



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Confirmación

A n a l i s t a

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión

Octubre 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 y bonos	AA
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	30 de junio de 2018

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

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	jun-18
Activos Corrientes	1.161.940	323.466	31.230	3.009.722	3.607.871
Activos No Corrientes	124.541.681	141.580.707	147.956.579	243.600.698	246.147.368
Total Activos	125.703.621	141.904.173	147.987.809	246.610.420	249.755.239
Pasivos Corrientes	3.799.202	116.760	1.391.874	3.720.497	3.330.132
Pasivos No Corrientes	0	0	0	0	0
Total Pasivos	3.799.202	116.760	1.391.874	3.720.497	3.330.132
Patrimonio Neto	121.904.419	141.787.413	146.595.935	242.889.923	246.425.107
Total Pasivos y Patrimonio Neto	125.703.621	141.904.173	147.987.809	246.610.420	249.755.239

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	jun-18
Ingresos	6.253.418	22.815.109	11.157.532	43.684.351	11.085.811
Gastos de operación	-3.881.298	-1.344.305	-2.285.245	-2.107.911	-279.095
Resultado operacional	2.372.120	21.470.804	8.872.287	41.576.440	10.806.716
Costos financieros	0	0	0	-35.480	0
Resultado del ejercicio	2.372.120	21.470.804	8.872.287	41.540.960	10.806.716

Opinión

Fundamentos de la clasificación

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión¹ (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 30 de junio de 2018, el fondo, en términos consolidados², mantenía activos valorizados en aproximadamente US\$ 845 millones (según última valorización independiente³), con activos subyacentes que representan alrededor de 356 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\$ 250 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.

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 última adquisición de activos inmobiliarios por parte de **BTG Renta Comercial**, se observa que el Indicador de Cobertura Global de la deuda alcanza un valor de 2,37 veces para 2018⁴, razón compatible con la categoría de riesgo asignada, en especial si se considera que la operación contribuye a mejorar la diversificación del portafolio de activos.

En efecto, en opinión de **Humphreys**, el valor de mercado de los activos subyacentes del fondo—a través de una valorización independiente realizada por el fondo—ascendió a UF 20,3 millones a junio de 2018, lo que se contrasta con una deuda financiera cercana a los UF 9,0 millones (con LTV entre 44% y 45%), sin

¹ Anteriormente denominado **BTG Pactual Rentas Inmobiliarias II Fondo de Inversión**.

² 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.

³ Valorización de Mario Corbo Asociados. Conversión utilizando tipo de cambio y unidad de fomento al 30 de junio de 2018.

⁴ Si bien al momento de la clasificación inicial de la línea este indicador registraba un valor de 2,60 la disminución se atribuye al mayor endeudamiento tras la compra de nuevos activos al fondo.

considerar la adquisición de nuevos activos por parte del fondo. 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 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 30%, 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 60% de los diez principales clientes mantiene *rating* superior a categoría AA- y un 70% 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 16% 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, entendiendo 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 16% de los contratos tienen vigencias por sobre el año 2037 o más, lo cual entrega estabilidad a los flujos de ingresos, y que cerca de un 22% 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

El fondo ha realizado la compra de 20 inmuebles, 19 de los cuales corresponde a la cartera de Confuturo y el centro comercial Zoco Montemar. Además, en agosto de 2018 el fondo colocó un bono por UF 2,5 millones, recursos que se utilizarán principalmente para refinanciar sus pasivos y adquirir nuevos inmuebles. Los activos que se incorporan al fondo están distribuidos en ocho regiones y son representativos de 40 mil metros cuadrados de superficie y con contratos de largo plazo. En opinión de **Humphreys**, esta operación si bien aumenta el endeudamiento relativo de fondo tras la incorporación del pasivo financiero asociado a los

nuevos inmuebles, la capacidad de generación de flujos es consistente con el perfil actual del pasivo, con excepción de dos años susceptibles de ser refinanciados. En contraposición, se debe considerar que estos nuevos activos ayudan a la diversificación geográfica de la generación de flujo, además de atomizarlos aún más. Todo lo anterior no afecta la clasificación de riesgo por si sola.

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 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 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 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%
Total	21.132	100,00%

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 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.

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.

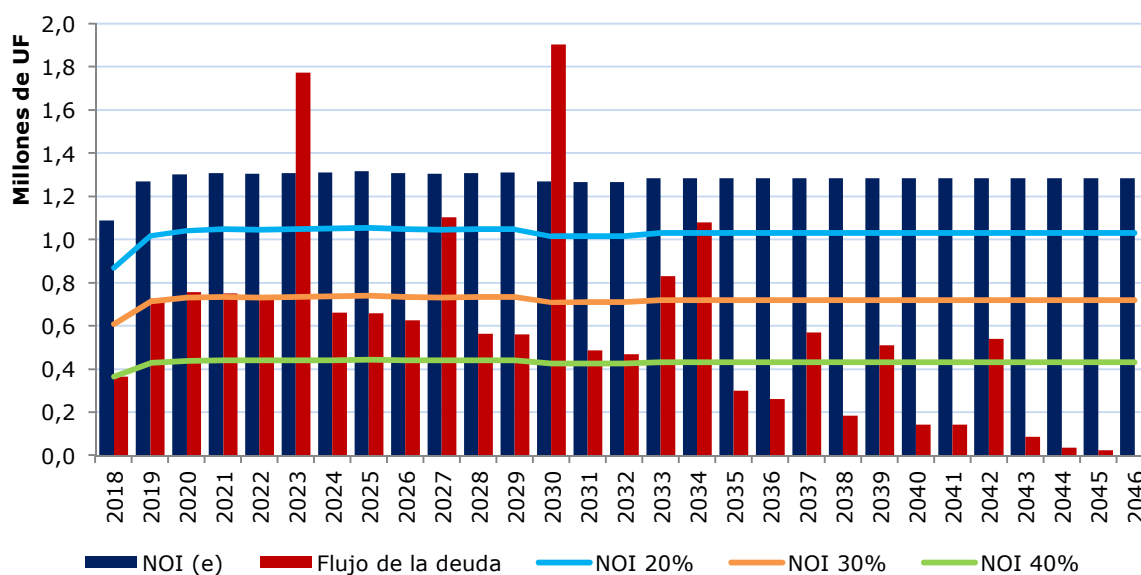


Ilustración 1: NOI y servicio de la deuda⁵

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).

BTG Renta Comercial a diciembre de 2018 presentaba una relación de 2,4 (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.

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).

⁵ La proyección del NOI no considera la compra de los nuevos inmuebles que se incorporan al fondo que mejoran la generación de flujos.

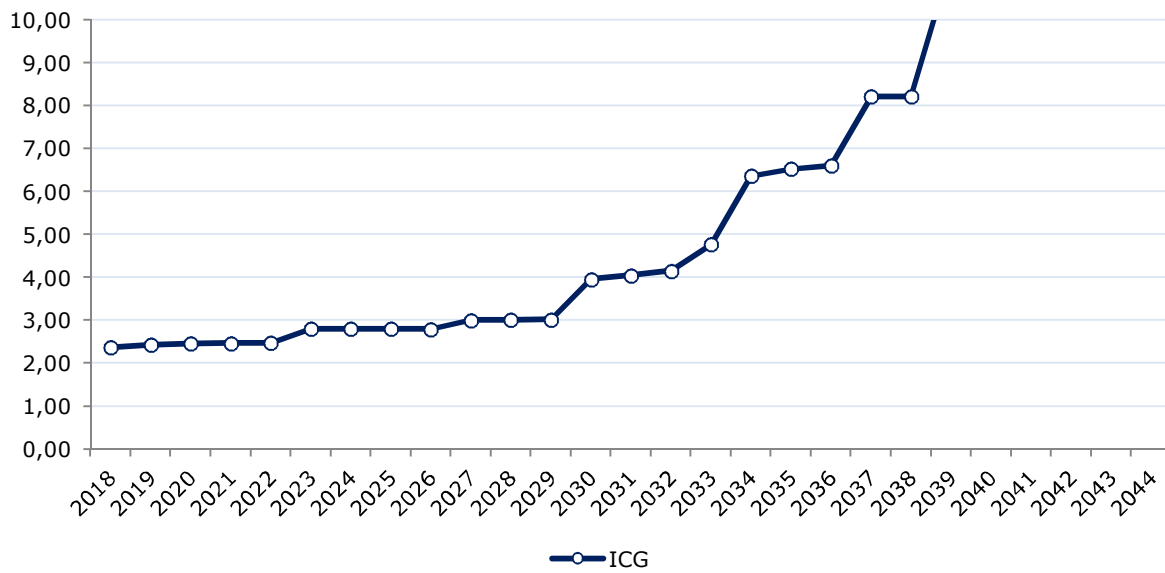


Ilustración 2: Índice de Cobertura Global de la Deuda



Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

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).

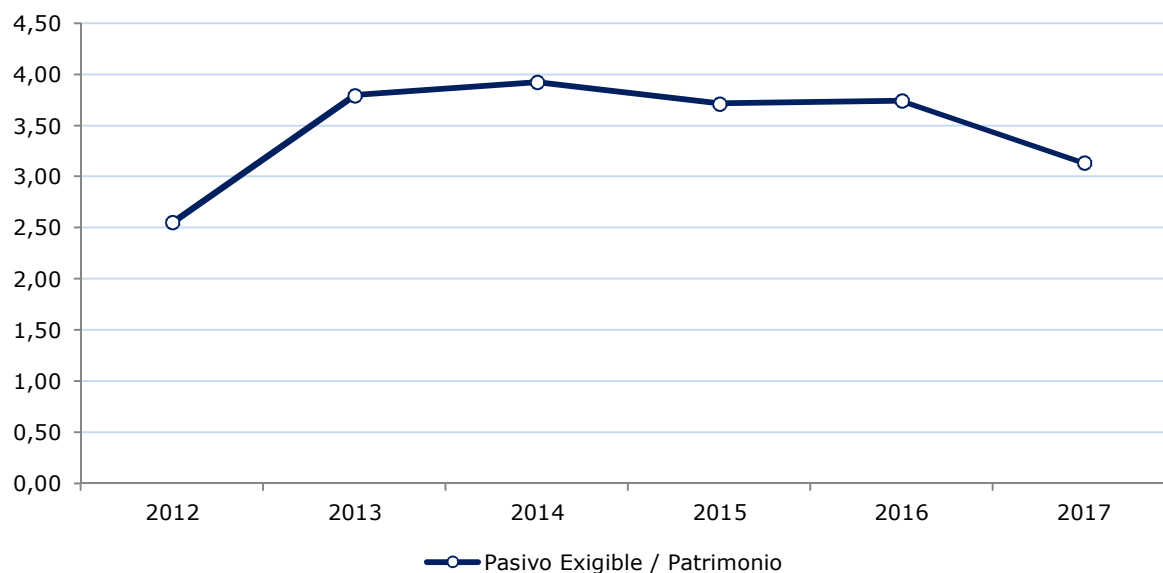


Ilustración 4: Razón de endeudamiento

Liquidez

La liquidez de **BTG Renta Comercial** 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.

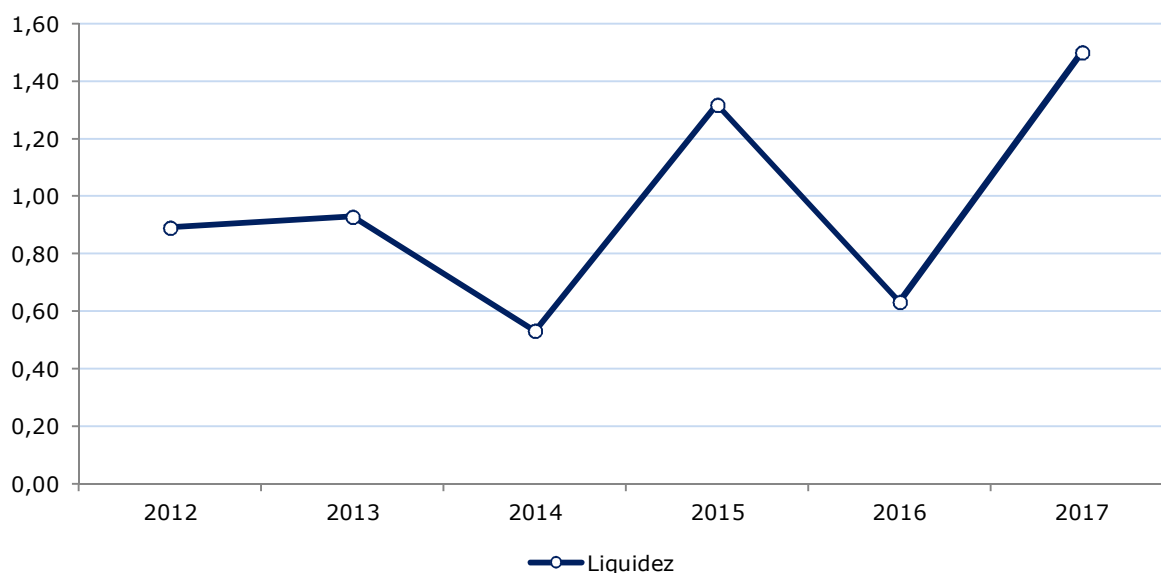


Ilustración 5: Razón de liquidez

Características de los instrumentos vigentes

Covenants financieros		
Covenant	Límite	jun.-18
Activos de inversión / Deuda Financiera Neta Consolidada	Mayor o igual a 1,5 veces	NA
(Ingresos recurrentes del emisor – Gastos recurrentes del emisor) / Costos Financieros del emisor	Mayor o igual a 2,5 veces	NA
Activos inmobiliarios libres de gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin garantías	Mayor o igual a 1,5 veces	NA

"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.

Propiedad	Tipo	Comuna	Superficie	Ocupación	Estacionamientos
Edificio Alcántara Apoquindo	Oficinas *	Las Condes	9.268	100%	203
Edificio CCU	Oficinas *	Las Condes	6.026	100%	157
Edificio El Golf 2001	Oficinas	Las Condes	2.780	100%	44
Torres del Parque	Oficinas	Las Condes	22.831	95%	526
Inmobiliaria Vitacura 2670 S.A.			40.904	97%	930
Edificio Apoquindo 3039	Oficinas *	Las Condes	10.041	89%	160
Edificio Coasin	Oficinas	Huechuraba	7.582	93%	212
Edificio Plaza Manquehue	Oficinas *	Las Condes	15.080	80%	474
Edificio Rosario Norte 100	Oficinas	Las Condes	7.622	100%	250
Torre Amunátegui	Oficinas *	Santiago	21.120	97%	277
Torre Huérfanos	Oficinas *	Santiago	22.482	100%	247
Inmobiliaria Rentas II SpA			83.927	94%	1.620
Total edificios de oficinas			124.831	95%	2.550
Plaza Alameda	Stand alone	Estación Central	3.039	100%	NA
Plaza Don Carlos	Strip center	La Reina	3.627	96%	NA
Plaza Huinganal	Strip center	Lo Barnechea	806	100%	NA
Plaza La Fuente	Strip center	Macul	1.733	100%	NA
Plaza Los Militares	Stand alone	Las Condes	305	100%	NA
Plaza Nogales	Strip center	Ñuñoa	551	100%	NA
Plaza El Poeta	Stand alone	Macul	497	100%	NA
Plaza Quinchamalí	Strip center	Las Condes	990	93%	NA
Plaza San Lucas	Strip center	Lo Barnechea	1.401	95%	NA
Plaza San Pío	Strip center	Vitacura	1.745	80%	NA
Plaza Vivaceta	Power center	Independencia	6.088	87%	NA
Inmobiliaria CR S.A.			20.782	93%	
Boulevard del Valle	Power center	Concepción	8.506	62%	NA
Paseo Lo Campino	Strip center	Quilicura	4.897	96%	NA

Paseo Los Dominicos	Power center	Las Condes	24.714	100%	NA
Paseo Los Trapenses	Power center	Lo Barnechea	16.318	96%	NA
Paseo Maipú I	Strip center	Maipú	5.620	99%	NA
Paseo Maipú II	Strip center	Maipú	4.053	95%	NA
Paseo San Pedro de la Paz	Strip center	Concepción	5.978	100%	NA
Paseo Smol	Strip center	Concepción	4.775	98%	NA
Paseo Tobalaba I	Strip center	Peñalolén	5.044	93%	NA
Paseo Tobalaba II	Strip center	Peñalolén	5.047	90%	NA
Cartera Confuturo	Stand alone	Varias	42.600	100%	NA
Zoco de Montemar	Strip center	Concón	5.773	92%	NA
Inmobiliaria Centros Comerciales I SpA			133.325	96%	
Total centros comerciales			154.108	95%	
Cargo Park	Centro de bodegaje	Quilicura	76.887	97%	NA
Inmobiliaria Cargo Park SpA			76.887	97%	
Total centros de bodegaje			76.887	97%	
Plaza Perú	Conc. estacionamientos	Las Condes	560		599
Isidora	Conc. estacionamientos	Las Condes	276		366
Concesión Estacionamientos Municipales de Las Condes S.A.			836		965
Total estacionamientos			836		965