



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 2021

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2021

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

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$	2017	2018	2019	2020	mar-21
Activos Corrientes	588.758	931.813	1.322.471	1.737.044	1.852.153
Activos No Corrientes	34.482.720	47.504.183	100.547.532	115.523.923	127.642.207
Total Activos	35.071.478	48.435.996	101.870.003	117.260.967	129.494.360
Pasivos Corrientes	492.395	525.966	1.750.321	3.119.507	847.520
Pasivos No Corrientes	0	0	25.210.866	25.368.465	26.258.259
Total Pasivos	492.395	525.966	26.961.187	28.487.972	27.105.779
Patrimonio Neto	34.579.083	47.910.030	74.908.816	88.772.995	102.388.581
Total Pasivos y Patrimonio Neto	35.071.478	48.435.996	101.870.003	117.260.967	129.494.360

Estado de Resultados por Función, IFRS					
M\$	2017	2018	2019	2020	mar-21
Ingresos	4.105.525	5.595.541	8.580.810	8.810.238	1.752.483
Gastos de operación	-392.479	-516.120	-2.505.203	-1.174.794	-223.905
Resultado operacional	3.713.046	5.079.421	6.075.607	7.635.444	1.528.578
Costos financieros	0	0	-28.544	-133.921	-35.168
Resultado del ejercicio	3.713.046	5.079.421	6.047.063	7.501.523	1.493.410

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 2021 el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por US\$ 57,3 millones y activos financieros a costo amortizado por US\$ 114,0 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\$ 167,7 millones². La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de US\$ 95,1 millones.

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 26,3% 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.

Dado lo anterior, uno 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.

¹ Valorización de Real Data Consultores Inmobiliarios.

² Según información publicada por la AGF.

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 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 nueve³ proyectos promesados en otras comunas dentro de la Región Metropolitana, lo que llevaría a disminuir la importancia relativa de la comuna de Santiago.

En relación con la contingencia asociada a la crisis producto del Covid-19, se considera positivo que los flujos proyectados para **ARR** 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.

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).

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.

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

³ Según datos de la AGF.

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.
 - Depósitos a plazo u 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.

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

1. Dado que el fondo ha emitido un bono *bullet*, presenta hasta el año 2023 holguras para el servicio de la deuda —con hasta un 40% de deterioro del NOI—, pero el año 2024, para el vencimiento, se genera un cupón cercano a 1,3 millones de UF⁴, monto que, en opinión de la clasificadora, podría ser refinanciado con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores.

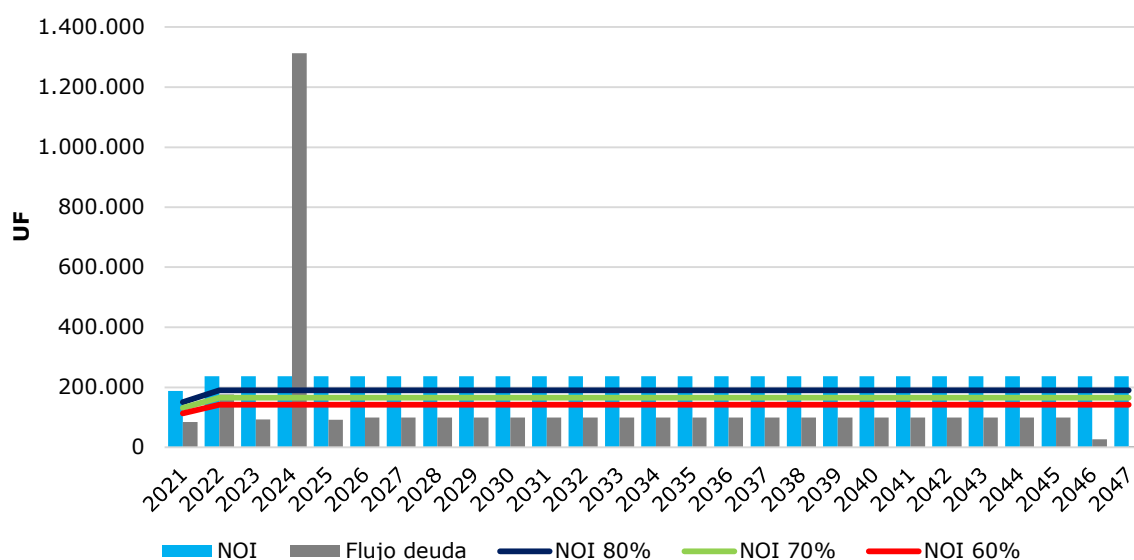


Ilustración 1: NOI y servicio de la deuda

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, si el indicador muestra una relación mayor a uno, se presume que no debieran 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 2, **ARR**, sobre la base de los datos considerados a marzo de 2021, presentaba una relación de 1,7 si se consideran sólo los flujos a percibir durante la vigencia de la deuda (aunque no existe calce de flujo); sin embargo, este ratio se incrementa a 2,3 si se asume perpetuidad en los flujos⁵. Adicional a lo anterior, el fondo cuenta con un indicador de cobertura de 2,9 veces para el 2035 (año en que expira el fondo), lo que refleja capacidad para el prepagado del bono en caso de liquidarse los activos.

⁴ Monto corresponde a la amortización del bono y a un crédito vigente de la filial Santiago SpA.

⁵ 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.

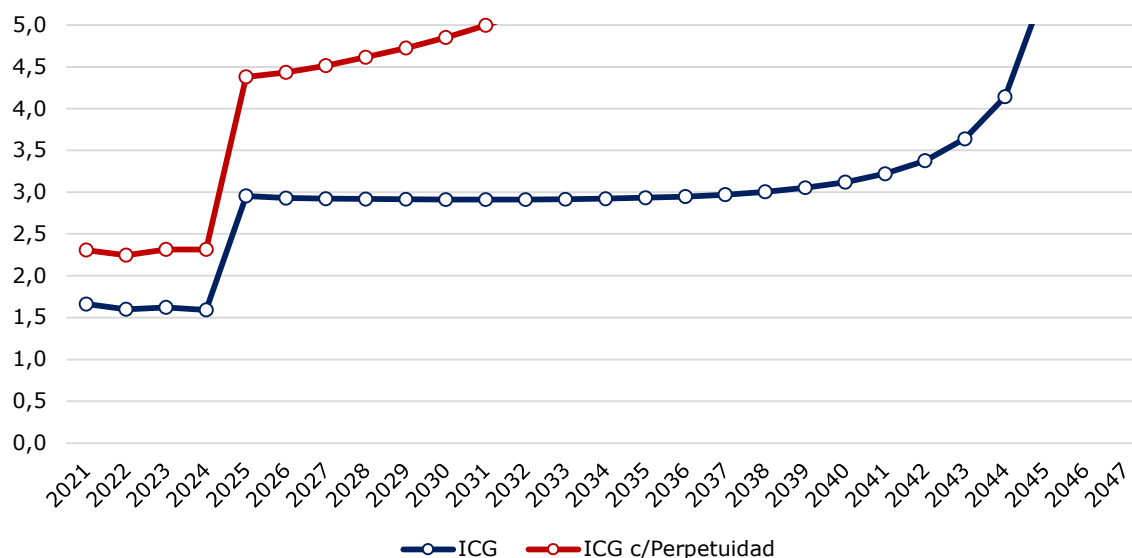


Ilustración 2: Índice de Cobertura Global de la Deuda

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 vence el bono estructurado como *bullet* que requiere vencimiento.

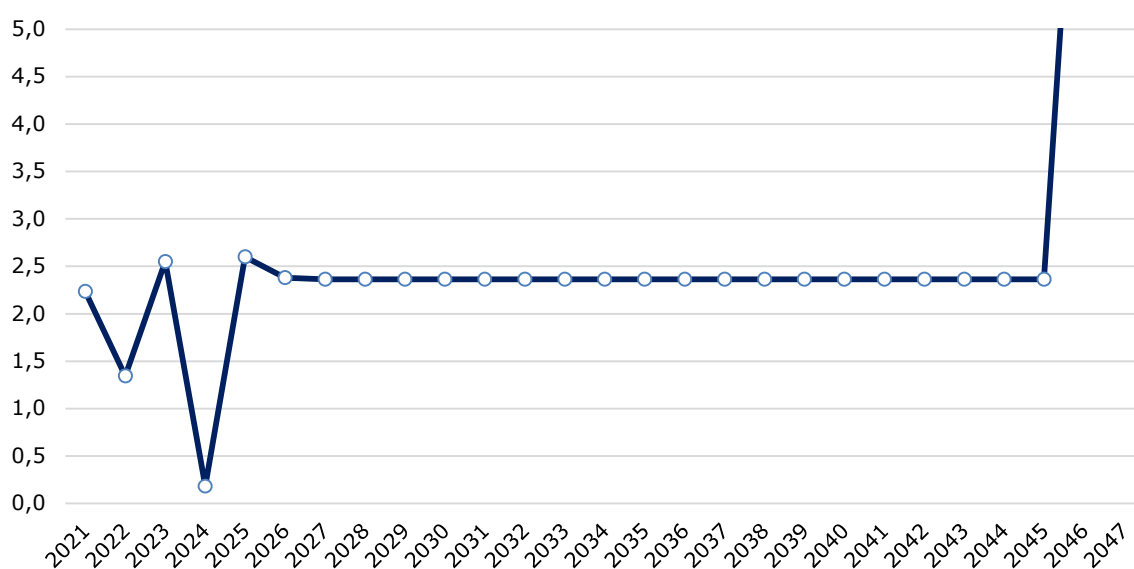


Ilustración 3: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

Dado que en el año 2024 se presenta un vencimiento de deuda que asciende a aproximadamente UF 1,3 millones (UF 880 mil y UF 340 mil correspondientes a bono y crédito de filial Santiago SpA, respectivamente), podría requerirse refinanciar dicho pago, por lo que se ha sometido el cálculo del ICG, tal como se presenta en la Tabla 1, con perpetuidad de los flujos, para el año 2024, a distintos escenarios de caída de dichos flujos y a diferentes tasas de interés, asumiendo el saldo insoluto de los pasivos al mismo año.

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

ICP	Castigo de Flujos						
	Tasa Interés	5%	10%	15%	20%	30%	40%
3,00%	3,00	2,84	2,68	2,52	2,21	1,89	1,58
3,50%	2,85	2,70	2,55	2,40	2,10	1,80	1,50
4,00%	2,72	2,58	2,44	2,29	2,01	1,72	1,43
4,50%	2,60	2,46	2,33	2,19	1,92	1,64	1,37
5,00%	2,49	2,36	2,23	2,10	1,83	1,57	1,31
5,50%	2,38	2,26	2,13	2,01	1,76	1,50	1,25
6,00%	2,28	2,16	2,04	1,92	1,68	1,44	1,20

Se observa que la deuda podría ser refinanciada, incluso bajo supuesto de caída en los flujos e incrementos en la tasa de interés, lo que confirma la capacidad de pago del emisor.

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento relativamente estable. Sin embargo, en los últimos periodos ha presentado una tendencia a la baja, alcanzando al cierre de 2020 un indicador agregado⁶ de las filiales de 3,3 veces, mientras que a marzo de 2021 el endeudamiento exhibido fue de 3,2 veces. En la Ilustración 4 se puede apreciar la evolución del endeudamiento en los últimos cinco años.

⁶ Construido como la suma del total de los pasivos de las filiales sobre la suma de los patrimonios de éstas.

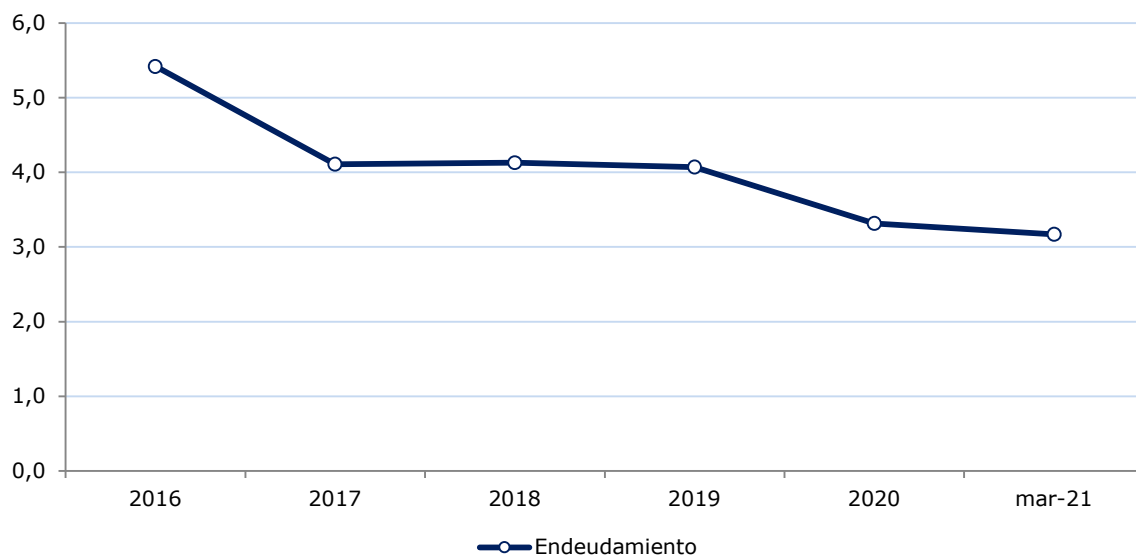


Ilustración 4: Pasivos exigibles sobre patrimonio

Liquidez

La liquidez de **ARR** ha fluctuado durante los últimos años entre 0,6 veces y 2,2 veces, siendo este último el nivel alcanzado a marzo de 2021. El comportamiento del indicador de liquidez en los últimos años se presenta en la Ilustración 5.

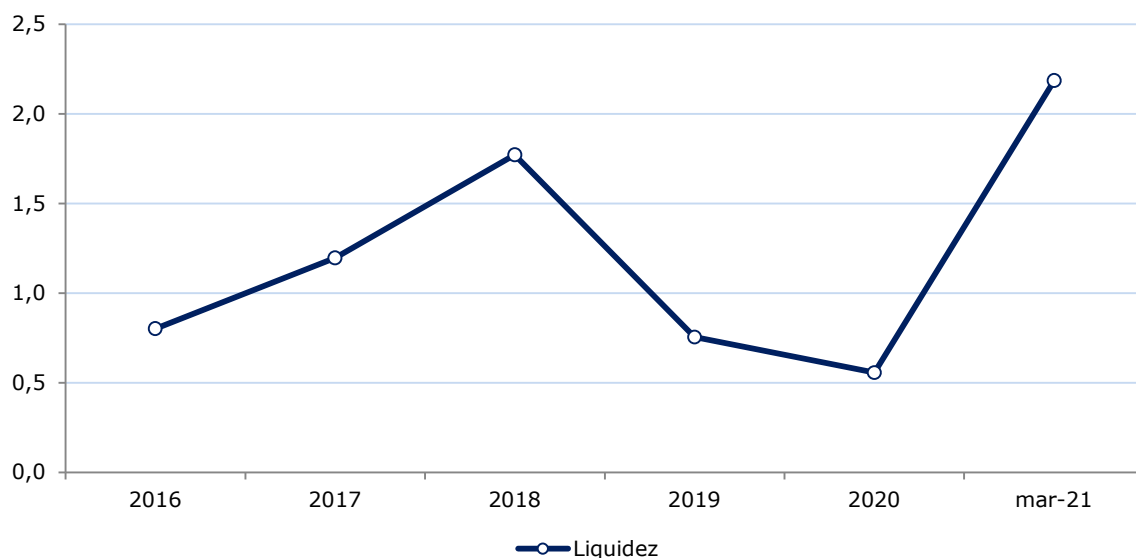


Ilustración 5: Razón de liquidez

Covenants financieros

Covenants	Límite	mar-21
Deuda Financiera Neta Consolidada / Total Patrimonio del Emisor	$\leq 2,20$ veces	0,58 veces
(Ingresos Recurrentes del Emisor – Gastos Recurrentes del Emisor) / Costos Financieros del Emisor *	$\geq 2,00$ veces	12,78 veces
Activos Inmobiliarios Libres de Gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin Garantías	$\geq 1,30$ veces	2,00 veces

* Todas las cuentas calculadas sobre los últimos cuatro trimestres.

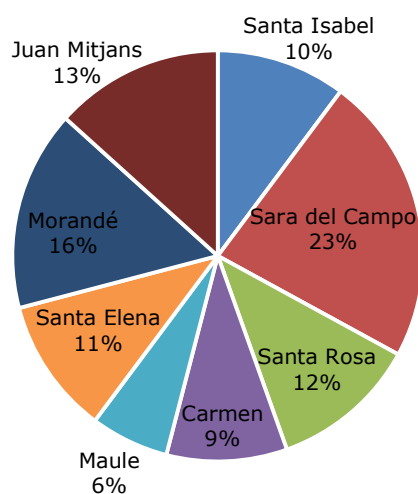
"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que este ha hecho pública o ha remitido a la Comisión 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

Nombre Edificio	Tipo	Comuna	Año Adquisición	Superficie arrendable ⁷	Ocupación ⁸
Santa Isabel	Departamentos	Santiago	2013	8.110	96,6%
Carmen	Departamentos	Santiago	2015	7.548	97,5%
Sara del Campo	Departamentos	Santiago	2016	18.108	94,8%
Santa Rosa	Departamentos	Santiago	2016	9.218	93,8%
Maule	Departamentos	Santiago	2017	4.899	92,5%
Santa Elena	Departamentos	San Joaquín	2018	8.550	98,8%
Morandé	Departamentos	Santiago	2019	12.535	97,3%
Juan Mitjans	Departamentos	Macul	2021	10.583	S/I ⁹

Distribución de metros cuadrados arrendables



⁷ Considera sólo m² de superficie arrendable de departamentos.

⁸ Información del segundo trimestre de 2021.

⁹ Edificio inició sus operaciones en junio de 2021, por lo que a la fecha de la clasificación no se mantienen datos asociados al nivel de ocupación.