

# INDEPENDENCIA RENTAS INMOBILIARIAS

## Crecimiento en bodegas y potencial de recuperación en oficinas

**Estamos actualizando nuestra cobertura de CFINRENTAS, con un nuevo precio objetivo 2025E de CL\$ 1.700, consistente con una recomendación de comprar.** Estamos incorporando el aumento capital por UF 1,5 millones y la ejecución del proyecto de centros logísticos Vespucio Norte. Creemos que el uso de fondos está siendo asignado de forma eficiente por la administración del fondo, destinando recursos a los proyectos que actualmente tienen mayor potencial de crecimiento y rentabilidad. Por otro lado, creemos que independiente de la evolución de la industria de oficinas en Chile, el fondo tiene la capacidad de colocar los m2 vacantes dadas las características particulares de los activos en esa situación. Por último, destacamos que tras el menor desempeño de corto plazo, el fondo ofrece una TIR mayor a comparables de centros comerciales transados en bolsa.

**Tesis de inversión:** (1) Nuevo proyecto de centros logísticos provee crecimiento potencial de +29% en m2 en el segmento bodegas (Bodenor Flexcenter). Dicho segmento mantiene 0% de vacancia a nivel del fondo y nos parece un atractivo uso de fondos dado el contexto actual. (2) Mejora incipiente en la industria de oficinas provee un importante espacio de revalorización en la medida que disminuye la vacancia y mejora la capacidad de generación de flujos. Además, los activos del fondo se encuentran en ubicaciones estratégicas, en donde se ha observado un mayor apetito por parte de las empresas contratantes (Isidora en El Golf y San Damián en Estoril).

**Riesgos:** Entre los principales riesgos destacamos: (1) cambios estructurales en la demanda por espacios de oficinas, que podrían derivar en el término anticipado o no renovación de contratos de arriendo; y (2) riesgo de ejecución asociado al proyecto en desarrollo en Vespucio Norte, cuya eventual demora o sobrecostos podría modificar los flujos proyectados y rentabilidad implícita.

**Valorización:** Nuestro precio objetivo es un promedio entre un modelo de descuento de flujos (DCF) y una valorización por múltiplos usando un ratio bolsa/libro de 1,0x. Para la valorización por DCF, usamos un WACC de 9,0% y descontamos el flujo proyectado hasta 2030. Luego, usamos una perpetuidad equivalente al valor de tasación del patrimonio y restamos la deuda financiera neta del fondo y sus filiales. Por último, incluimos un descuento por liquidez de 15%, similar al que usamos para valorar empresas de baja capitalización.

### RESUMEN

Bloomberg	CFINREN CC
Bolsa de Santiago	CFINRENTAS
Clasificación de riesgo	AA-/AA
52 sem. máx/mín (CL\$)	1630/1367
VDPT 6M (US\$Mn)	0,1
Free Float	100%
# de acciones (Mn)	291
Cap. Bursátil (CL \$Mn)	436.616
Precio objetivo (CL\$)	1.700
Precio actual (CL\$)	1.503
Retorno potencial	13,1%
Div. Yield	8,0%
Retorno total	21,1%
Recomendación	Comprar

### CONTACTO

Eduardo Ramírez V.  
eduardo.ramirez@bice.cl  
+(562) 2692 3486

Aldo Morales E.  
aldo.morales@bice.cl  
+(562) 2692 3481

### ESTADOS FINANCIEROS (CL\$ Mn)

RESULTADOS	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos netos	47.111	43.633	83.401	60.479	65.874
Var%	-17,5%	-7,4%	91,1%	-27,5%	8,9%
EBIT	42.358	39.759	79.168	55.818	61.495
Var%	-21,4%	-6,1%	99,1%	-29,5%	10,2%
Margen operacional	89,9%	91,1%	94,9%	92,3%	93,4%
Costos financieros	-3.462	-2.859	-2.366	-2.544	-4.634
Otros no oper.	0	0	0	0	0
Utilidad/(pérdida)	38.896	36.900	76.802	53.274	56.861
Var%	-20,8%	-5,1%	108,1%	-30,6%	6,7%
Margen Neto	82,6%	84,6%	92,1%	88,1%	86,3%
<b>BALANCE</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Caja	38.574	7.786	10.437	16.860	68.493
Total Activos	540.615	665.561	743.047	778.193	891.739
Pasivo Corriente	62.921	3.660	4.186	59.710	57.816
Total Pasivos	106.455	220.172	249.546	262.648	296.747
Patrimonio	434.161	445.389	493.500	515.545	594.992
Pasivos + Patrimonio	540.615	665.561	743.047	778.193	891.739
<b>MÉTRICAS</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Utilidad realizada	37.640	25.263	32.683	36.872	40.992
BNP	26.202	9.192	15.464	20.935	14.978
# cuotas (Mn)	253	253	253	253	291
Valor libro x cuota	1.718	1.763	1.953	2.041	2.048
Valor mer. x cuota	1.690	1.339	1.392	1.477	1.423
<b>DUPONT</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
ROE*	9,0%	8,3%	15,6%	10,3%	9,6%
Utilidad neta/ Ingresos	82,6%	84,6%	92,1%	88,1%	86,3%
Ingresos/ Activos	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos/ Patrimonio	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>RATIOS</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Cap Rate	6,1%	6,5%	6,3%	6,5%	6,9%
Retorno por dividendos	6,2%	7,9%	8,1%	8,4%	8,5%
Bolsa/Libro	1,0x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x

Fuente: CMF, Independencia, BICE Inversiones

### DESCRIPCIÓN

- *Independencia Rentas Inmobiliarias (CFINRENTAS) es el principal fondo de inversión público de la industria inmobiliaria en Chile.*
- *El fondo fue constituido en abril de 1995 por un plazo de 30 años, renovado recientemente hasta 2030 y administrado por Independencia Administradora General de Fondos.*
- *El NOI de los U12M, se descompone en 58% Centros de distribución, 28% oficinas y 14% locales comerciales.*
- *El fondo mantiene una participación de 70% en Bodenor Flexcenter (BFC), sociedad con más de 25 años de trayectoria dedicada al desarrollo y arriendo de centros de distribución y bodegas.*

### INDEPENDENCIA RENTAS INMOBILIARIAS

**El fondo Independencia Rentas Inmobiliarias mantiene distintas opciones de financiamiento de cara a los próximos vencimientos de deuda entre 2025–2028.** El 28 de septiembre de 2023, el fondo Independencia Rentas Inmobiliarias aprobó un aumento de capital de 90 millones de cuotas. En 2024 se colocó una parte (37,8 millones de cuotas), recaudando UF 1,5 millones cuyo uso de fondos era financiar la compra del terreno para el desarrollo del proyecto Vespucio Norte (UF 4,1 millones en total), además de fortalecer la posición financiera previo a vencimientos de deuda por UF 2,7 y UF 3,8 millones en 2025 y 2026. A la fecha, el fondo ya habría refinanciado ~UF 1,3 millones del bono serie G. En tanto, ~UF 3,5 millones de los vencimientos en 2026 corresponden a deuda bancaria, que con alta probabilidad será refinanciada. El fondo cuenta con caja UF 0,4 millones y tendría una holgura de UF 2,8 millones para aumentar deuda hasta alcanzar un loan-to-value de 50%. Esto le permitiría cubrir los próximos vencimientos de deuda (UF 1,7 millones), sin requerir de un aumento de capital adicional. Sin embargo, esto dependerá de la liquidez que exista en el mercado de renta fija, de la facilidad para refinanciar deuda bancaria y del potencial anuncio de nuevas inversiones.

*El fondo tendría una holgura de UF 2,8 millones para aumentar deuda hasta alcanzar un loan-to-value de 50%.*

### HOLGURA DE DEUDA – CFINRENTAS

#### Loan To Value 4T24 – CFINRENTAS

Escenario 1: Loan to Value a 50% desde el 4T24

Deuda	9.517	11.606	2.089
Activos	23.212	23.212	
Ratio	41,0%	50%	9%

Escenario 2: Pago del bono BINDE-G a la fecha.

Deuda	8.135	10.915	2.780
Activos	21.830	21.830	
Ratio	37,3%	50,0%	13%

#### Situación Financiera

#### MUF

Efectivo y Equivalentes al Efectivo (1)	1.783
Bono BINDE-G	1.382
Efectivo y Equivalentes al Efectivo (2)	401
Monto deuda para Loan to Value 50%	2.780
Efectivo + Deuda Potencial	3.181
Vencimientos 2025	1.338
Vencimientos 2026	338

**Remanente 1.505**

Fuente: CMF, CFINRENTAS, BICE Inversiones

**Proyectos en desarrollo podrían incrementar el NOI del fondo en un 17%.** A través de su filial de centros logísticos “Bodenor Flexcenter”, el fondo mantiene 3 proyectos en ejecución:

*Los últimos 3 proyectos del Fondo Independencia Rentas Inmobiliarias se enfocan en el segmento bodegas.*

- **Lo Boza 422:** ubicado en la comuna de Pudahuel, consiste en un parque logístico de 124 mil m2 en total. Se encontraría 100% colocado al IT25 (tercera nave de ~40 mil m2), añadiendo UF 48.670 al NOI del cierre de 2024.
- **Centro Logístico Enea 3:** ubicado también en la comuna de Pudahuel, cercano al aeropuerto de Santiago, consiste en un parque logístico cuya fase 3 alcanzaría los 70 mil m2 en total. Se espera colocar los últimos 6.200 m2 durante el 1S25 para alcanzar máxima capacidad, añadiendo UF 7.083 al NOI del cierre de 2024.
- **Vespucio Norte:** ubicado en Pudahuel, cercano al centro empresarial Enea, consiste en 7 naves por un total de 181.565 m2 de parque logístico y 9.400 m2 de oficinas. El terreno (ex CCU) fue adquirido en UF 1,3 millones durante 2024. El desarrollo del proyecto involucra una inversión total de UF 4,1 millones en un plazo de 5 años. El proyecto aportaría UF 214 mil de NOI, en base a un arriendo de UF 0,165/m2 y un margen NOI de 80% en bodegas.

**Segmento Bodegas es el que presenta mayor rentabilidad sobre la inversión, por que lo que crecer en ese negocio es el mejor uso de fondos.** El fondo mantiene una vacancia de 0% en el segmento de bodegas y muestra un crecimiento sostenible en rentas durante los últimos años. Según nuestras estimaciones, el retorno sobre el capital invertido (ROIC) del segmento bodegas sería de ~7% en UF, mientras que el de oficinas se encontraría actualmente en ~4%.

#### PROYECCIÓN DE RENTA – NUEVOS PROYECTOS

Actual	m2	vacancia Renta (UF)	UF/m2	NOI (UF)	NOI/m2	Mg NOI
Oficinas	139.262	14%	579.092	0,402	466.000	3,3 80%
Locales Comerc.	48.135	3%	256.643	0,459	225.000	4,7 88%
Centros de Dist.	668.318	0%	1.183.372	0,148	950.000	1,4 80%
<b>Total</b>	<b>855.715</b>		<b>2.019.107</b>		<b>1.641.000</b>	<b>1,9 81%</b>

Proyectos @100%	m2	vacancia Renta (UF)	UF/m2	NOI (UF)	NOI/m2	Mg NOI
Lo Boza 422	124.047	0%	245.613	0,165	214.911	1,7 88%
Vespucio Norte (Bodegas)	181.565	2%	352.309	0,165	281.847	1,6 80%
Vespucio Norte (Oficinas)	9.400	2%	30.952	0,28	24.762	2,6 80%

Proyectos	UF/m2
BFC Actual	0,148
BFC Proyectos	0,165

Fuente: CMF, CFINRENTAS, BICE Inversiones

**Independencia Rentas presenta un cap rate menor a centros comerciales transados en bolsa, pero una TIR sustancialmente mayor.**

Según nuestras estimaciones, CFINRENTAS transaría a un cap rate (NOI/EV) de 6,8%, consistente con un spread de 426 pb respecto a la tasa libre de riesgo a 10 años (BCU-10). Dicho spread es menor a los 680 pb que presentan los malls abiertos en bolsa en Chile. El NOI del fondo se encuentra afectado por el aumento en vacancia del segmento de oficinas (~28% del NOI U12M). Si se asume que el segmento disminuye su vacancia hasta niveles pre-pandemia (5,9%) el NOI de oficinas podría incrementarse en +9%, aumentando el cap rate hasta ~7,5% (asumiendo también la ejecución de otros proyectos en desarrollo). Al cierre de 2024, la vacancia física del segmento oficinas del fondo alcanzó 13,8%, siendo San Damián e Isidora Goyenechea los que explican el aumento. Creemos que ambas ubicaciones son privilegiadas y existe una alta probabilidad de colocación de esos m2 en los próximos años.

*El fondo Independencia Rentas Inmobiliarias estaría transando a un cap rate de 6,8%, con potencial de expansión hasta 7,5% considerando los proyectos de bodegas y un mejor escenario de vacancia en oficinas.*

**CAP RATE – NUEVOS PROYECTOS**

CL\$ millones	Actual (1)	+ Lo Boza 422 (2)	+ Vespucio Norte (3)	+ Pre pandemia (4)
NOI	63.042	65.184	73.429	75.070
NOI (UF MM)	1,64	1,70	1,91	1,95
Deuda Fin. Neta	497.268	497.268	567.104	567.104
Market Cap	436.616	436.616	436.616	436.616
EV	933.884	933.884	1.003.721	1.003.721
m2	855.715	979.762	1.170.727	1.170.727
Cap rate (NOI/EV)	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%

(1) considera NOI últimos 12 meses

(2) considera UF 56 mil en NOI de la fase 3 de Lo Boza 422 y el remanente de Enea 3

(3) considera UF 214 mil en NOI de nuevo proyecto en carpeta Vespucio Norte (ex CCU)

(4) considera UF 42 mil en NOI de oficinas adicional asumiendo vacancia del 2018

Fuente: CMF, CFINRENTAS, BICE Inversiones

**Si se consideran todos los flujos hasta el vencimiento del fondo, CFINRENTAS presentaría una TIR de 12% en UF, la que se encuentra por sobre los malls abiertos en bolsa (8%).**

Esta diferencia se da principalmente porque el fondo se encuentra transando con un descuento de 36% respecto a su valor NAV, situación que no se observa en los centros comerciales, que incluso reportan revalúo de propiedades de inversión. El análisis de TIR asume un crecimiento sostenible similar dado que los arriendos son en general con un componente fijo en UF. Los aumentos en NOI se refieren principalmente al desarrollo de nuevos proyectos o expansión de m2.

### VALORIZACIÓN - CFINRENTAS

INDEPENDENCIA - DCF (1)		INDEPENDENCIA - B/L (2)	
Tasa libre de riesgo (Rf)	5,7%	B/L 2025E	1,0x
Spread	1,3%	<b>P° objetivo (2)</b>	<b>1.771</b>
Costo de la deuda (Kd)	7,0%		
Beta	1,0		
Premio x riesgo	6,5%	<b>INDEPENDENCIA - (1)+(2)</b>	
Ke	12,5%	P° objetivo (1) + (2)	2.000
D/A	47%	- descuento por liquidez 15%	15%
P/A	53%	<b>P° objetivo</b>	<b>1.700</b>
Tasa de impuesto	27,0%	P° actual	1.503
WACC	9,0%	Upside	13,1%
G	3,0%	+ Dividend Yield**	8,0%
		Retorno total	21,1%
		* NAV del patrimonio x (1+3%)	
VPN NOI	298.291	** calculado con div. pagados en los UI2M	
Perpetuidad*	846.653		
Valor activos	1.144.945		
Deuda fin. Neta	497.268		
Patrimonio	647.677		
# Cuotas (Mn)	290,5		
<b>P° objetivo (1)</b>	<b>2.229</b>		

Fuente: Estimaciones BICE Inversiones

Nuestro precio objetivo es un promedio entre un modelo de descuento de flujos (DCF) y una valorización por múltiplos usando un ratio bolsa/libro de 1,0x. Para la valorización por DCF, usamos un WACC de 9,0% y descontamos el flujo proyectado hasta 2030. Luego, usamos una perpetuidad equivalente al valor de tasación del patrimonio y restamos la deuda financiera neta del fondo y sus filiales. Por último, incluimos un descuento por liquidez de 15%, similar al que usamos para valorar empresas de baja capitalización.

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD – CFINRENTAS**

		Tasa de descuento (WACC)				
		10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Crecimiento (G)	2,0%	1.541	1.577	1.615	1.653	1.693
	2,5%	1.581	1.619	1.657	1.696	1.737
	3,0%	1.623	1.661	<b>1.700</b>	1.741	1.782
	3,5%	1.664	1.704	1.744	1.786	1.829
	4,0%	1.707	1.747	1.789	1.832	1.876

		Tasa de descuento (WACC)				
		10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
B/L	0,6	1.321	1.360	1.399	1.440	1.481
	0,8	1.472	1.510	1.550	1.590	1.632
	1,0	1.623	1.661	<b>1.700</b>	1.741	1.782
	1,2	1.773	1.811	1.851	1.891	1.933
	1,4	1.924	1.962	2.001	2.042	2.084

		Vacancia oficinas				
		10,9%	8,4%	5,9%	3,4%	0,9%
UF/m2 oficinas	0,38	1.669	1.677	1.685	1.692	1.700
	0,39	1.676	1.684	1.692	1.700	1.708
	0,40	1.684	1.692	<b>1.700</b>	1.708	1.716
	0,41	1.691	1.699	1.708	1.716	1.725
	0,42	1.698	1.707	1.715	1.724	1.733

Fuente: Estimaciones BICE Inversiones

## PERFIL ASG

**Independencia AGF integra criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en la gestión de sus fondos, promoviendo un crecimiento sostenible con foco en la generación de valor para inversionistas y comunidades.** En el caso del Fondo Independencia Rentas Inmobiliarias, se han desarrollado iniciativas sustentables orientadas a preservar el valor de los activos, mitigar riesgos operacionales y reputacionales, y fortalecer las relaciones con los distintos grupos de interés. Destacamos las siguientes medidas:

- **Herramientas para medición del uso de energía en edificios.** Poseen un sistema de gestión de energía que le permite hacer mediciones del uso de energía. Fue aplicado en 2021 para el edificio Cerro El Plomo 6000.
- **Certificación en huella de carbono.** En el 2022 se inició el proceso de cuantificación y certificación de la huella de carbono, bajo estándares ISO14064. Al cierre de 2023 se midió y certificó la huella de carbono para el 100% de los edificios gestionados directamente en la cartera del Fondo.
- **Reciclaje.** Han aportado en términos de ahorro de energía, menor consumo de agua y deforestación. Destacamos que los árboles salvados pasaron de 807 en el 2020 hasta 1.469 unidades en 2023, lo que representa un crecimiento anual compuesto de +22,1% (CAGR 2020-2023). También, el compromiso de aumentar el ahorro en el consumo de agua, pasando de 1.001 miles de litros en 2020 hasta 1.443 miles de litros en 2023 (CAGR 2020-2023 de +13,0%).
- **Certificación LEED en edificios de oficinas.** Por el lado de desarrollo sostenible, Independencia AGF, el 100% de los edificios de oficinas desarrollados para el Fondo han obtenido la certificación LEED desde 2010.



## RENTA INMOBILIARIA EN CHILE

### **Fondos de renta inmobiliaria se han visto rezagados en término de retorno frente a otros activos inmobiliarios que transan en bolsa.**

Durante los últimos 12 meses, las tasas de interés a 10 años en UF experimentaron una disminución 40 pb hasta 2,5%. No obstante, no todos los activos inmobiliarios se comportaron de manera similar en el mercado bursátil. Los centros comerciales mostraban valorizaciones más atractivas en términos de cap rate frente a los fondos inmobiliarios (centros comerciales 9-10% vs. fondos inmobiliarios 6-7%), tendencia que se reflejó también en los spreads. Una de las razones es la menor generación de NOI por parte de los fondos de renta en sus segmentos de oficinas. Esta dinámica ha sido consistente con los retornos de los últimos 12 meses, donde los centros comerciales han registrado un retorno promedio de +61%. En contraste, los fondos inmobiliarios más líquidos (Independencia, BTG Renta Comercial y LV-Patio I) han tenido un retorno promedio ponderado por tamaño de activos de -3%.

### **Una potencial normalización del mercado de oficinas podría abaratar fuertemente a los fondos de renta inmobiliaria.**

Desde el estallido social y la pandemia (3T19), la vacancia de la industria de oficinas aumentó desde 4,3% hasta 10,3% al cierre de 2024. En el caso particular del fondo Independencia Rentas Inmobiliarias, el NOI se redujo -27% en el período, fuertemente explicado por la mayor vacancia del segmento oficinas. Sin embargo, la industria ha mostrado una incipiente mejora en el corto plazo por lo que si asumimos que la vacancia del fondo disminuye a niveles pre-pandemia (~5,9%), manteniendo los niveles de renta actual UF 0,402/m<sup>2</sup>, el cap rate consolidado aumentaría desde 6,8% actual a 7,5%. Creemos que una mejora en la vacancia de m<sup>2</sup> de oficinas es razonable considerando la ubicación estratégica que mantienen los activos del fondo (Isidora en El Golf 90% y San Damián en Estoril 70%). Independiente de la evolución de la industria de oficinas, vemos que Independencia puede perfectamente colocar esos m<sup>2</sup>, teniendo un impacto potencial en el NOI de oficinas.

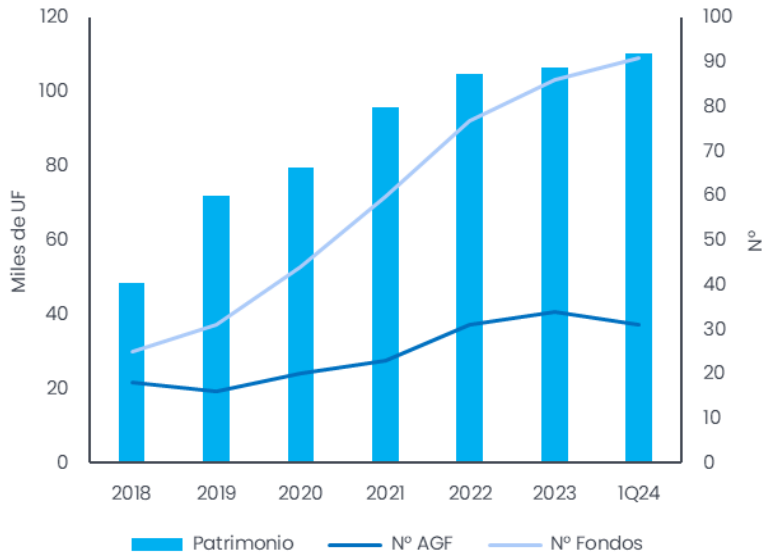
### **La industria de fondos inmobiliarios ha crecido de manera sustancial tanto en patrimonio como en número de fondos.**

Según la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI), los fondos de inversión (renta, desarrollo y mixtos) alcanzaron un patrimonio de UF 167,3 millones, con un crecimiento anual compuesto (CAGR 2018-2024) de +16% en patrimonio y +19% en número de fondos. Se registran 194 fondos administrados por 41 AGF. En el caso particular del segmento renta inmobiliaria de oficinas, dos fondos anunciaron su cierre e inicio del proceso de liquidación en 2024 (Banchile Rentas Inmobiliarias y Toesca Rentas Inmobiliarias). La liquidación se acuerda para periodos de 18 a 36 meses, con prórrogas por hasta 24 meses adicionales. El incentivo de los administradores de fondos es capturar la mayor rentabilidad posible, por lo que el riesgo de liquidez es acotado, considerando que los plazos son bastante flexibles.

*Los fondos de renta inmobiliaria han tenido un retorno promedio menor a los centros comerciales transados en bolsa.*

*Fondos inmobiliarios registraron un crecimiento anual compuesto de +16% en patrimonio entre 2018-2024.*

### EVOLUCIÓN FONDOS DE RENTAS INMOBILIARIAS EN CHILE



Fuente: ACAFI, BICE Inversiones

**La demanda de oficinas ha evidenciado una marcada migración desde el centro de Santiago hacia polos en el sector oriente.** En los últimos años, este fenómeno ha estado vinculado a la búsqueda de entornos más seguros, a la vez que las condiciones permiten negociar mejores precios en mejores ubicaciones. Según la Encuesta Nacional Urbana de Seguridad Ciudadana (ENUSC), un 74,4% de los habitantes de la comuna de Santiago percibe un aumento de la delincuencia en los últimos doce meses. Además, el 47,6% destaca una alta presencia de comercio ilegal, lo que refuerza la sensación de inseguridad en la zona. El mercado de oficinas refleja esta tendencia, con una creciente demanda por oficinas clase A en barrios como el Bosque – el Golf y Nueva Las Condes que concentran 54% de la participación de mercado de oficinas A en la RM, mientras que Santiago solamente concentra 17% de la categoría.

*El mercado de oficinas refleja una creciente demanda por oficinas clase A en barrios como el Bosque – el Golf y Nueva Las Condes que concentran 54% de la participación.*

### MERCADO DE OFICINAS EN CHILE – POR SUBSECTOR (4T24)

Oficinas Sub-mercados	Stock (m2)	Participación de mercado		Precio promedio arriendo (UF/m2 mensual)
		Tasa de participación (%)	Tasa de vacancia (%)	
Santiago	418.415	17%	15%	0,34
Nueva Apoquindo	250.069	10%	7%	0,54
El Bosque – El Golf	927.056	37%	8%	0,55
Providencia	292.277	12%	18%	0,48
Vitacura	86.388	3%	16%	0,52
Estoril – La Dehesa	75.153	3%	19%	0,4
Nueva Las Condes	420.960	17%	5%	0,56
Huechuraba	57.540	2%	6%	0,26
<b>Total clase A+/A</b>	<b>2.527.857</b>	<b>100,0%</b>	<b>10%</b>	<b>0,48</b>

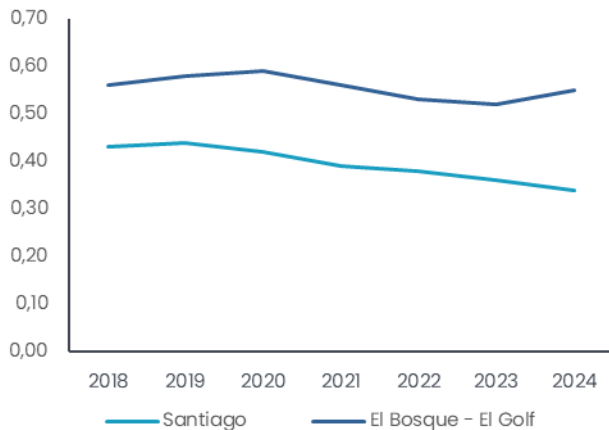
Fuente: Colliers International, BICE Inversiones

**El mercado de oficinas ha registrado una incipiente mejora en los niveles de vacancia, con variaciones mixtas en los precios clases A y B.**

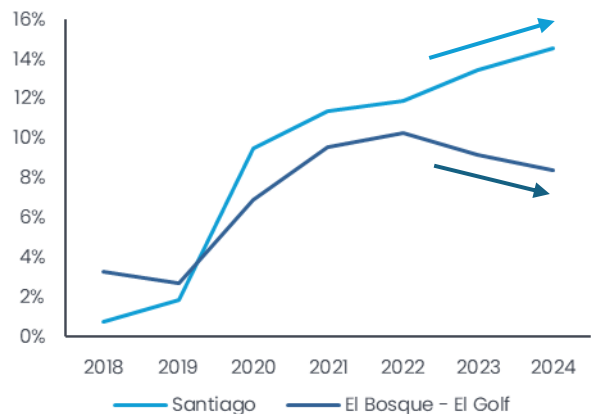
Según Colliers, al cierre del 4T24, la vacancia en oficinas clase A+ y A se redujo en 70 pb a/a, situándose en 10,3%, mientras que en oficinas clase B la caída fue de 80 pb a/a, alcanzando 8,3%. Este ajuste ha estado acompañado por un incremento en los precios de arriendo, con oficinas clase A subiendo un 2,1% a/a hasta 0,48 UF/m<sup>2</sup> y oficinas clase B aumentando un 2,7% a/a hasta 0,38 UF/m<sup>2</sup>. Sin embargo, la dinámica ha sido dispar entre submercados, donde Nueva Apoquindo y El Bosque – El Golf muestran alzas en precios y una reducción en la vacancia, mientras que en Santiago Centro la tendencia ha sido a la inversa. En el corto plazo, no se identifican catalizadores que puedan revertir estas tendencias. A pesar de la incipiente recuperación, los precios de oficinas clase A aún se sitúan por debajo del promedio de los últimos cinco años (0,50 UF/m<sup>2</sup>) y de los niveles prepandemia (0,52 UF/m<sup>2</sup>), lo que sugiere la existencia de un importante espacio de mejora en la medida en que la absorción recupere el nivel de crecimiento pre-pandemia.

*La dinámica de vacancia y precios de oficinas clase A ha sido dispar entre submercados.*

**EVOLUCIÓN DE PRECIOS (UF/M2) POR SUBSECTOR**



**EVOLUCIÓN DE VACANCIA POR SUBSECTOR**

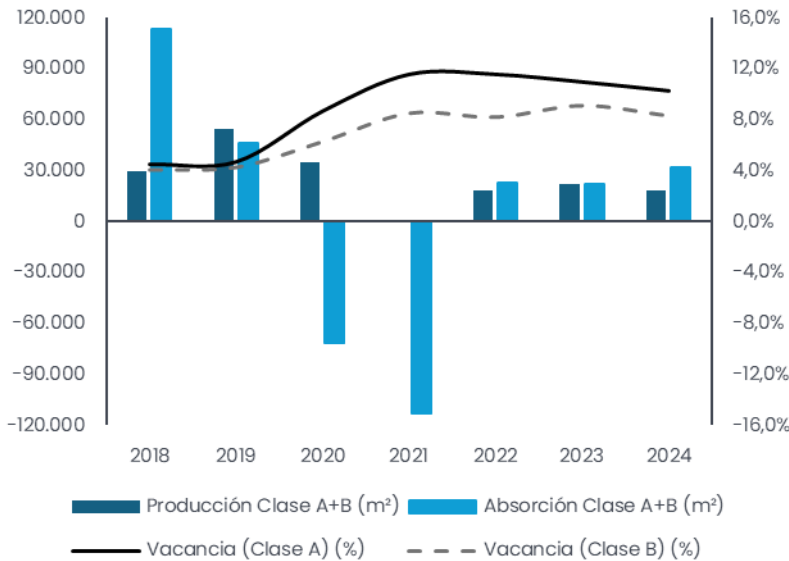


Fuente: Colliers International, BICE Inversiones

**Importante recuperación en la absorción ha permitido mejorar los niveles de vacancia en el corto plazo.**

Según datos de CBRE, la absorción neta creció 36% en 2024, en un contexto de estabilidad en términos de oferta. De hecho, en 2024 la absorción superó a la producción o nueva oferta, lo que da cuenta de una mejora importante en los fundamentos y perspectivas de la industria de oficinas en Chile. Lo anterior, se refleja de forma más evidente en la caída en vacancia y aumento en precios observado en el corto plazo. Sin embargo, la absorción en 2024 sigue siendo ~44% menor al promedio prepandemia, cercano a 155.000 m<sup>2</sup> por año. En esta misma línea, según Colliers la absorción fue superior a la producción, sin embargo, la producción aún se encuentra por debajo de lo visto entre 2018-2020. En este sentido, existe un espacio importante de recuperación hacia niveles pre-pandemia en un contexto de oferta acotada.

**EVOLUCIÓN HISTÓRICA MERCADO DE OFICINAS CLASE A Y B**



Fuente: Colliers International, BICE Inversiones

**Nueva oferta de oficinas clases A y B se mantendría estable hacia los próximos años.** Según CBRE, existen 218.347 m2 en construcción en clases A y B (74% clase A) para el periodo 2025-2026. La nueva oferta para dicho periodo es equivalente a ~4 veces la absorción neta promedio de los últimos 3 años. En este sentido, se espera una estabilidad en la entrada de nuevos m2, sin saltos discretos en el corto plazo. Lo anterior, en un contexto de aumento en los precios de construcción y escasez de nuevos anuncios de inversión en la clase de activo, lo que también responde a las dificultades e incertidumbres que ha debido enfrentar la industria en los últimos años. Con todo, la nueva oferta estaría concentrada principalmente en los subsectores de Nueva Las Condes (A), El Golf (A) y Eje Apoquindo (A), lo que se encontraría alineado con la mayor demanda observada en activos y ubicaciones de mayor calidad.

*Se espera una estabilidad en la entrada de nuevos m2, sin saltos discretos en el corto plazo.*

**STOCK EN CONSTRUCCIÓN – CLASE A Y B**

Clase A	Stock en construcción (m2)	Clase B	Stock en construcción (m2)
Las Condes (A)	141.592	Las Condes (B)	12.024
El Golf	54.554	Las Condes Oriente (B)	0
Nueva Las Condes	57.131	Providencia (B)	5.837
Eje Apoquindo	29.907	Santiago Centro (B)	6.899
Providencia (A)	20.000	Vitacura (B)	6.000
Santiago Centro (A)	0	Huechuraba (B)	0
		Lo Barnechea (B)	6.460
		Otros (B)	19.536
<b>Total Clase A</b>	<b>161.592</b>	<b>Total Clase B</b>	<b>56.755</b>

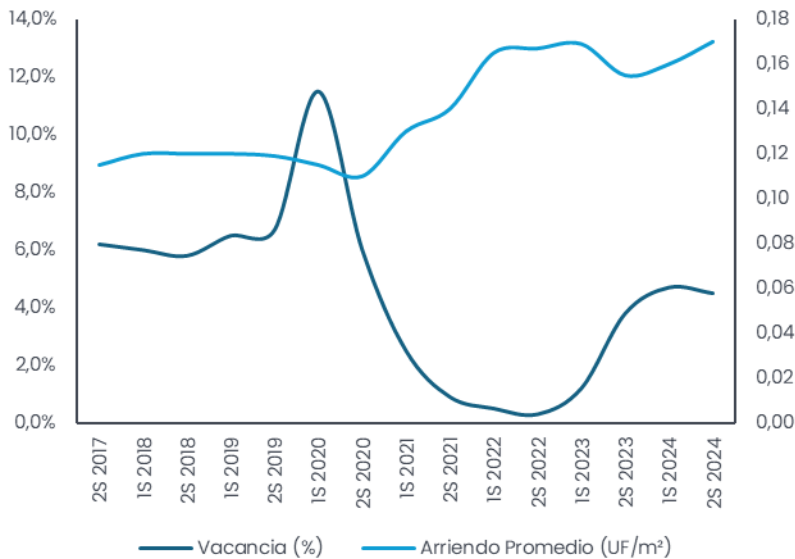
Fuente: CBRE Research, BICE Inversiones

**Tras 4 semestres al alza, la tasa de vacancia del segmento bodegas comenzaría a mostrar una estabilización.**

Según CBRE, la tasa de vacancia en el mercado de bodegas en Chile experimentó una leve disminución de 78 pb a/a hasta 4,45%. Este nivel de vacancia es relativamente bajo, lo que sugiere que podría indicar una relación equilibrada entre la nueva oferta y demanda, donde la preferencia creciente se mantiene por bodegas que son más modernas y eficientes. Asimismo, según fuentes de mercado ha visto un ligero aumento en los precios de arriendo, explicado por la incorporación de nuevos desarrollos con características constructivas de mayor estándar.

*El nivel de vacancia de bodegas mostró una disminución hasta 4,45%, reflejando un potencial equilibrio entre la nueva oferta y demanda.*

**VACANCIA Y VALOR DE ARRIENDO PROMEDIO BODEGAS**



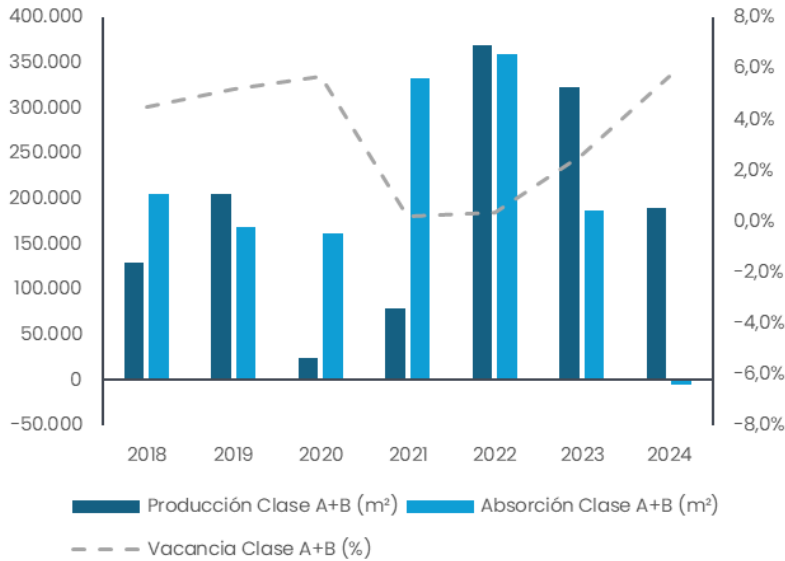
Fuente: CBRE Research, BICE Inversiones

**El fuerte aumento en demanda ha venido acompañado de un importante aumento en la producción de nuevos m2, manteniendo un balance oferta-demanda estable.**

Según Colliers, la absorción de bodegas en el segundo semestre de 2024 alcanzó 83.317 m², lo que representa un dato positivo, aunque con un crecimiento moderado debido a que gran parte de la nueva producción ya estaba pre-ocupada. Además, la producción de nuevos espacios fue de 77.200 m², concentrándose principalmente en las zonas Norte y Poniente, en bodegas de tipo A y B. Creemos que la situación de extrema escasez de m2 de bodegas observada en la pandemia ya se ha ido normalizando en los últimos años. Una particularidad de la industria en el corto plazo es que gran parte de los proyectos en construcción ya tienen contratos asignados y se van entregando inmediatamente cuando se termina la construcción. En el caso de Independencia Rentas, los últimos dos proyectos de Bodenor Flexcenter (Enea 3 y la etapa 3 de Lo Boza 422), muestran una vacancia de 0%, habiéndose contratado al 100% previo a la entrega.

*La situación de extrema escasez de m2 de bodegas observada en la pandemia ya se ha ido normalizando en los últimos años.*

**EVOLUCIÓN HISTÓRICA MERCADO DE BODEGAS**

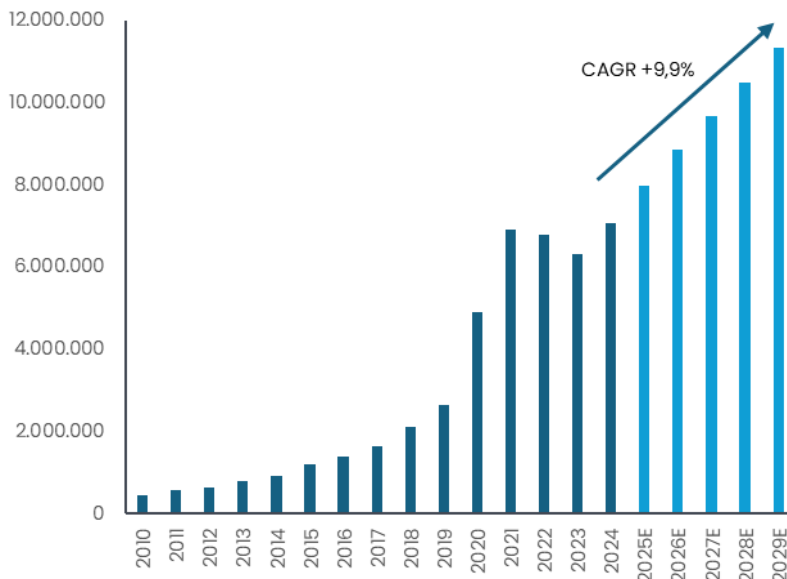


Fuente: Colliers International, BICE Inversiones

**Crecimiento del e-commerce y el auge del dropshipping seguirían impulsando la demanda por servicios logísticos.** Según Euromonitor, las ventas e-commerce en Chile crecerán a una tasa anual compuesta de 9,9% entre 2024 y 2029, lo que aumentará la necesidad de logística. A su vez, el modelo de dropshipping, donde el vendedor no almacena productos, depende de servicios logísticos y de fulfillment para cumplir con los plazos de entrega. Según Business Research Insights, el mercado global de dropshipping crecerá a una tasa anual compuesta de 20,7%, pasando de US\$ 162,6 mil millones en 2023 a US\$ 905,3 mil millones en 2032.

*Las ventas e-commerce en Chile crecerán 9,9% por año entre 2024-2029.*

**PROYECCIÓN VENTAS E-COMMERCE EN CHILE (CL\$ MM)**



Fuente: Euromonitor International, BICE Inversiones

**Proyección de crecimiento en la producción de bodegas para los próximos años se concentrará en las zonas Poniente y Sur.** Según CBRE, se espera que la oferta futura sea de 650.000 m<sup>2</sup>, de los cuales el 59% estarán disponibles en 2025. Este crecimiento se concentrará principalmente en las zonas Poniente y Sur, lo que refleja una continua expansión en estas áreas clave del mercado logístico. Con esto, se confirma la tendencia de un crecimiento más controlado en el sector, alineado con un mercado que se ajusta frente al fuerte dinamismo del e-commerce en años anteriores.

*Se espera que la oferta futura sea de 650.000 m<sup>2</sup>, donde el 59% estarán disponibles para 2025.*

## ANEXO 1. CAP RATE

### CÁLCULO DE CAP RATE – CFINRENTAS (CL\$ MILLONES)

Deuda Filiales (CL\$ Millones)	Deuda Fin.	Caja	DFN
Constitution Real Estate Corp y Filiales*	0	0,7	-1
Limitless Horizon Limited	0	0	0
Inmobiliaria Plaza Araucano SpA	0	126	-126
Rentas Bucarest SpA	0	2	-2
Rentas Inmobiliarias SpA	0	49	-49
Rentas Retail SpA	0	131	-131
Rentas Magdalena SpA	38.621	104	38.517
Inmobiliaria Descubrimiento SpA (1)	74.052	1.237	72.814
Inmobiliaria Plaza Constitución SpA	0	128	-128
Bodenor Flexcenter (1)	167.414	5.980	161.434
<b>Total filiales</b>	<b>280.087</b>	<b>7.758</b>	<b>272.329</b>

Deuda Consolidado	Deuda Fin.	Caja	DFN
<b>Bancario</b>	<b>134.686</b>		
+ CP	596		
+ LP	134.089		
<b>Bonos (serie G, I y K)</b>	<b>158.746</b>		
+ CP	53.973		
+ LP	104.773		
<b>Total Fondo</b>	<b>293.432</b>	<b>68.493</b>	<b>224.939</b>

NOI (UF millones)	1,6
<b>NOI (CL\$ millones)</b>	<b>63.042</b>
Market Cap	436.616
Deuda Fin. Neta	497.268
<b>EV</b>	<b>933.884</b>
<b>Cap rate (NOI/EV)</b>	<b>6,8%</b>

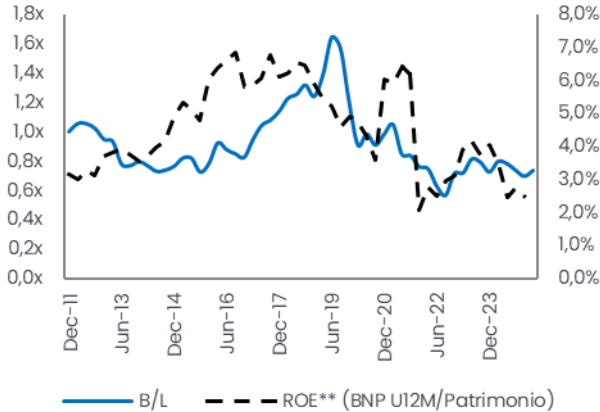
(1) se ajusta al 70% para incorporar el porcentaje de propiedad del fondo.

Fuente: Estimaciones BICE Inversiones

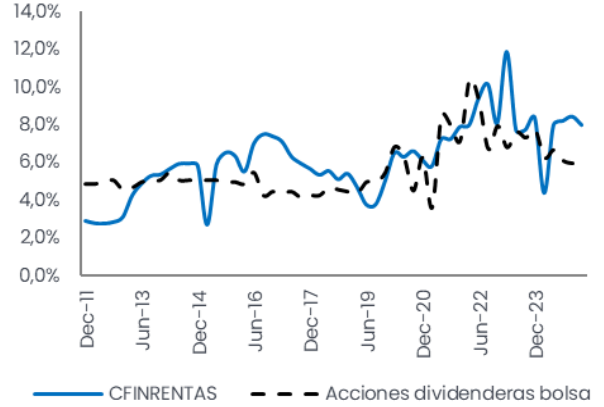


## ANEXO 2. PRINCIPALES INDICADORES CFINRENTAS

### B/L (IZQ.) VS ROE (%)



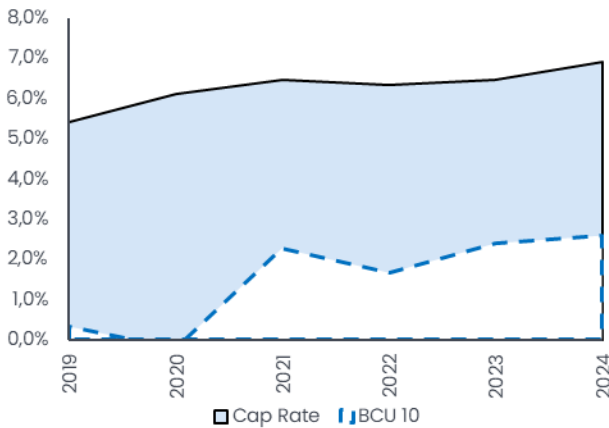
### RETORNO POR DIVIDENDOS U12M (%)



Si bien tanto el ROE como el B/L han mostrado una corrección desde sus máximos de 2018, los niveles actuales lucen más estabilizados tras la alta volatilidad post-2020.

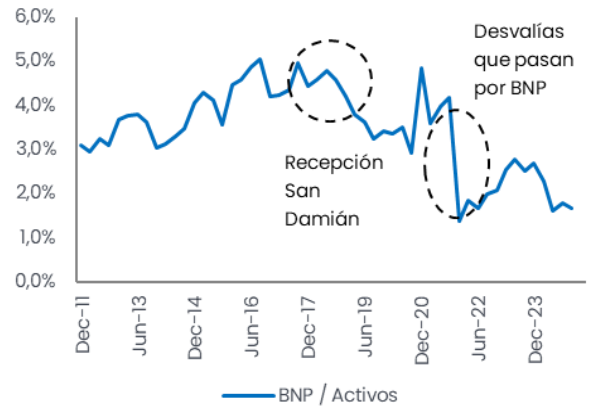
El retorno por dividendos del Fondo Independencia Rentas Inmobiliarias durante el 2024 fue 8,5%, y estuvo por sobre el promedio de empresas dividenderas del IPSA (6,0%).

### CAP RATE VS. BCU 10 AÑOS (%)



Hay un diferencial (spread) entre cap rate y la tasa libre de riesgo a 10 años en UF que se mantuvo positivo durante el 2024 (+432 pbs), levemente por debajo del promedio U5A (+471 pbs).

### BENEFICIO NETO PERCIBIDO/ACTIVOS (%)



Desde la recepción de San Damián se ha visto una caída del Beneficio Neto Percibido/Activos, mostrando un nivel por debajo del promedio, explicado por una serie de desvalías históricas.

Fuente: CMF, Estimaciones BICE Inversiones

## ANEXO 3. FONDOS DE RENTA INMOBILIARIA EN CHILE

COMPARABLES			
Grupo	Independencia	BTG Renta Comercial	LV - Patio I
Serie	Única	A-I	A-I
Bloomberg	CFINREN CC	CFIRIII	LVPARII CC
Bolsa de Comercio	CFINRENTAS	CFIBTGRCA	CFILVPARII
Tipo de Fondo	No rescatable	No rescatable	No rescatable
Fecha de Inicio	11-05-1995	08-09-2011	10-06-2011
Duración del Fondo	Hasta 2030	Hasta 2025	Hasta 2032
Status	Vigente	Vigente	Vigente
Tipo de Inversión	Renta	Renta	Renta y Desarrollo
Tipo de Inversión	Chile y extranjero	Chile, Perú y Colombia	Chile
# Aportantes	85	34-14	969-19
# Cuotas	290.545.000	10.441.013	7.354.479
Valor mercado x cuota	1.496	17.346	11.776
Valor libro x cuota	2.048	32.262	28.553
Market Cap (CL\$ Mn)	434.655	181.111	86.606
Dividendos U12M	120	1.900	0
Utilidad U12M	40.992	11.387	921
Activos	891.739	408.939	211.774
Pasivos	296.747	71.396	286
Patrimonio	594.992	337.543	211.488
Cap Rate	6,8%	-	-
Dividend yield	8,0%	11,0%	0,0%
Payout	>70%	100%	90%
Deuda/Activos	33,3%	17,5%	0,1%
Deuda/Patrimonio	49,9%	21,2%	0,1%
B/L	0,7	0,5	0,4
ROE	6,9%	3,4%	0,4%
ROA	4,6%	2,8%	0,4%
Tasa TAC	1,5%	1,4%	3,9%

Fuente: CMF, Reportes de empresas, BICE Inversiones

## ANEXO 4. FONDOS DE RENTA INMOBILIARIA INTERNACIONALES - OFICINAS

### COMPARABLES USA Y LATAM - OFICINAS

Compañía	Categoría	Mkt Cap (USDM)	B/L U12M	Cap Rate*
Boston Propertie	Office REITs	9.523	1,8	6,5%
Vornado Rlty Tst	Office REITs	6.583	1,6	4,2%
SL Green Realty	Office REITs	3.583	1,0	3,5%
Kilroy Realty Corp	Office REITs	3.588	0,7	7,2%
Douglas Emmett	Office REITs	2.354	1,1	6,1%
Oficinas USA		3.588	1,1	6,1%
Fibra Uno	Diversified REITs	4.322	0,5	9,6%
Concentradora FI	Diversified REITs	1.747	0,6	10,2%
IRSA	Real Estate	1.040	1,1	-
Fibra MTY	Office REITs	1.379	0,9	8,7%
Oficinas Latam		1.563	0,7	9,6%

\*Calculado como EBITDA/EV

Fuente: Bloomberg, BICE Inversiones

**RESEARCH****Equipo de Estudios****Aldo Morales E.**

Subgerente de Estudios  
amoralese@bice.cl  
+(562) 2692 3481

**Ewald Stark B.**

Analista Senior  
ewald.stark@bice.cl  
+(562) 2692 2527

**Eduardo Ramírez V.**

Analista de Inversiones  
eduardo.ramirez@bice.cl  
+(562) 2692 3486

**Rubén Alvarado H.**

Analista de Inversiones  
ruben.alvarado@bice.cl  
+(562) 2692 1836

**SALES****Renta Variable****Felipe Figueroa E.**

Gerente Renta Variable  
ffigueroa@bice.cl  
+(562) 2692 2810

**Carlos Hornauer M.**

Jefe Mesa Institucional  
carlos.hornauer@bice.cl  
+(562) 2692 2811

**Claudio Zelada A.**

Jefe Mesa Retail  
claudio.zelada@bice.cl  
+(562) 2692 7949

**Diego Guillones R.**

Renta Variable Local  
dguillones@bice.cl  
+(562) 2692 2417

**Pablo Mendoza V.**

Renta Variable Local  
pablo.mendoza@bice.cl  
+(562) 2692 2827

**Renta Fija****Andrés de la Cerda G.**

Gerente Renta Fija e Int.  
adelacer@bice.cl  
+(562) 2692 2576

**Javiera Escudero M.**

Jefe Renta Fija  
javiera.escudero@bice.cl  
+(562) 2692 2946

**Paulina González T.**

Operador Renta Fija  
paulina.gonzalez@bice.cl  
+(562) 2692 2812

**Antonio Pérez A.**

Operador Renta Fija  
antonio.perez@bice.cl  
+(562) 2692 7912

**José Pérez G.**

Operador Renta Fija  
jose.perezg@bice.cl  
+(562) 2692 2573

**Distribución****Jason Barrat**

Subgerente Mercado  
Internacional  
jbarrat@bice.cl  
+(562) 2692 2672

**Katherine Fainé**

Mercado Internacional  
katherine.faine@bice.cl  
+(562) 2692 2524

**Stefan Ziegele H.**

Mercado Internacional  
stefan.ziegele@bice.cl  
+(562) 2692 2117

Este informe ha sido elaborado sólo con el objeto de proporcionar información a los clientes de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Este informe no es una solicitud, ni una oferta para comprar o vender acciones, bonos u otros instrumentos mencionados en el mismo. Esta información y aquella en que está basada han sido obtenidas con información pública de fuentes que en nuestro mejor saber y entender parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ellas sean exactas ni completas. Las proyecciones y estimaciones que se presentan en este informe han sido elaboradas con las mejores herramientas disponibles, pero ello no garantiza que las mismas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe pueden ser modificadas en cualquier tiempo sin previo aviso.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. y cualquiera sociedad o persona relacionada con ella y sus accionistas controladores pueden en todo momento tener inversiones a corto o largo plazo en cualquiera de los instrumentos mencionados en este informe o relacionados con la o las empresas o el mercado que en él se mencionan y pueden comprar o vender esos mismos instrumentos.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. puede recomendar eventualmente compras y/o ventas de acciones para posiciones de trading. Dichas acciones podrían estar incorporadas en otras carteras recomendadas. Las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. El resultado de cualquiera operación financiera realizada con el apoyo de este informe es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. Los valores y emisores extranjeros a que se pueda hacer referencia en este informe, y que se no encuentran inscritos en el Registro de Valores a cargo de la Comisión para el Mercado Financiero de nuestro país, no le son aplicables las leyes y normativa que regulan el mercado de valores nacional, en consecuencia, es responsabilidad exclusiva de los inversionistas informarse previamente respecto de dichos valores y emisores extranjeros antes de adoptar cualquier decisión de inversión. La frecuencia de la publicación de los informes, si la hubiere, queda a discreción de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Se prohíbe citar o reproducir en forma total o parcial este informe sin la autorización expresa previa de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.

Los integrantes del Departamento de Estudios declaran expresamente que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en el presente informe. Asimismo, a la fecha de publicación del presente informe, ninguno de los integrantes del Departamento de Estudios posee, directa o indirectamente, vínculos con personas relacionadas al emisor analizado en el mismo.

Con el objeto de prevenir Conflictos de Interés entre BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. o sus colaboradores y los emisores recomendados por este informe, se deja constancia que las transacciones bursátiles que realicen los colaboradores de BICECORP S.A. y de sus filiales, se encuentran reguladas por el "Manual para transacciones de acciones y otros valores de BICECORP S.A. y sus Filiales". Las personas que efectúan recomendaciones en este informe podrían mantener para sí los mismos instrumentos financieros sobre los cuales versa la recomendación.

A la fecha de publicación del presente informe, BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. informa que tiene un contrato de market maker con el emisor.