concentran en la Inmobiliaria Rentas II SpA que se enfoca en oficinas. Un 22,9% en Inmobiliaria Centros Comerciales I SpA que se enfoca —como su nombre sugiere— en centros comerciales tales como *strip centers*, *stand alone*, *power center* y *mall*. Un 20,3% en Inmobiliaria CR S.A. que también contempla centros comerciales y *malls*, y un 5,1% en Inmobiliaria Cargo Park SpA que contempla bodegas en la comuna de Quilicura. Dentro de estas sociedades y otras con menor proporción dentro de la cartera, el fondo es dueño de 57 inmuebles con cerca de 425 mil metros cuadrados útiles arrendables.

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 y las recuperaciones posteriores en los arriendos tras la mayor movilidad. 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 holgura para el pago de la deuda, incluso con un 40% de deterioro del NOI en la mayoría de los periodos proyectados. Sin embargo, para los vencimientos de estructuras *bullet*, como es el caso para el 2023 y 2024, y posteriormente con los vencimientos de los años 2027, 2028, 2030 y 2034, los vencimientos son mayores que los flujos que podrían generar los inmuebles. No obstante, en opinión de **Humphreys**, dichos montos podrían ser refinanciados

² Según la información publicada en la CMF sobre la cartera de inversión del fondo.

con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores y/o por el valor de los inmuebles que posee el fondo.

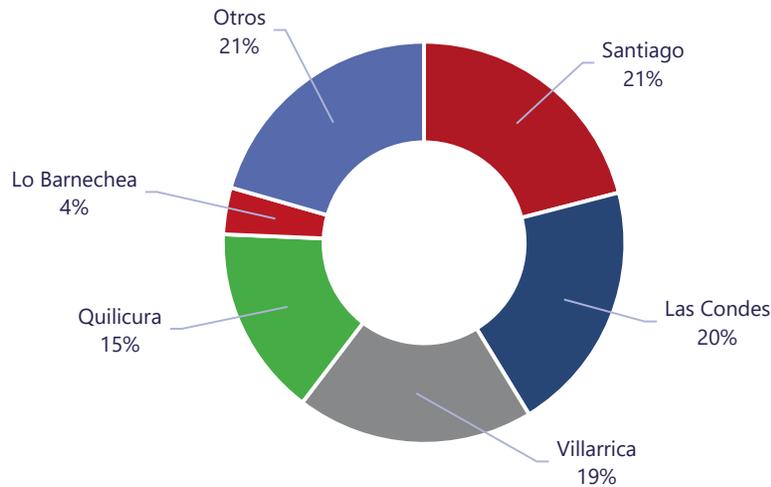


Ilustración 1: Distribución de metros cuadrados útiles por comuna de los inmuebles

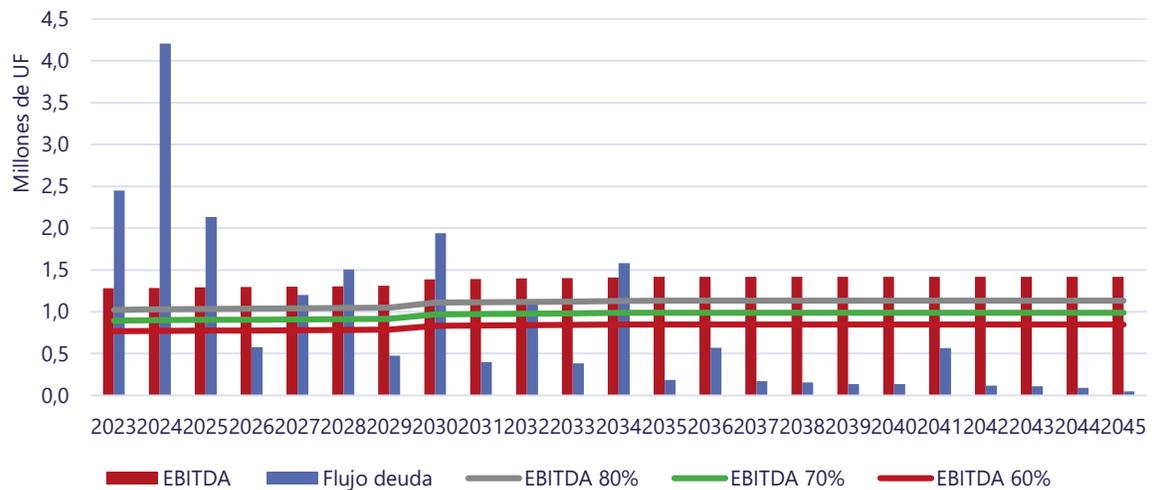


Ilustración 2: Perfil de pago y generación de flujos

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 total sin considerar el valor de liquidación de los activos. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debería presentar problemas para dar cumplimiento a 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).

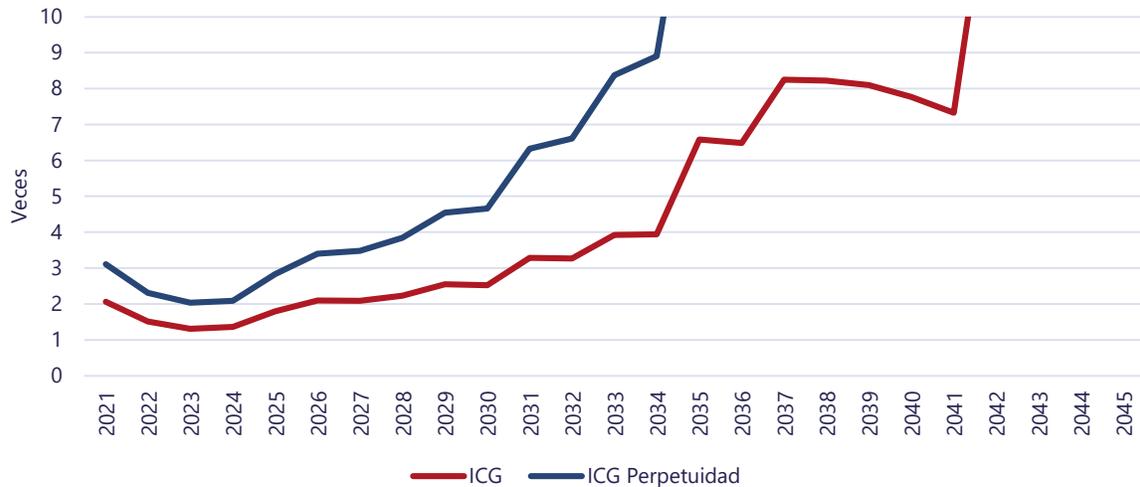


Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

BTG Pactual Renta Comercial y sus filiales a marzo 2023 presentaban una relación de 1,33, lo que significa que el valor actual de los flujos que generaría el fondo sería suficiente para saldar el valor actual de la deuda. Sin embargo, cabe destacar que este indicador disminuye respecto a los años anteriores (se esperaba un valor de 1,6 veces para el 2022 el mismo periodo del año pasado), principalmente por la mayor vacancia que han mostrado algunos inmuebles. Por otra parte, si se considera una perpetuidad en los flujos que genera el fondo, la relación alcanza las 1,81 veces.

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 cinco periodos el indicador se encuentra por debajo de la unidad que corresponde al pago de amortizaciones principalmente de créditos tipo *bullet*. A pesar de lo anterior, durante los años previos el fondo es capaz de generar excesos de NOI que, de ser acumulados, tendrían la capacidad para cubrir la mayoría de las obligaciones. Dado lo anterior, para cubrir sus obligaciones el fondo requeriría refinanciar parcial o totalmente los próximos vencimientos. La Ilustración 4 presenta el comportamiento del indicador en el tiempo.

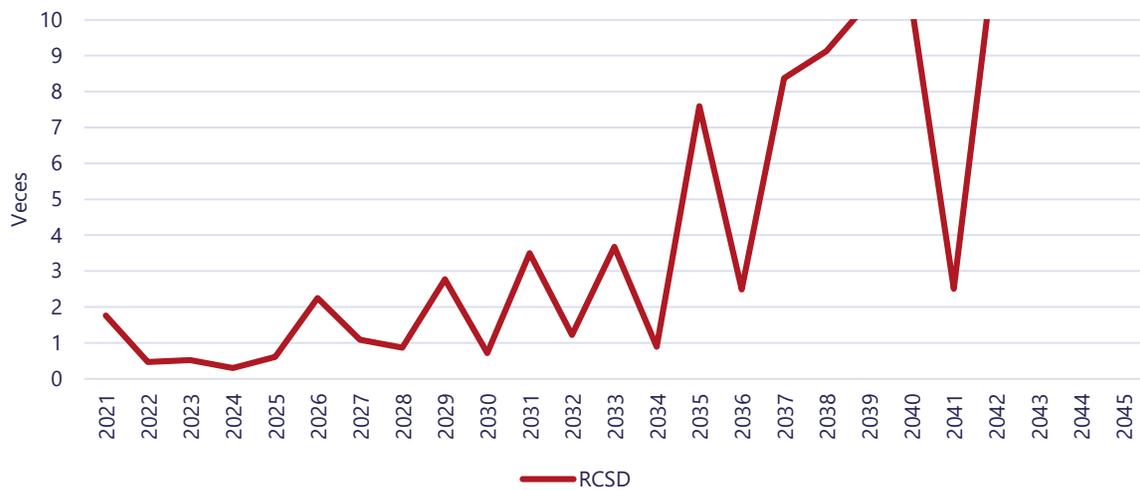


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Índice de Cobertura Projectado (ICP)

Considerando que el bono tendría un vencimiento de UF 2,5 millones en 2023 y entre los años 2023 y 2024 se debería amortizar UF 7,4 millones se realiza una sensibilización al descontar a distintas tasas de interés los flujos que generaría el fondo desde el 2023 hasta el vencimiento de toda su deuda. Posteriormente, estos flujos son castigados en distintos niveles como se presenta en la Tabla 2.

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

| ICP | Castigo de los flujos más valor de los activos | | | | | | | | | | | |
|-------|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 0% | 5% | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% | 35% | 40% | 45% | 50% | 60% |
| 2,70% | 2,50 | 2,37 | 2,25 | 2,12 | 2,00 | 1,87 | 1,75 | 1,62 | 1,50 | 1,37 | 1,25 | 1,00 |
| 3,20% | 2,33 | 2,22 | 2,10 | 1,98 | 1,87 | 1,75 | 1,63 | 1,52 | 1,40 | 1,28 | 1,17 | 0,93 |
| 3,70% | 2,18 | 2,07 | 1,96 | 1,85 | 1,74 | 1,64 | 1,53 | 1,42 | 1,31 | 1,20 | 1,09 | 0,87 |
| 4,20% | 2,04 | 1,94 | 1,84 | 1,74 | 1,63 | 1,53 | 1,43 | 1,33 | 1,23 | 1,12 | 1,02 | 0,82 |
| 4,70% | 1,92 | 1,82 | 1,72 | 1,63 | 1,53 | 1,44 | 1,34 | 1,25 | 1,15 | 1,05 | 0,96 | 0,77 |
| 5,20% | 1,80 | 1,71 | 1,62 | 1,53 | 1,44 | 1,35 | 1,26 | 1,17 | 1,08 | 0,99 | 0,90 | 0,72 |
| 5,70% | 1,69 | 1,61 | 1,52 | 1,44 | 1,35 | 1,27 | 1,19 | 1,10 | 1,02 | 0,93 | 0,85 | 0,68 |

Endeudamiento

El endeudamiento medido como pasivos exigibles sobre patrimonio de todas las sociedades filiales, ha mostrado un comportamiento relativamente estable con excepción de 2021, registrando un incremento en comparación a años anteriores, registrando 4,44 veces su pasivo exigible sobre patrimonio. Al cierre de 2022, el indicador alcanzó las 5,37 veces. Sin embargo, esta medida se ve influenciada principalmente por pasivos financieros, de los cuales un 36,6% corresponde a cuentas por pagar a entidades relacionadas al cierre de 2022. Al ajustar por los pasivos financieros con empresas relacionadas y considerando el

endeudamiento del fondo, el indicador se reduce a 1,39 veces. La evolución del indicador se presenta en la Ilustración 5.

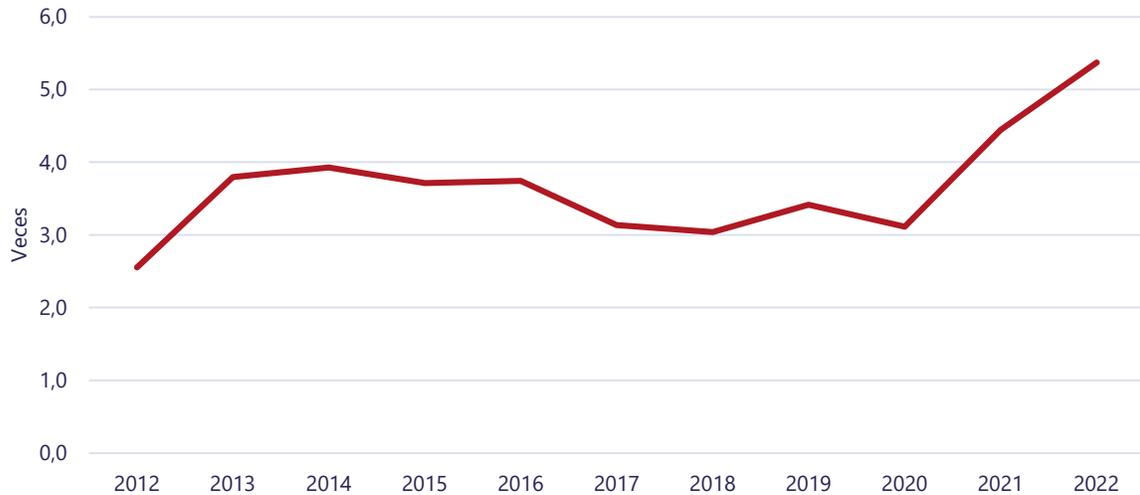


Ilustración 5: Razón de endeudamiento

Liquidez

La liquidez global de las filiales siempre ha estado alrededor de la unidad hasta 2018, llegando a un mínimo de 0,53 veces al cierre de 2022. Sin embargo, había presentado una tendencia al alza hasta el año 2020, alcanzando las 3,83 veces al cierre del mismo periodo, mientras que para el 2021 este guarismo registró 2,84 veces. El comportamiento del indicador se presenta en la Ilustración 6.

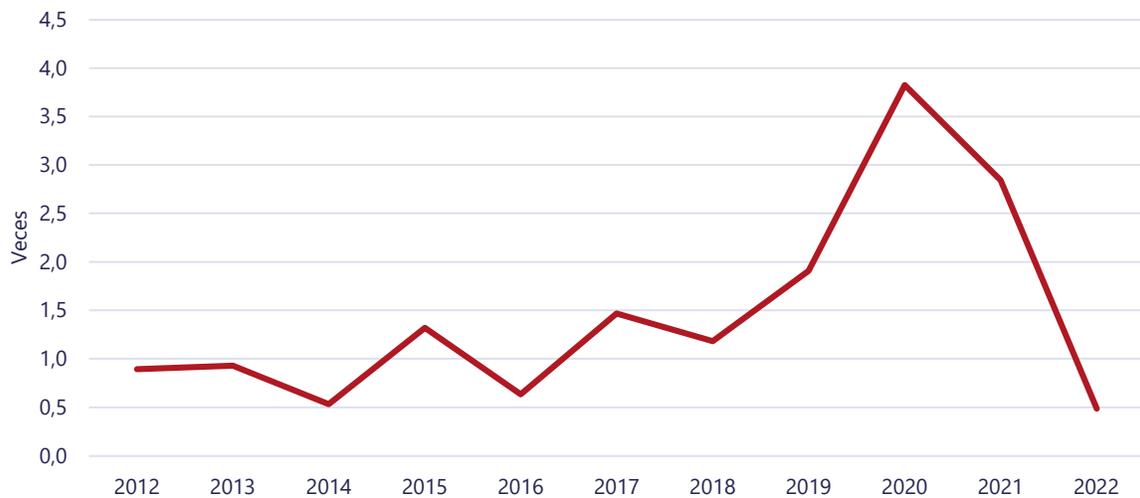


Ilustración 6: Razón de liquidez

Covenants

| Covenants | Límite | Marzo 2023 |
|---|---------------------------|------------|
| Activos de inversión /Deuda Financiera Neta Consolidada | Mayor o igual a 1,5 veces | 1,94 |
| (Ingresos recurrentes del emisor – Gastos recurrentes del emisor) / Costos Financieros del emisor | Mayor o igual a 2,5 veces | 14,98 |
| Activos inmobiliarios libres de gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin garantías | Mayor o igual a 1,5 veces | 2,93 |

"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."