



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	A+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 963 09.09.2019
Serie A (BFARR-A)	Primera emisión

Estado de Situación Financiera, IFRS						
M\$	2015	2016	2017	2018	2019	mar-20
Activos Corrientes	32.611	60.098	588.758	931.813	1.322.471	1.407.537
Activos No Corrientes	7.326.778	23.425.827	34.482.720	47.504.183	100.547.532	101.720.322
Total Activos	7.359.389	23.485.925	35.071.478	48.435.996	101.870.003	103.127.859
Pasivos Corrientes	38.932	74.985	492.395	525.966	1.750.321	1.742.352
Pasivos No Corrientes	0	0	0	0	25.210.866	25.490.163
Total Pasivos	38.932	74.985	492.395	525.966	26.961.187	27.232.515
Patrimonio Neto	7.320.457	23.410.940	34.579.083	47.910.030	74.908.816	75.895.344
Total Pasivos y Patrimonio Neto	7.359.389	23.485.925	35.071.478	48.435.996	101.870.003	103.127.859

Estado de Resultados por Función, IFRS						
M\$	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-2020
Ingresos	1.301.215	3.301.528	4.105.525	5.595.541	8.580.810	1.707.990
Gastos de operación	-131.107	-288.890	-392.479	-516.120	-2.505.203	-270.357
Resultado operacional	1.170.108	3.012.638	3.713.046	5.079.421	6.075.607	1.437.633
Costos financieros	0	0	0	0	-28.544	0
Resultado del ejercicio	1.170.108	3.012.638	3.713.046	5.079.421	6.047.063	1.437.633

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales (ARR) es un fondo administrado por Asset Administradora General de Fondos S.A. 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 2020 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 33,5 millones y activos financieros a costo amortizado por US\$ 81,9 millones, con inmuebles que representan cerca de 69 mil metros cuadrados arrendables, ubicados principalmente en la comuna de Santiago. Por otro lado, las valorizaciones independientes¹ de los activos le dan un valor comercial cercano a US\$ 132,7 millones. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 78,4 millones

En relación con la contingencia asociada a la crisis producto del COVID-19, se considera positivo que los flujos proyectados para **Asset Rentas Residenciales** permiten hacer frente tanto a los gastos operacionales como a las deudas de corto plazo, incluso asumiendo una drástica caída en sus ingresos por concepto de una disminución en el nivel ocupacional de los activos arrendados y/o baja en los cánones de arriendo. En todo caso, la información de los últimos meses no refleja efectos significativos provocados por la crisis

Entre los fundamentos que sustentan la clasificación de los títulos de deuda de **ARR** en "Categoría A+", destaca la adecuada 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 26% de los ingresos 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 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.

¹ Valorización de Real Data Consultores Inmobiliarios.

Dado lo anterior, unos de los principales riesgos del fondo—caída de ingresos por aumento de vacancia y/o baja en valor de los arriendos—se ve moderado por la política comercial que implica mantener contratos de arriendo de corta duración.

Otro elemento de riesgo es la elevada concentración geográfica de los ingresos, ya 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 diversidad de servicios, entre ellos comerciales y educacionales, y mantiene fuentes de trabajo relativamente estables. Tampoco puede desconocerse que el centro cívico genera un importante flujo de personas que, de alguna manera, presionan al alza el valor de los inmuebles. Por otra parte, cabe señalar que el fondo cuenta con ocho² proyectos promesados en otras comunas dentro de la Región Metropolitana, lo que llevaría a disminuir la importancia relativa de la comuna de Santiago.

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.

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).

Hechos recientes

El día 10 de enero de 2020, la Asamblea Extraordinaria de Aportantes del fondo acordó ampliar el plazo de duración del mismo hasta el día 4 de octubre de 2035 y, además, aumentar el capital del fondo por hasta UF 4 millones.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

² Según datos de la AGF.

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría

Antecedentes generales

Características del fondo

El 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.

ARR es administrado por Asset Administradora General de Fondos S.A. (Asset AGF), entidad relacionada al grupo AssetChile, 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 los 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 u otros títulos de deuda, cuya emisión no haya sido registrada en la CMF, siempre que la sociedad emisora cuente con los 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.
 - Títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos por Estados o bancos centrales extranjeros o que cuenten con garantía de esos Estados o instituciones 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.
 - Títulos de crédito, depósitos a plazo, títulos representativos de captaciones de dinero, valores o efectos de comercio, emitidos por entidades bancarias extranjeras o internacionales o que cuenten con garantía de esas entidades por el 100% de su valor hasta su total extinción.
 - 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.

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, ajustado por la eventual reducción a consecuencia de la crisis sanitaria, 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 1. Si bien el fondo presenta holguras para el pago de la deuda—con hasta un 40% de deterioro del NOI—el año 2024 se genera un pago cercano a un millón de UF, el cual podría ser refinanciado con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores.

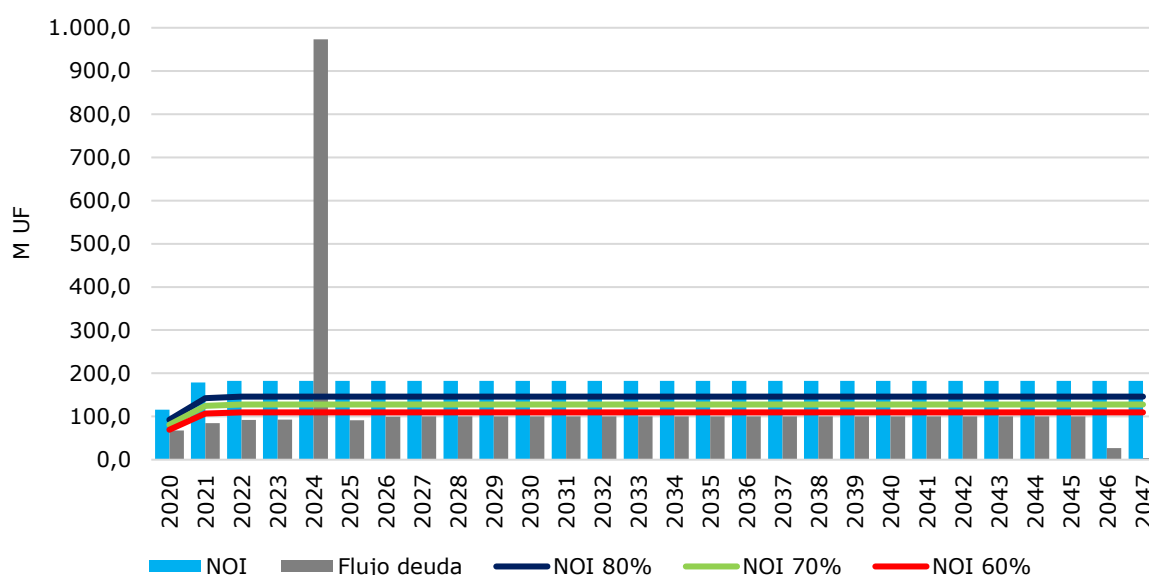


Ilustración 1: NOI y servicio de la deuda

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 la misma, y el valor de la deuda financiera del fondo, considerando como flujo, en algunos análisis, 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). Como se puede apreciar en la Ilustración 2, **ARR**, sobre la base de los datos considerados a marzo de 2020, presentaba una relación de 1,5 si se consideran sólo los flujos a percibir durante la vigencia del bono; sin embargo, este

ratio se incrementa a 2,7 si se asume perpetuidad en los flujos³. Adicional a lo anterior, el fondo cuenta con un indicador de cobertura de 1,6 veces para el 2035 (año en que expira el fondo), lo que refleja capacidad para el prepagó del bono en caso de liquidarse los activos.

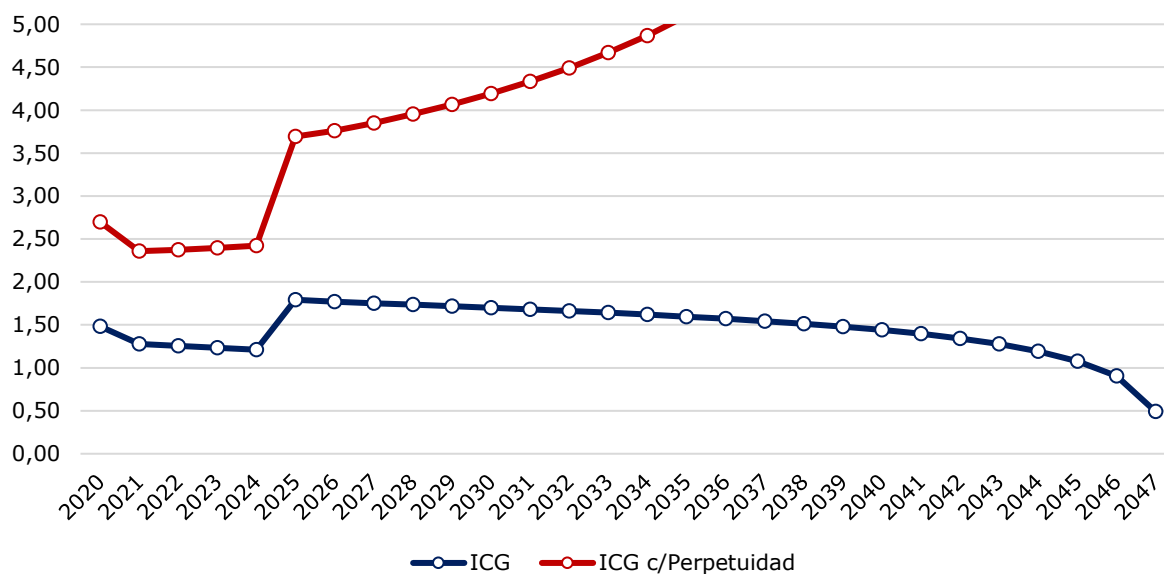


Ilustración 1: Índice de Cobertura Global de la Deuda

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 un periodo el indicador (como se puede apreciar en la Ilustración 3), se encuentra por debajo de la unidad. Esto responde principalmente a que en ese periodo se pagaría el bono estructurado como *bullet*.

³ El elevado indicador, asumiendo perpetuidad, refleja que los flujos podrían disminuir fuertemente y mantenerse la capacidad para pagar la deuda, sea vía refinanciamiento o enajenación de activos.

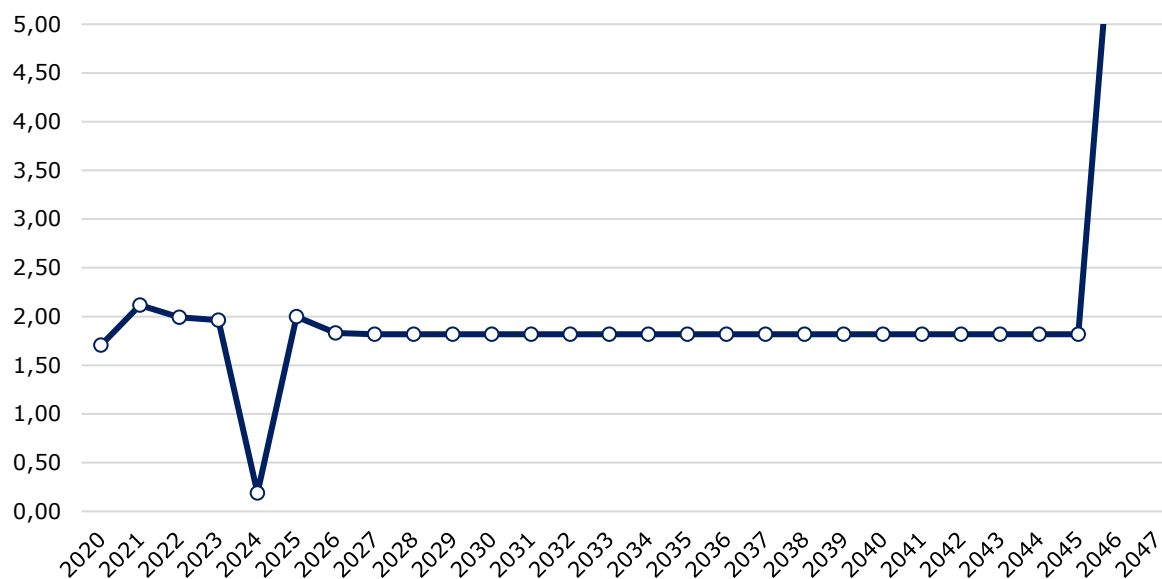


Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento relativamente estable, moviéndose entre cuatro y cinco veces durante los últimos cinco años. A diciembre de 2019 el indicador agregado⁴ de las filiales llegó a 4,07 veces (Ilustración 4). Sin embargo, parte del endeudamiento se explica por el financiamiento inicial de nuevos activos, los que se compensarían con un incremento en el patrimonio del fondo⁵. Al ajustar por los pasivos financieros con empresas relacionadas, el indicador se reduce a 1,6 veces.

⁴ Construido como la suma del total de los pasivos de las filiales sobre la suma de los patrimonios de éstas.

⁵ Según los últimos hechos recientes, el fondo acordó un aumento de capital.

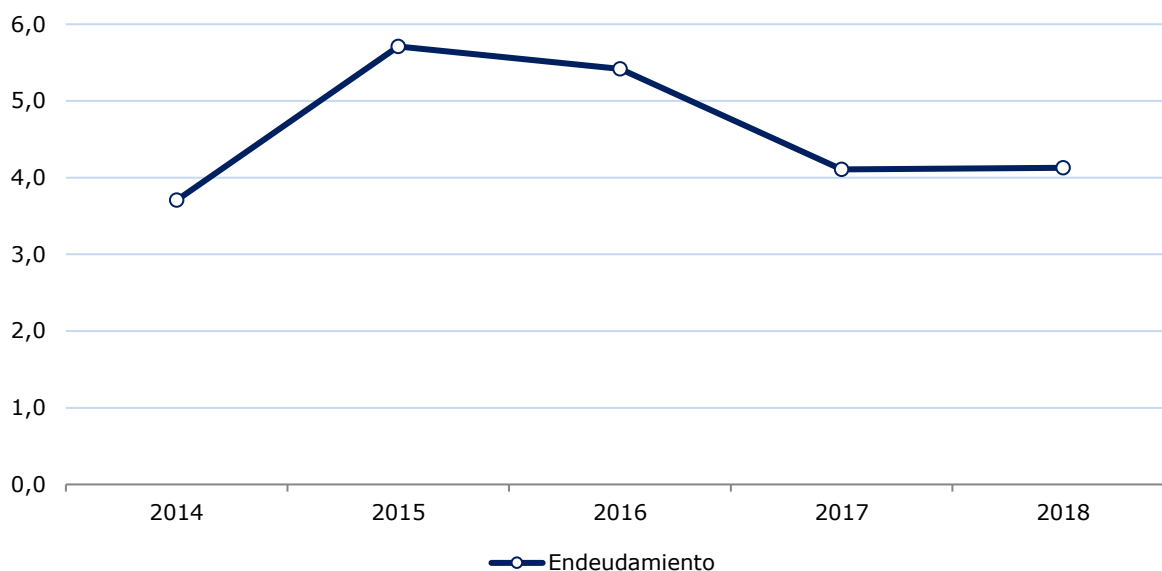


Ilustración 4: Pasivos exigibles sobre patrimonio

Liquidez

La liquidez de **ARR** ha fluctuado durante los últimos años entre 0,8 veces y 1,8 veces (Ilustración 5). A marzo de 2020 el fondo presentó una liquidez de 0,8 debido a un incremento en sus pasivos tras la provisión de la remuneración variable a la administradora que se generó tras la extensión del plazo de duración del fondo. Esta remuneración—tal como se indica en el reglamento interno—se paga a través de los aumentos de capital que realice el fondo. Por su parte, la liquidez global de las filiales presentó a la misma fecha un indicador de 1,0 vez.

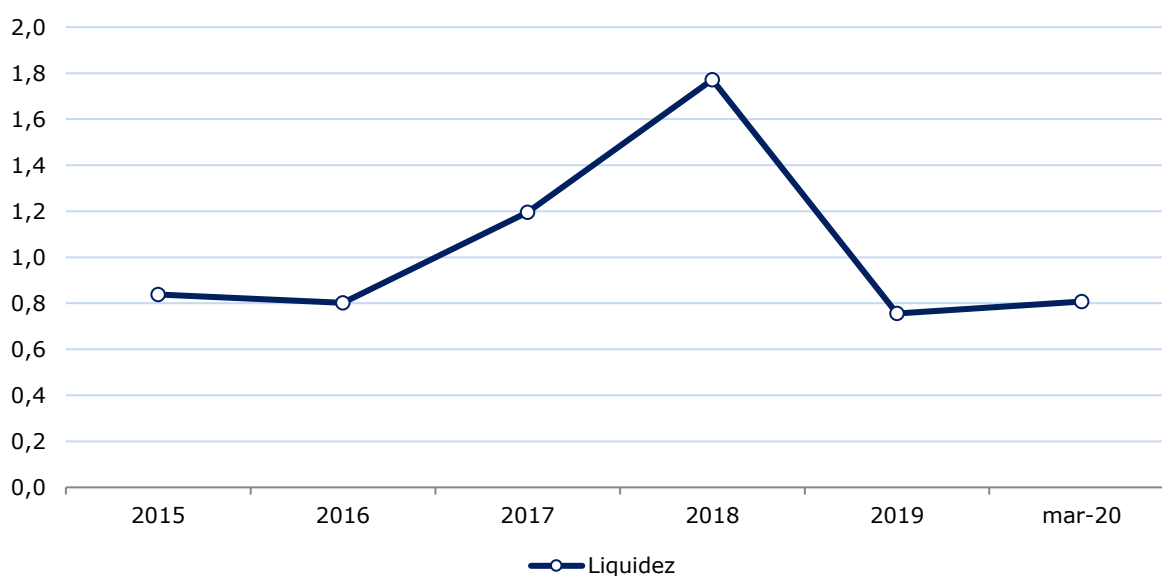


Ilustración 5: Razón de liquidez

Características de los instrumentos vigentes

Covenants financieros	
Covenant	Límite
Deuda Financiera Neta Consolidada / Total Patrimonio del Emisor	$\leq 2,20$ veces
(Ingresos Recurrentes del Emisor – Gastos Recurrentes del Emisor) / Costos Financieros del Emisor *	$\geq 2,00$ veces
Activos Inmobiliarios Libres de Gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin Garantías	$\geq 1,30$ veces

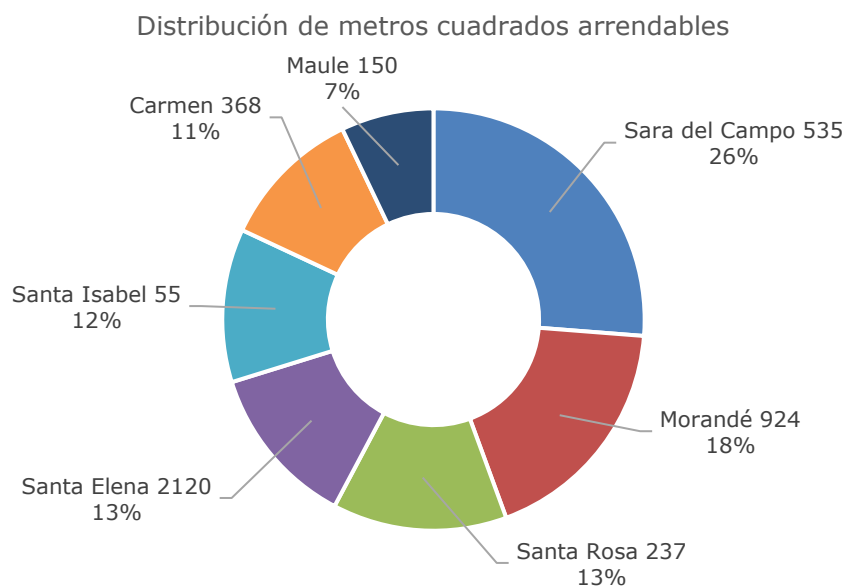
* Todas las cuentas calculadas sobre los últimos cuatro trimestres

"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 este 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

Propiedad	Tipo	Comuna	Compra	Superficie	Ocupación ⁶
Santa Isabel 55	Departamentos	Santiago	dic-13	8.110	94,9%
Carmen 368	Departamentos	Santiago	dic-15	7.548	92,9%
Sara del Campo 535	Departamentos	Santiago	feb-16	18.107	92,5%
Santa Rosa 237	Departamentos	Santiago	feb-16	9.218	92,2%
Maule 150	Departamentos	Santiago	dic-16	4.899	93,3%
Santa Elena 2120	Departamentos	San Joaquín	ago-18	8.593	95,6%
Morandé 924	Departamentos	Santiago	mar-19	12.535	98,2%



⁶ Información del primer trimestre de 2020.