



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# Fondo de Inversión Asset Rentas Residenciales

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Diego Segovia C.  
Ignacio Muñoz Q.  
diego.segovia@humphreys.cl  
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA  
Julio 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
Líneas de bonos y bonos Tendencia	<b>AA- Estable</b>
EEFF base	Marzo 2024

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
Serie B (BFARR-B)	Primera emisión
Serie C (BFARR-C)	Primera emisión

Estados de Resultados IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos	8.580.810	8.810.238	21.835.144	36.540.441	16.438.949	2.975.511
Gastos de operación	-2.505.203	-1.328.804	-1.328.804	-2.050.139	-553.180	-271.684
<b>Resultado operacional</b>	<b>6.075.607</b>	<b>7.635.444</b>	<b>20.506.340</b>	<b>34.490.302</b>	<b>15.885.769</b>	<b>2.703.827</b>
Costos financieros	-28.544	-133.921	-240.510	-2.153.263	-3.322.976	-1.187.160
<b>Resultados del ejercicio</b>	<b>6.047.063</b>	<b>7.501.523</b>	<b>20.265.830</b>	<b>32.337.039</b>	<b>12.562.793</b>	<b>1.516.667</b>

Estados de Situación Financiera IFRS						
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	1.322.471	1.737.044	2.130.871	6.634.155	9.725.727	11.176.952
Activos no corrientes	100.547.532	115.523.923	156.854.977	290.155.192	358.773.711	354.596.397
<b>Total activos</b>	<b>101.870.003</b>	<b>117.260.967</b>	<b>158.985.848</b>	<b>296.789.347</b>	<b>368.499.438</b>	<b>365.773.349</b>
Pasivos corrientes	1.750.321	3.119.507	4.541.498	4.450.158	59.523.077	36.547.945
Pasivos no corrientes	25.210.866	25.368.465	27.021.261	96.238.181	68.827.218	70.153.939
Patrimonio	74.908.816	88.772.995	127.423.089	196.101.008	240.149.143	259.071.465
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>101.870.003</b>	<b>117.260.967</b>	<b>158.985.848</b>	<b>296.789.347</b>	<b>368.499.438</b>	<b>365.773.349</b>

# 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 2024, el fondo mantenía inversiones valorizadas, a través del método de participación, por UF 3,95 millones (US\$ 149,3 millones) y activos financieros a costo amortizado por UF 5,8 millones (US\$ 220,5 millones), con inmuebles que representan cerca de 239 mil metros cuadrados arrendables, ubicados principalmente en la comuna de Santiago. La deuda consolidada del fondo, incluyendo aquella asociada a los vehículos de inversión, ascendía a cerca de UF 8,3 millones (US\$ 314 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 un 11,4% en los últimos doce meses (9,8% a marzo de 2024) 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.

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. Adicionalmente, existe un adecuado control y gestión de los inmuebles, que se refleja en niveles de mora, de incobrabilidad 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 de los activos ante incendios y terremotos, además de contar con lucro cesante, lo que disminuye el riesgo de pérdidas por paralización.

Uno de los principales riesgos del fondo —la caída de los 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 cinco proyectos promesados, ubicados en diferentes comunas dentro de la Región Metropolitana<sup>1</sup>, lo que mejora el grado de atomización intercomunal.

Se ha de considerar, respecto a la cobertura y liquidez del fondo, que la naturaleza operativa del negocio propone un descalce connatural entre la recepción de los flujos y los mayores niveles de endeudamiento durante el proceso de llenado, lo que en el corto plazo puede afectar los ratios de la firma durante los procesos de expansión.

Vale mencionar, que el bono "Serie A" con vencimiento en agosto del 2024 será íntegramente pagado con recursos propios (recursos obtenidos del financiamiento de activos libres de hipoteca y, en caso de no poder acceder en tiempo y forma a estos flujos, el fondo cuenta con mecanismos de liquidez suficientes para el pago del vencimiento ya sea con fondos de *capital call* y/o con montos disponible en su línea de crédito). Este mayor nivel de apalancamiento debe ser necesariamente compensado con flujos que mantengan las coberturas para no deteriorar el *rating* del emisor.

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.

---

<sup>1</sup> Según información presentada por la AGF.

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

Tendencia: Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## 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<sup>2</sup>.

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.

Actualmente **ARR** cuenta con 27 edificios, cinco de los cuales se encuentran promesados para los años 2024 y 2025, los que en su conjunto significan una superficie arrendable en departamentos de 259.834 m<sup>2</sup> o de 313.670 m<sup>2</sup>, de considerarse el espacio de estos últimos al total en operación. A diciembre de 2023 los activos en régimen<sup>3</sup> presentan una ocupación promedio ponderado en torno al 95,1%, mientras que al

<sup>2</sup> Vale mencionar que las modificaciones acordadas en Asamblea Extraordinaria de Aportantes del Fondo de fecha 26 de abril de 2024 no afectó a la política de inversión estipulada.

<sup>3</sup> Activo en régimen son aquellos que ya han pasado por un proceso de colocación superior a un año.

cierre de junio de 2024 era de 96,1%. La distribución del GLA por activo en operación<sup>4</sup> y su ocupación se presentan en la Ilustración 1.

A niveles generales, la ocupación de los principales activos en operación se ha mantenido bastante estable en comparación a los resultados históricos prepandémicos, exhibiendo, en su mayoría, una rápida tasa de llenado en el mercado. En la Ilustración 2, se muestra la evolución de la ocupación del fondo en los últimos cinco años.

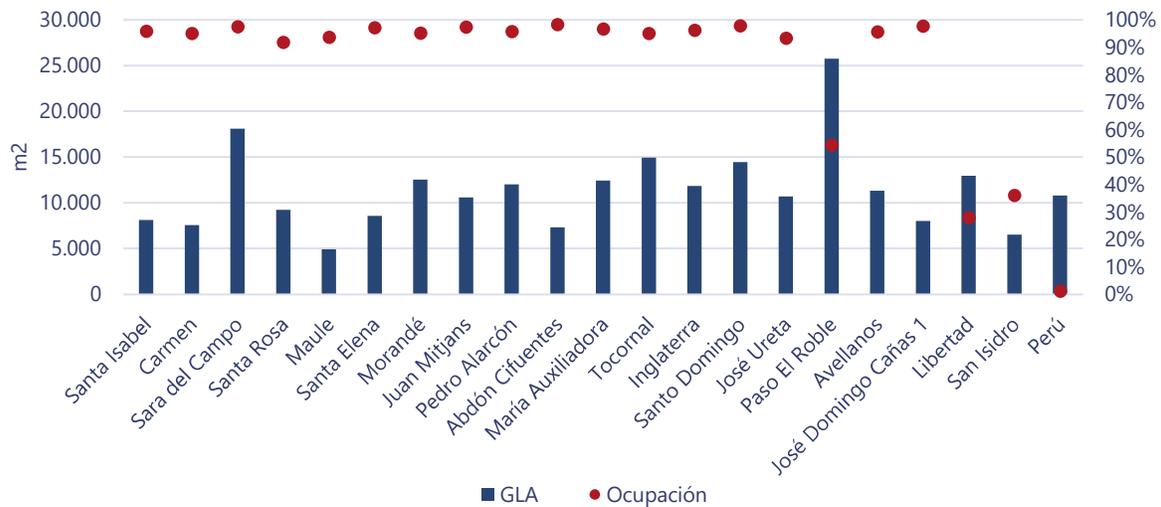


Ilustración 1: Distribución de GLA y Ocupación

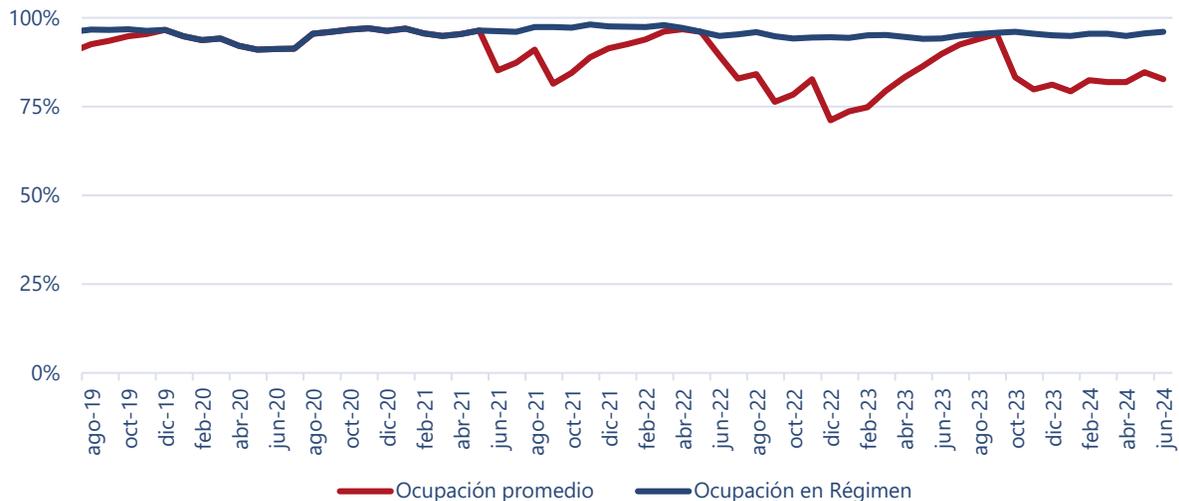


Ilustración 2: Evolución de la ocupación del fondo

<sup>4</sup> Considera aquellos en proceso de colocación reciente.

## 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 3, en donde se muestra el NOI actual de la compañía, el NOI futuro proyectado y el NOI futuro proyectado castigado en un 30%.

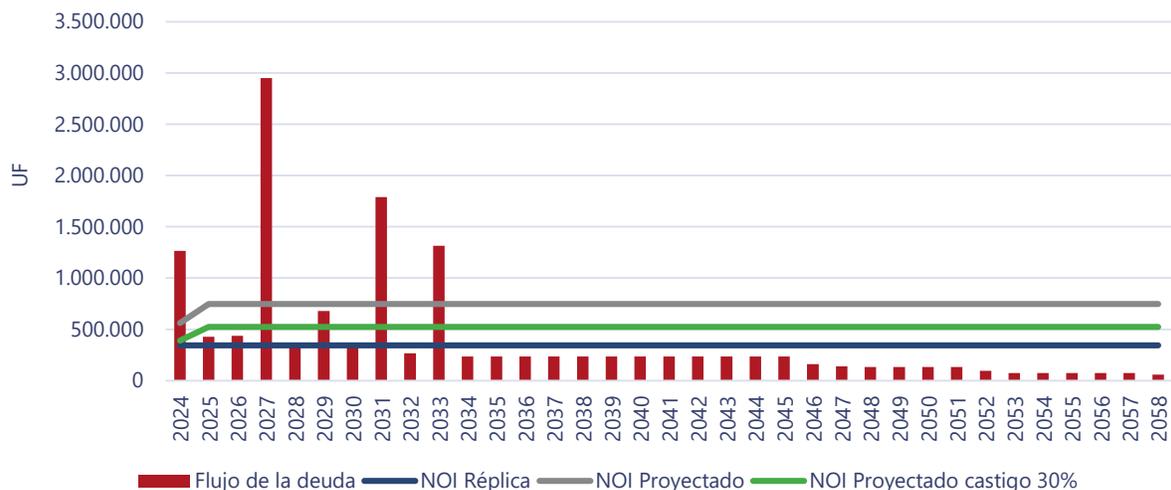


Ilustración 3: NOI y servicio de la deuda

Dado que el fondo ha emitido tres bonos *bullet*, presenta holguras de flujos para el servicio de la deuda con excepción de los años 2024, 2027, 2029, 2031 y 2033, incluso con una caída del NOI de un 30%. La proyección de los flujos considera el llenado de tres nuevos edificios con data de operación en 2024, lo que le permitirían incrementar su NOI en los próximos años.

En los años 2024, 2027, 2031 y 2033 se tienen pagos por deuda que ascienden a UF 1,26 millones, UF 2,95 millones, UF 1,79 millones y UF 1,31 millones, respectivamente. Como fue expresado en la opinión de este informe, los vencimientos son propensos de refinanciar en base a los excedentes de caja futuros del fondo, mientras que para el año 2029, el vencimiento debiese ser cubierto con los flujos de cumplirse las proyecciones estimadas por esta clasificadora.

## 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<sup>5</sup>. Como se aprecia en la Ilustración 4, en términos globales el fondo cuenta con la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros, con excepción en los periodos 2024, 2027, 2031 y 2033, donde tiene que hacer frente a sus vencimientos vía refinanciamiento.

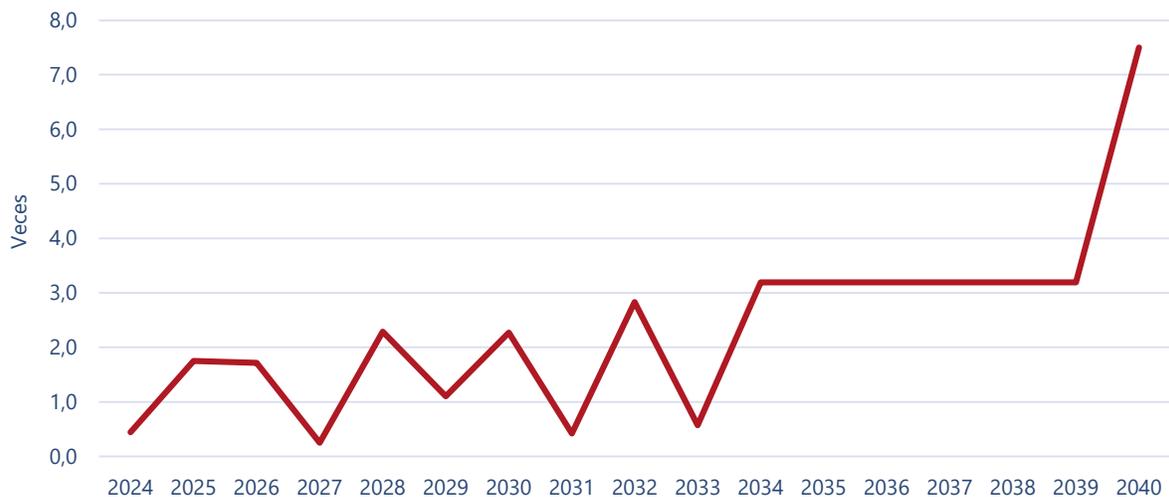


Ilustración 4: Razón de Cobertura de Servicio de Deuda

## Índice de Cobertura Global (ICG)<sup>6</sup>

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 5, sobre la base de los datos considerados en los EEEF a diciembre de 2023, **ARR** presenta una relación de 0,34 veces para el 2024, considerando los flujos que generan los inmuebles operativos a la fecha. Al incorporar el valor residual de los activos que posee actualmente el fondo, los valores para el 2024 aumenta a 1,23 veces. Por último, si se incorpora las estimaciones tanto para el flujo que generarían los nuevos activos como su valor residual<sup>7</sup>, la cobertura de

<sup>5</sup> El indicador fue construido hasta el año 2040 suponiendo una extensión del fondo por dos periodos consecutivos hasta el año 2039 e ilustrando la liquidación en contraste al saldo insoluto residual para el año 2040.

<sup>6</sup> El indicador de ICG, al igual que el de RSCD, fue construido hasta el año 2039 presumiendo una prórroga del fondo por dos periodos de dos años cada uno, según lo estipula su reglamento interno.

<sup>7</sup> Edificios escriturados, incluyendo a "Ejército" el cual fue adquirido en junio de 2024 y cuyo financiamiento fue principalmente el bono "Serie C" emitido en mayo por UF 1.000.000. Para el análisis no se incluyeron los activos promesados.

la deuda para el 2024 a 1,71 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*.

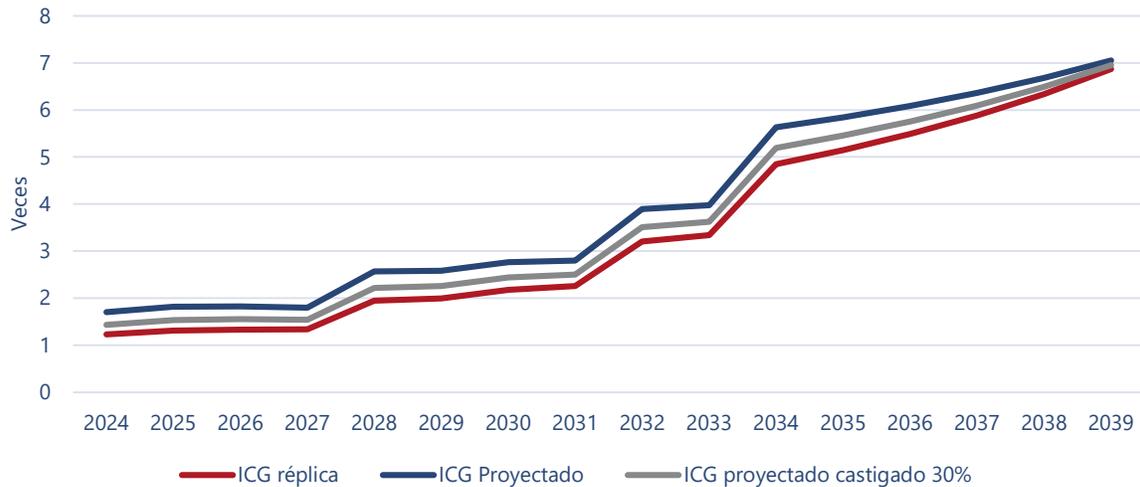


Ilustración 5: Índice de Cobertura Global de la Deuda

## Índice de Cobertura Proyectado (ICP)

Considerando que en el año 2027 se presenta un vencimiento de deuda que asciende a UF 2,95 millones (UF 1.950.000 por el bono serie B y UF 1.000.000 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 2027. Tal como se presenta en la Tabla 1, se observa que la deuda podría ser refinanciada con castigos de los flujos de hasta un 40% a igual tasa o levemente superior a la que posee actualmente.

Tabla 1: Índice de Cobertura Proyectado 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%
3,00%	2,13	2,03	1,92	1,81	1,71	1,60	1,49	1,39	1,28	1,17	1,07
4,00%	1,94	1,85	1,75	1,65	1,55	1,46	1,36	1,26	1,17	1,07	0,97
5,00%	1,77	1,69	1,60	1,51	1,42	1,33	1,24	1,15	1,06	0,98	0,89
6,00%	1,63	1,54	1,46	1,38	1,30	1,22	1,14	1,06	0,98	0,89	0,81
7,00%	1,49	1,42	1,34	1,27	1,20	1,12	1,05	0,97	0,90	0,82	0,75

## Endeudamiento

El *leverage*, medido como pasivos totales sobre patrimonio, ha mostrado un comportamiento bastante estable en los periodos de análisis, con excepción de los últimos años, donde el fondo ha incurrido en mayores niveles de apalancamiento para sustentar el crecimiento de las operaciones, pero manteniéndose bajo la unidad. La Ilustración 6 muestra la evolución del ratio en los últimos cinco años.

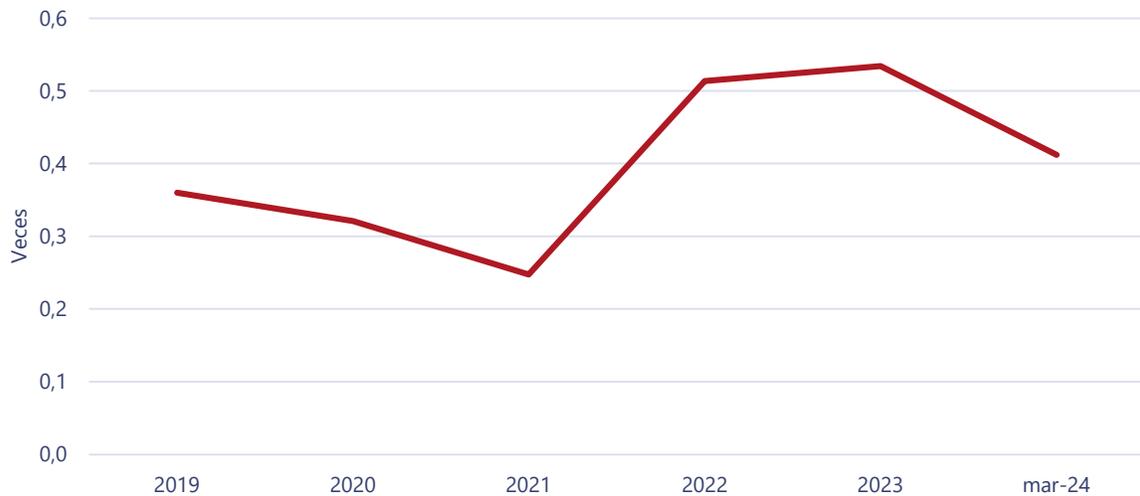


Ilustración 6: Leverage

## Liquidez

La liquidez, calculada como activos corriente sobre pasivo corriente, ha fluctuado durante los últimos cinco años entre 0,47 veces y 1,49 veces. A marzo de 2024, el fondo registraba una razón de liquidez igual a 0,31 veces. Se ha de considerar que este guarismo puede encontrarse bajo la unidad, comportamiento observado durante los periodos de incorporación de los nuevos activos. La Ilustración 7 presenta la evolución de la liquidez del fondo.

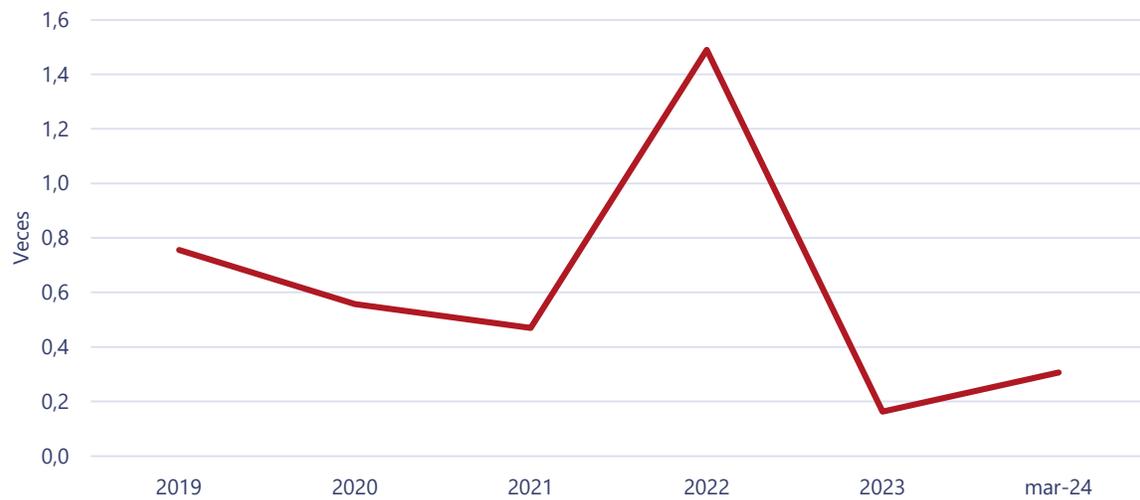


Ilustración 7: Razón corriente

## Covenants financieros

Tabla 2: Covenants

Covenant	Límite	Mar-24
Deuda Financiera Neta Consolidada / Total Patrimonio del Emisor	≤ 2,20 veces	1,18
(Ingresos Recurrentes del Emisor – Gastos Recurrentes del Emisor) / Costos Financieros del Emisor	≥ 2,00 veces	4,15
Activos Inmobiliarios Libres de Gravámenes / Deuda Financiera Neta Consolidada sin Garantías	≥ 1,30 veces	2,10

"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."