



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversión

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Savka Vielma Huaiquiñir
Ignacio Muñoz Quezada
savka.vielma@humphreys.cl
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA
Agosto 2024

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 bono Tendencia	AA Estable
EEFF base	31 de marzo de 2024

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

Estados de Resultados Individuales IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos de actividades ordinarias	9.003.402	47.743.434	13.181.112	23.495.631	-53.244.476	12.250.668
Gastos de operación	-1.226.448	-1.344.104	-1.197.878	-1.347.493	-1.819.903	-478.055
Costos financieros	-1.392.664	-1.434.626	-1.509.292	-3.130.134	-3.095.276	-727.096
Utilidad del ejercicio	6.384.290	44.964.704	10.473.942	19.018.004	-58.159.655	11.045.517

Estados de Situación Financiera Individuales IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	19.334.013	77.782.197	9.163.904	21.328.854	3.644.505	770.223
Activos no corrientes	454.153.580	427.820.059	495.169.689	481.165.379	456.872.813	467.025.877
Total activos	473.487.593	505.602.256	504.333.593	502.494.233	460.517.318	467.796.100
Pasivos corrientes	188.680	1.410.183	167.392	21.387.697	305.651	1.236.452
Pasivos no corrientes	70.546.677	72.509.128	77.373.691	51.940.764	54.733.171	55.263.298
Patrimonio	402.752.236	431.682.945	426.792.510	429.165.772	405.478.496	411.296.350
Total patrimonio y pasivos	473.487.593	505.602.256	504.333.593	502.494.233	460.517.318	467.796.100

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. 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 2023 el fondo, en términos consolidados¹ mantenía activos inmobiliarios con una tasación vigente en torno a las UF 23,77 millones con activos subyacentes que representan alrededor de 507,36 mil metros cuadrados arrendables, orientados básicamente al arriendo de oficinas, locales comerciales, bodegaje y estacionamientos. A la misma fecha, la deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de UF 13,97 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 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 un 6,0% de los ingresos del fondo y los diez principales un 31,1%.

Otro elemento favorable para la clasificación asignada dice relación con el hecho de que las inversiones del fondo se distribuyen en 50 complejos inmobiliarios, entendiéndose por ellos edificios y/o centros comerciales diferenciados, no representan ninguno de ellos más de un 12% de los metros cuadrados disponibles para arriendo. Estos centros inmobiliarios se distribuyen en 24 comunas, diez de las cuales se ubican fuera de la Región Metropolitana. Si bien, existe una elevada concentración del valor de los activos en Las Condes con un 41,72% y Santiago Centro con 33,27%, 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 actualmente rondan los 4,27 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

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).

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 los *covenants* de protección para los bonistas.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Relación entre valor de activos y deuda financiera.
- Estabilidad de los flujos.

Fortalezas complementarias

- Diversificación de los flujos por unidad de negocio, por arrendatario y geográficamente.
- Vencimiento de los contratos.
- Existencia de seguros ante incendios, terremotos y otros.

Riesgos considerados

- Reducción de precios de arrendamiento por mayor competencia o cambio de hábito de consumidores (de baja probabilidad de darse en forma abrupta en períodos reducidos de tiempo).
- Caída en tasas de ocupación de inmuebles.
- Alza de tasas de interés en períodos de refinanciamiento de deuda.

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.

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.

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 2024 la propiedad de BTG Pactual Chile AGF se componía como muestra la Tabla 1.

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%

Según información otorgada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), al cierre de marzo de 2024 BTG Pactual Chile AGF administraba 43 fondos de inversión. El total de patrimonio administrado en fondos de inversión ascendía a US\$ 2.324,4 millones, del cual **BTG Pactual Renta Comercial** representaba un 18,02% 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 2024², se han materializado en cinco filiales. Un 37,82% de los activos se concentran en la Inmobiliaria Rentas II SpA que se enfoca en oficinas. Un 26,47% 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 24,70% en Inmobiliaria CR S.A. que también contempla centros comerciales y *malls*, y un 5,87% 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 50 inmuebles con cerca de 507,36 mil metros cuadrados útiles arrendables.

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

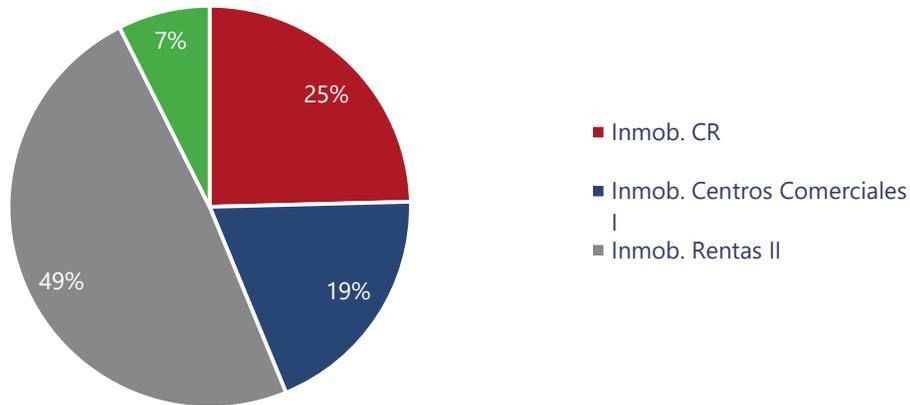


Ilustración 1: Distribución de ingresos por sociedad inmobiliaria en 2023

Vacancia

En la Ilustración 2 se presenta la vacancia de los activos en que invierte el fondo por tipo de negocio. En él se observa que las oficinas han mostrado un aumento considerable desde 2019, principalmente en las ubicadas en Santiago Centro, alcanzando al cierre de marzo de 2024 un 21,8%. Por su parte, las bodegas presentaron un incremento en los últimos periodos debido a la salida de un cliente que ocupada cerca de 7 mil metros cuadrados de superficie arrendable, sin embargo, ya existen negociaciones para recolocar dicho activo. Con respecto a los centros comerciales y estacionamiento, estos han mostrado bajas en el último trimestre alcanzando 2,7% y 6,8% respectivamente.

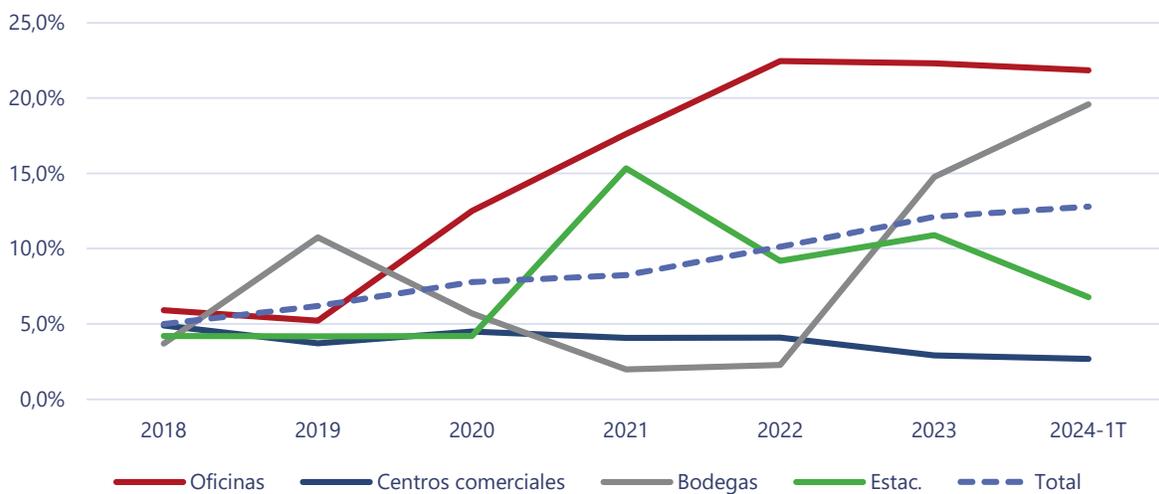


Ilustración 2: Vacancia de metros cuadrados

Análisis financiero

Proyección de ingreso operativo neto (NOI) y pago de la 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. 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 3.

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 2024 y 2025, y posteriormente con los vencimientos de los años 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 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.

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. Tal como se menciona en el acápite anterior, existen cinco periodos en los que 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, el fondo cuenta con estrategias definidas para cumplir con sus obligaciones, como el refinanciamiento parcial o total de los vencimientos, respaldado por los activos libres de gravamen que poseen actualmente.

En el caso particular del 2024 y 2025, la administradora contempla una combinación entre refinanciamiento y pago mediante la caja acumulada por venta de activos y resultados de años anteriores. El comportamiento proyectado del indicador se presenta en la Ilustración 4.

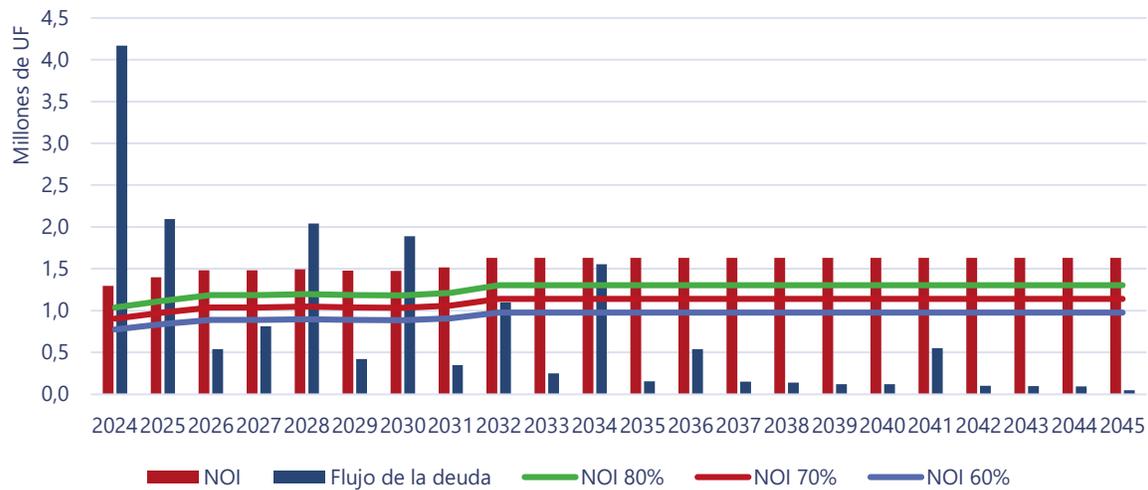


Ilustración 3: Perfil de pago y generación de flujos

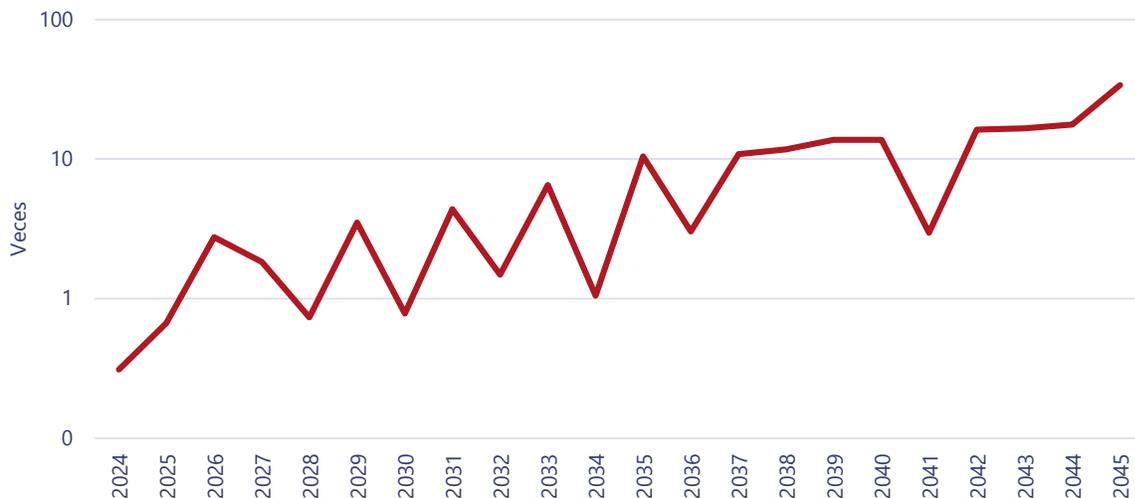


Ilustración 4: Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda

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 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). Adicionalmente, se considera un ICG ajustado donde se incluye el valor de liquidación de los activos.

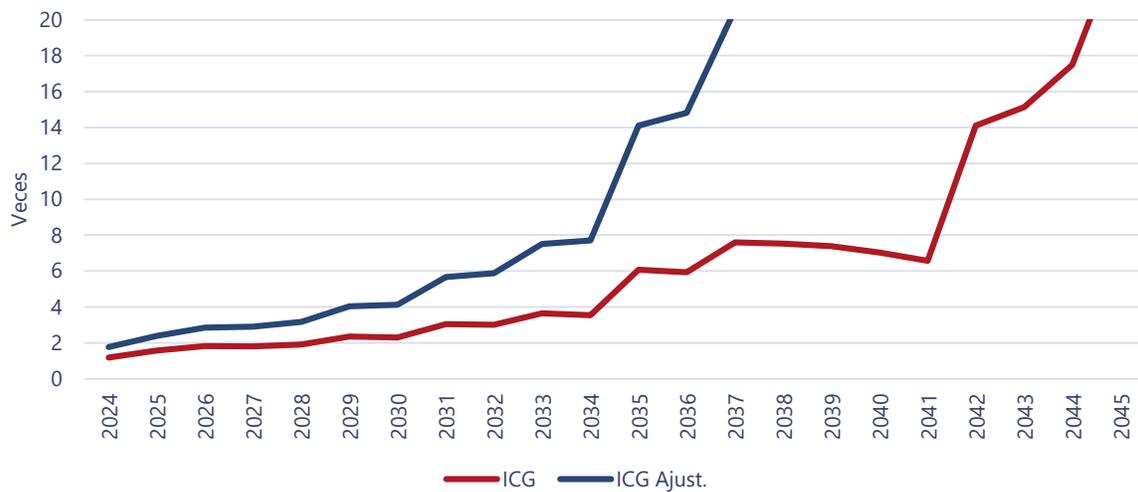


Ilustración 5: Indicador de Cobertura Global

A marzo de 2024, **BTG Pactual Renta Comercial** y sus filiales presentaban un ICG de 1,20 veces y si se considera el ICG ajustado la relación alcanza las 1,78 veces. Lo anterior 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 1,36 veces y 2,09 veces para el 2024), principalmente por un aumento de la vacancia que han mostrado algunos inmuebles sumado a una disminución de la tasación de los activos producto de lo mismo.

Endeudamiento

El endeudamiento medido como pasivos exigibles sobre patrimonio de todas las sociedades filiales, ha mostrado un comportamiento al alza desde 2021 en adelante, justificado principalmente por disminución en el patrimonio. Al cierre de 2023, el indicador alcanzó las 8,65 veces. Sin embargo, esta medida se ve influenciada principalmente por pasivos financieros de los cuales un 40,60% corresponde a cuentas por pagar a entidades relacionadas. Al ajustar por los pasivos financieros con empresas relacionadas y considerando el endeudamiento del fondo, el indicador se reduce a 5,08 veces. La evolución del indicador se presenta en la Ilustración 6.

Liquidez

La liquidez global de las filiales, medido como activos corrientes sobre pasivos corrientes, ha presentado fuertes variaciones en los últimos cinco años, alcanzando un máximo de 3,82 veces al cierre de 2020. Al cierre de 2022 y 2023 el indicador alcanzó las 0,49 y 0,50 veces respectivamente, justificado principalmente por un aumento de los pasivos corrientes debido al vencimiento de créditos *bullet*. El comportamiento del indicador de presenta en la Ilustración 7.

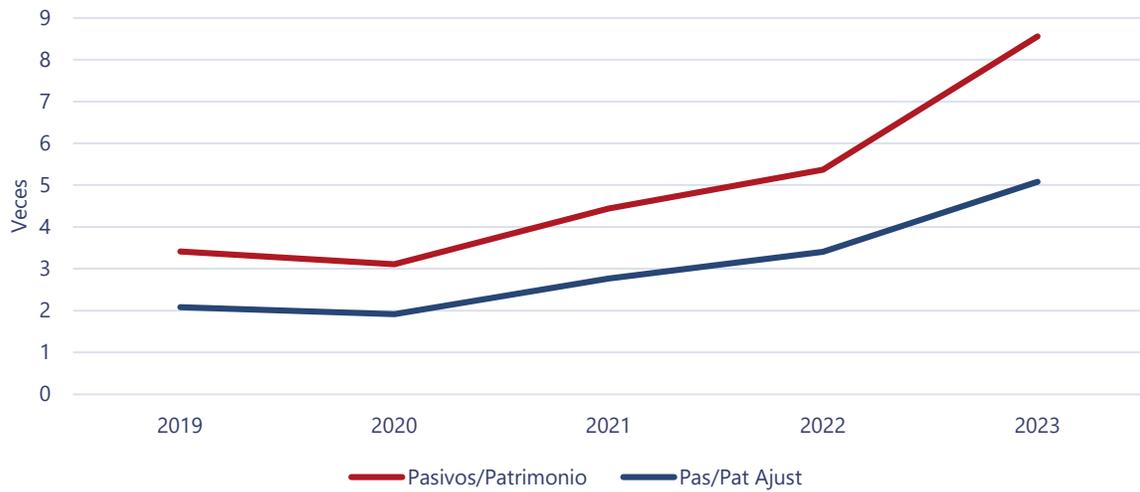


Ilustración 6: Razón de endeudamiento

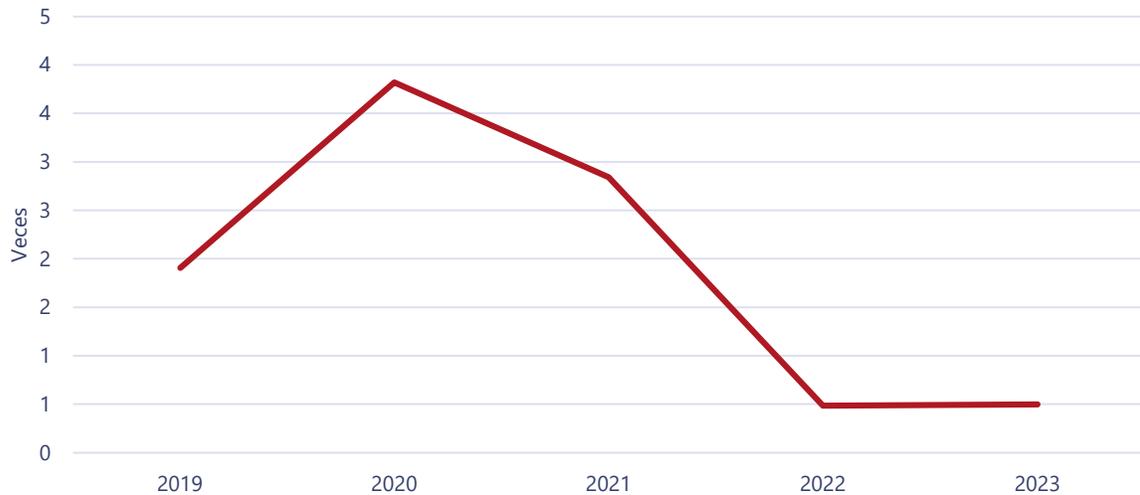


Ilustración 7: Liquidez

"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."