



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Antonio González Godoy
Ignacio Muñoz Quezada
antonio.gonzalez@humphreys.cl
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Julio 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	AA- Estable
EEFF base	Marzo 2023

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

Estados de Resultados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos	5.595.541	8.580.810	8.810.238	21.835.144	36.540.441	-7.186.887 ¹
Gastos de operación	-516.120	-2.505.203	-1.328.804	-1.328.804	-2.050.139	-156.276
Resultado operacional	5.079.421	6.075.607	7.635.444	20.506.340	34.490.302	-7.343.163
Costos financieros	0	-28.544	-133.921	-240.510	-2.153.263	-765.445
Resultados del ejercicio	5.079.421	6.047.063	7.501.523	20.265.830	32.337.039	-8.108.608

Estados de Situación Financiera IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos corrientes	931.813	1.322.471	1.737.044	2.130.871	6.634.155	5.859.641
Activos no corrientes	47.504.183	100.547.532	115.523.923	156.854.977	290.155.192	300.628.349
Total activos	48.435.996	101.870.003	117.260.967	158.985.848	296.789.347	306.487.990
Pasivos corrientes	525.966	1.750.321	3.119.507	4.541.498	4.450.158	3.678.418
Pasivos no corrientes	0	25.210.866	25.368.465	27.021.261	96.238.181	98.244.205
Patrimonio	47.910.030	74.908.816	88.772.995	127.423.089	196.101.008	204.565.367
Total patrimonio y pasivos	48.435.996	101.870.003	117.260.967	158.985.848	296.789.347	306.487.990

¹ Efecto asociado a la eliminación del régimen DFL2, que afectó a las sociedades Asset Santa Isabel SpA y Sara Rosa Dos SpA, a raíz de un aumento en los pasivos diferidos, lo que provocó un efecto negativo en resultados.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales (ARR) es un fondo administrado por Asset Administradora General de Fondos S.A. (Asset AGF) 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 2023, el fondo mantenía activos valorizados, a través del método de la participación, por UF 2,8 millones (US\$ 127,6 millones) y activos financieros a costo amortizado por UF 5,7 millones (US\$ 256,9 millones), con inmuebles que representan cerca de 165 mil metros cuadrados arrendables, ubicados principalmente en la comuna de Santiago. Por otro lado, el valor libro de sus activos inmobiliarios operativos cercanos a UF 8,4 millones (US\$ 380 millones). La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de UF 5,6 millones (US\$ 248,5 millones).

Entre los fundamentos que sustentan la clasificación de la línea y títulos de deuda de **ARR** en “Categoría AA-” 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 18,2% en los últimos doce meses (14,8% a marzo de 2023) 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 rápidamente 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 basado en mantener un alto porcentaje de renovación en periodos de contracción económica y aumentar colocaciones en ciclos alcistas, en términos de tarifas de arriendo.

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 diversos 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, el fondo cuenta con diez proyectos a futuro, siete de los cuales se ubican en comunas distintas a Santiago

dentro de la Región Metropolitana², lo que llevaría a disminuir la importancia relativa de esta. Cabe señalar que la incorporación de nuevos inmuebles fuera de la comuna ayuda a mejorar la distribución geográfica del fondo, considerando la ubicación de los edificios, en donde la comuna de Santiago ha ido perdiendo participación relativa.

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, todo lo cual entrega mayor probabilidad de que se mantenga el valor económico de los activos en el tiempo.

Se debe añadir que los inmuebles mantienen seguros que protegen el valor ante incendios y terremotos, entre otros posibles siniestros, lo que compensa los eventuales menores ingresos (pérdidas por paralización).

Finalmente, en el ámbito de ASG (o ESG por sus siglas en inglés), **ARR** cuenta con un programa de adhesión e iniciativas ASG desde el año 2021, año en la cual la AGF se hace signataria de las Políticas de Inversión Responsable (PRI por sus siglas en inglés). Estas iniciativas y políticas del fondo son conducidas y ejecutadas por Blue Home, la operadora del fondo, incluyendo dentro del impacto ambiental programas de reciclaje, de reutilización y de eficiencia energética. En el impacto social se ha establecido tres focos: comunidad interna (residentes), externa y colaboradores de la operadora. Dentro de la gobernanza se estableció una gerencia destinada al diseño de planes ASG dentro de un marco temporal con objetivos que se deben alcanzar, los cuales se reportarán en la memoria del fondo.

La tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se califica en “*Estable*”, porque en el corto plazo y de acuerdo con el análisis de la clasificadora, no se observan elementos que incidan en los fundamentos que soportan la clasificación.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan 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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

² Según información presentada por la AGF.

Antecedentes generales

Características del 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; donde su objetivo es invertir en sociedades que participen, directo 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.

El fondo es administrado por 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 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 y otros títulos de deuda, cuya emisión no haya sido registrada en la Comisión para el Mercado Financiero, siempre que la sociedad emisora cuente con 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 y 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. En donde se calcula el NOI actual de la compañía, el NOI futuro proyectado mínimo y el NOI futuro proyectado mínimo castigado en 20%, 30% y 40% respectivamente.

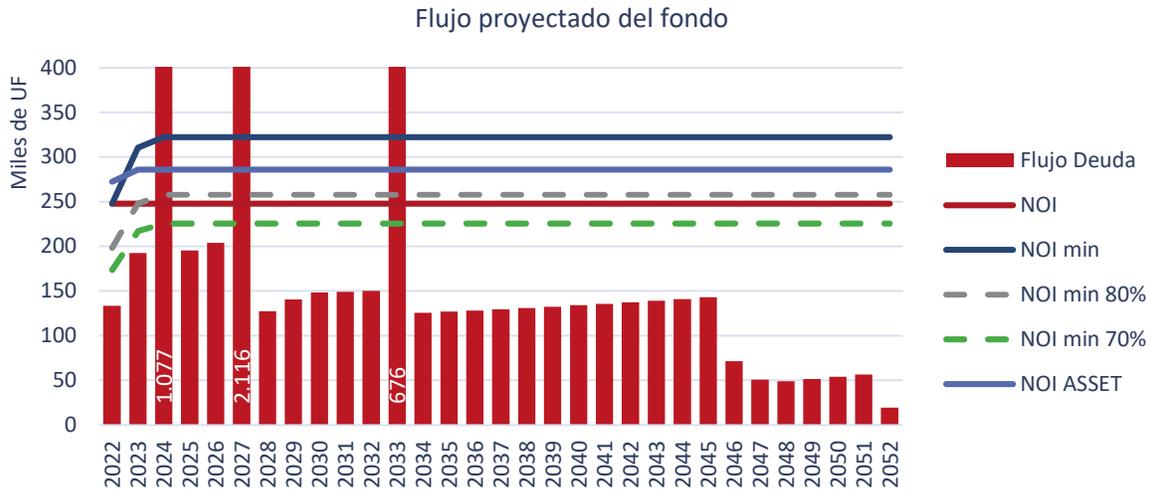


Ilustración 1: NOI y servicio de la deuda

Dado que el fondo ha emitido dos bonos *bullet*, presenta holguras de flujos para el servicio de la deuda en los años 2023, 2025, 2026 y desde 2028 en adelante, sin considerar el año 2033, incluso con una caída del NOI por hasta un 36%. La proyección de los flujos considera la incorporación a los activos del fondo de tres nuevos edificios que le permitirían incrementar su NOI en los próximos años.

En los años 2024, 2027 y 2033 se tienen pagos por deuda que ascienden a UF 1,1 millones, UF 2,1 millones UF 676 mil respectivamente, vencimientos que, en opinión de la clasificadora, podrían ser refinanciados con cargo a los excedentes de caja que se generarían en los años posteriores.

Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD)

La Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda (RCSD) muestra para cada periodo cuán holgado es el NOI generado por el fondo en relación con el vencimiento de los pasivos, indicando que, por lo general, se cuenta con la capacidad de hacer frente a los compromisos financieros adquiridos a ubicarse por sobre la unidad. Como se puede apreciar en la Ilustración 2, por lo general el fondo cuenta con la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros, con excepción en los periodos, años 2024, 2027 y 2033, donde tiene que hacer frente a sus vencimientos, considerando los bonos estructurados como *bullet*, vencimiento que requerirían refinanciamiento.

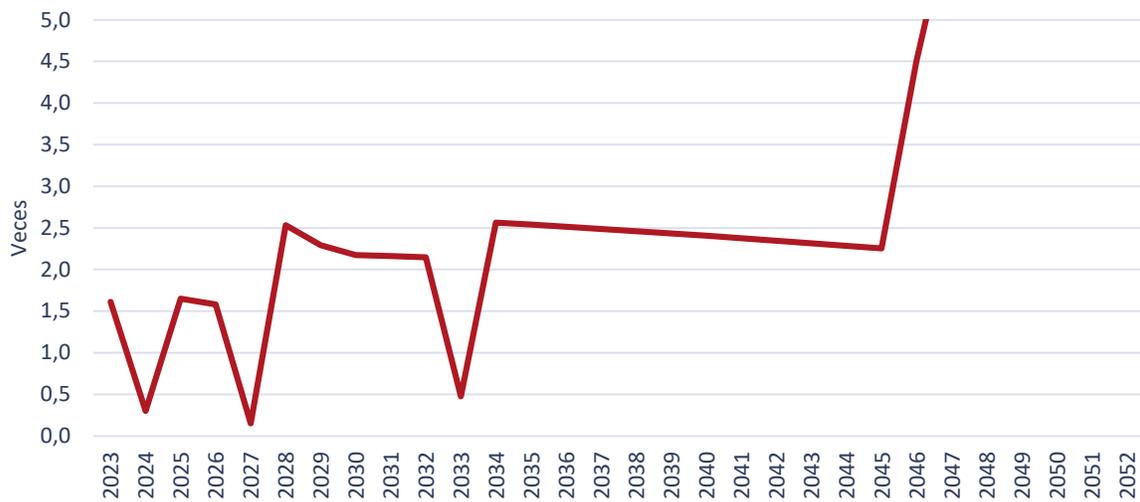


Ilustración 2: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

Índice de Cobertura Global (ICG)

El Índice 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 del fondo, considerando como flujo, en uno de los indicadores, el valor subyacente de los activos. Así, si el indicador muestra una relación mayor a la unidad, se presume que no debiera 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 3, sobre la base de los datos considerados en los EEF a diciembre de 2022, **ARR** presenta una relación de 0,95 veces para el 2023, considerando los flujos que generan los inmuebles operativos a la fecha. Al incorporar el valor residual de los activos que posee actualmente el fondo (ICG actual con perpetuidad), los valores para el 2023 aumenta a 1,22 veces. Por último, si se incorpora las estimaciones tanto para el flujo que generarían los nuevos activos que adquiriría el fondo como su valor residual (ICG con nuevos activos más perpetuidad), la cobertura de la deuda para el 2023 a 1,58 veces. Los ICG presentados muestran una adecuada cobertura de la deuda adquirida por el fondo, constatando la capacidad de refinanciamiento, parcial o total, de los bonos tipo *bullet*.



Ilustración 3: Índice de Cobertura Global de la Deuda

Índice de Cobertura Projectado (ICP)

Considerando que en el año 2024 se presenta un vencimiento de deuda que asciende a UF 909 mil (UF 880 mil por el bono serie A y UF 29 mil en otros mutuos hipotecarios), podría requerirse refinanciar dicho pago, por tal razón, se ha recalculado el ICG con el flujo de los nuevos activos más la valorización de los activos, asumiendo cambios en el costo de financiamiento y en la generación de flujos de los activos, pero manteniendo el nivel de deuda a inicio de 2024. Tal como se presenta en la Tabla 1, se observa que la deuda podría ser refinanciada con castigos de los flujos de hasta un 35% a igual tasa o levemente superior a la que posee actualmente.

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

ICP	Castigo de los flujos										
	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
2,50%	2,11	2,00	1,90	1,79	1,69	1,58	1,48	1,37	1,27	1,16	1,05
3,00%	1,92	1,82	1,73	1,63	1,54	1,44	1,34	1,25	1,15	1,06	0,96
3,50%	1,76	1,67	1,58	1,49	1,40	1,32	1,23	1,14	1,05	0,97	0,88
4,00%	1,61	1,53	1,45	1,37	1,29	1,21	1,13	1,05	0,97	0,88	0,80
4,50%	1,48	1,40	1,33	1,26	1,18	1,11	1,04	0,96	0,89	0,81	0,74
5,00%	1,36	1,30	1,23	1,16	1,09	1,02	0,95	0,89	0,82	0,75	0,68
5,50%	1,26	1,20	1,14	1,07	1,01	0,95	0,88	0,82	0,76	0,69	0,63
6,00%	1,17	1,11	1,05	0,99	0,94	0,88	0,82	0,76	0,70	0,64	0,58
6,50%	1,09	1,03	0,98	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,65	0,60	0,54
7,00%	1,02	0,96	0,91	0,86	0,81	0,76	0,71	0,66	0,61	0,56	0,51

Endeudamiento

El endeudamiento, medido como saldo insoluto de la deuda del fondo y sus filiales sobre el patrimonio de éste, se ha mostrado relativamente estable en los últimos tres años, siempre bajo la unidad. A marzo de 2023 el indicador se ubicaba en las 0,97 veces. Por otro lado, al calcular el endeudamiento de las filiales (considerando a la vez las deudas relacionadas que poseen), el indicador, que ha diciembre de 2018 se encontraba en 4,13 veces, al término del ejercicio 2022³ este indicador se encontraba en las 3,75. La ilustración 4 presenta la evolución de estos indicadores.

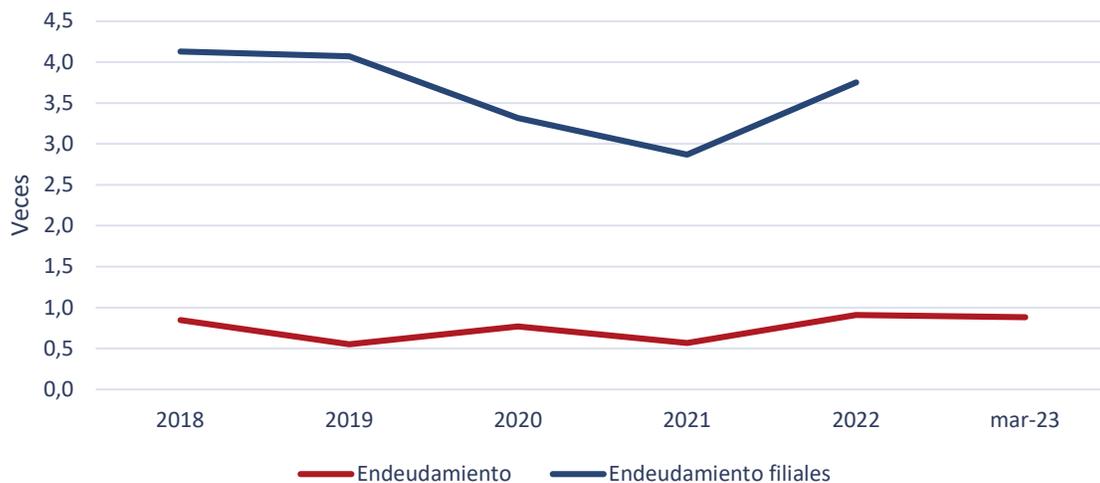


Ilustración 4: Endeudamiento



Ilustración 5: Razón de liquidez

³ Datos anuales.

Liquidez

La liquidez, calculada como activos corrientes sobre pasivo corriente, de **ARR** ha fluctuado durante los últimos años entre 0,47 veces y 1,77 veces. A marzo de 2023, el fondo registraba una razón de liquidez igual a 1,59 veces. Considerar que este guarismo puede encontrarse bajo la unidad, comportamiento observado durante los periodos de incorporación de los nuevos activos. La Ilustración 5 presenta la evolución de la liquidez del fondo.

Covenants financieros

Covenant	Límite	Mar-23
Deuda Financiera Neta Consolidada / Total Patrimonio del Emisor	≤ 2,20 veces	0,96
(Ingresos Recurrentes del Emisor – Gastos Recurrentes del Emisor) / Costos Financieros del Emisor *	≥ 2,00 veces	2,29
Activos Inmobiliarios Libres de Gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin Garantías	≥ 1,30 veces	2,04

* 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 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."