

| | | |
|--------------|-----------|-----------|
| | Dic. 2016 | Nov. 2017 |
| Solvencia | - | A |
| Perspectivas | - | Estables |

* Detalle de clasificaciones en Anexo

| Indicadores Relevantes | | | |
|------------------------------------|---------|---------|------------|
| | 2015 | 2016 | Julio 2017 |
| Ingresos Ordinarios | 32.357 | 39.340 | 24.421 |
| Ebitda Ajustado ⁽²⁾ | 20.776 | 21.414 | 13.002 |
| Deuda Financiera ⁽³⁾ | 271.391 | 295.195 | 312.290 |
| Margen Operacional | 55,1% | 49,3% | 50,8% |
| Margen Ebitda Ajustado | 64,2% | 54,4% | 53,2% |
| Endeudamiento Total | 2,0 | 1,6 | 1,6 |
| Endeudamiento Financiero | 1,6 | 1,3 | 1,4 |
| Ebitda Aj./Gastos Financieros | 1,8 | 1,9 | 2,1 |
| Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj. | 12,7 | 13,6 | 13,0 |
| FCNOA/ Deuda Financiera | 2,0% | 5,4% | 6% |

(1) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación

(2) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

| Perfil de Negocios: Satisfactorio | | | | | |
|--|-------|------------|----------|---------------|--|
| Principales Aspectos Evaluados | Débil | Vulnerable | Adecuado | Satisfactorio | |
| | | | | Fuerte | |
| Posición competitiva | | | | | |
| Diversificación de activos | | | | | |
| Presencia de contratos de largo plazo con alto componente fijo | | | | | |
| Conservadora estrategia de desarrollo comercial | | | | | |
| Diversificación y calidad de cartera de clientes | | | | | |

| Posición Financiera: Intermedia | | | | | |
|--|-------|----------|------------|---------------|--|
| Principales Aspectos Evaluados | Débil | Ajustada | Intermedia | Satisfactoria | |
| | | | | Sólida | |
| Estabilidad de márgenes y generación de flujos | | | | | |
| Endeudamiento y coberturas | | | | | |
| Liquidez | | | | | |

Analista: Felipe Pantoja.
Felipe.pantoja@feller-rate.cl
(56) 22757-0470
Claudio Salin.
Claudio.salin@feller-rate.cl
(56) 22757-0463

Fundamentos

La clasificación "A" asignada a Vivocorp S.A. refleja un perfil de negocio "Satisfactorio" y una posición financiera "Intermedia".

Vivocorp participa en el desarrollo y administración de activos de renta inmobiliaria (centros comerciales, *stand alone*, *strip center* y *outlet*) a lo largo del país.

A diciembre de 2016, el portafolio de activos propios de la entidad estaba constituido por 5 centros comerciales, 2 *outlets*, 55 *stand alone* y 21 *strip centers*, los que contaban con un Área Locataria Bruta (ABL) cercana a los 321.637 m². Adicionalmente, durante 2017, entraron en operación 2 *malls* y 2 *outlets*, que incorporarían 96.493 m² de ABL.

A julio de 2017, los ingresos de la compañía registraron un incremento del 23,9% respecto a igual periodo, alcanzando \$24.421 millones, lo cual se encuentra asociado a la entrada en operación en marzo de Vivo Outlet La Florida, en conjunto con la maduración de algunos activos inmobiliarios y mayores recaudaciones por proyectos en construcción.

A igual fecha, el ebitda ajustado registró un alza similar que los ingresos, generando que el margen ebitda de la compañía se mantuviera igual que a julio de 2016 (53,2%).

Asimismo, la deuda financiera continuó con su tendencia creciente, alcanzando \$312.290 millones, debido, principalmente, a un mayor financiamiento por *leasing*, acorde con el desarrollo de proyectos inmobiliarios que se encuentra realizando la entidad.

En los últimos años, los indicadores crediticios han presentado un constante deterioro, debido al fuerte plan de inversión realizado por la entidad, el cual contempla la construcción de diversos activos inmobiliarios, generando una mayor carga financiera, que será compensada en el mediano plazo con la

generación de dichos proyectos.

No obstante, la mayor generación de ebitda ajustado a julio de 2017 contrarrestó, en parte, el crecimiento en el nivel de deuda. Así, el indicador de deuda financiera sobre ebitda ajustado disminuyó desde 13,6 veces obtenidas al cierre de 2016 hasta 13,0 veces.

Por otro lado, la cobertura de gastos financieros continuó aumentando hasta llegar a 2,1 veces, cifra similar a la de 2013.

Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevas líneas de bonos por un monto máximo de emisión de U.F. 2 millones. Los fondos a recaudar estarían destinados, principalmente, al refinanciamiento de deuda financiera de largo plazo y al financiamiento de parte de las inversiones.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que la compañía mantendrá una política financiera conservadora, que sumado a la maduración y rentabilización de los proyectos actuales, permita, en parte, compensar el deterioro financiero producto del plan de inversiones.

En particular, se espera una cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros en niveles cercanos a las 2 veces y un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado por debajo de las 14 veces en 2017 y 12 veces en los próximos años.

ESCENARIO DE BAJA: Este escenario se podría dar en caso de que se observen políticas financieras más agresivas incrementando los niveles de deuda por sobre lo esperado.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Factores Clave

- Buena posición competitiva, explicada por la calidad y ubicación estratégica de sus activos.
- Conservadora estrategia de desarrollo comercial mitiga riesgos asociados al inicio de nuevos proyectos inmobiliarios.
- Sensibilidad al nivel de actividad económica puede afectar el nivel de ocupación y, por ende, los resultados; mitigado por características contractuales en términos de plazos y de esquemas tarifarios.
- Acotados niveles de vacancia y adecuada cobertura de morosidad.
- Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

Factores Clave

- Base de ingresos y márgenes relativamente estables, influenciados por componente fijo de su estructura tarifaria y la mantención de altas tasa de ocupación.
- Endeudamiento neto considerado alto, aunque estructurado en el mediano y largo plazo.
- Posición de liquidez clasificada como "Ajustada".
- Importantes necesidades de capital ligadas a plan de inversiones, exigirá la mantención de un mix equilibrado de financiamiento.
- Relevante volumen de activos madurando en el corto plazo.

Solvencia **A**
Perspectivas **Estables**

PERFIL DE NEGOCIOS *SATISFACTORIO*

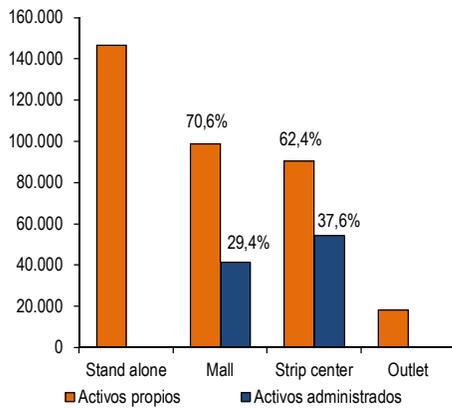
Estructura de propiedad

El control de la sociedad radica en Corpgroup mediante Vivocorp Holding S.P.A. que posee el 99,999998% de la propiedad.

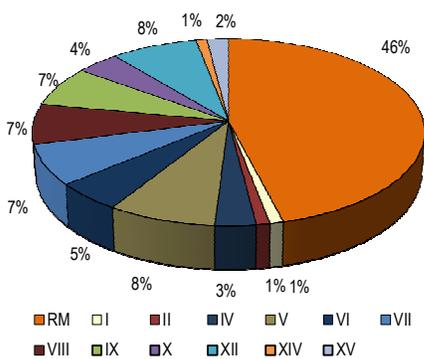
Al respecto, Vivocorp Holding S.P.A. es controlada por Inversiones Terra S.P.A., perteneciente al grupo, con el 63,39% y el saldo restante pertenece al Volcomacapital FIP.

Alta diversificación tanto de activos propios como administrados

Por tipo de locales (medido en ABL m²)



Por ubicación geográfica (medido en unidades)



➤ Vivocorp S.A. (Vivocorp) constituida en julio de 2017, anteriormente Vivocorp S.P.A que fue creada en 2009, participa en el desarrollo y administración de activos de renta inmobiliaria (centros comerciales, *stand alone*, *strip center* y *outlet*) a lo largo del país, con una mayor participación en la Región Metropolitana.

En su estrategia operacional, la compañía se encarga tanto del diseño, como de la supervisión de la construcción (que es encargada a un tercero) y la posterior operación de los activos en los que mantiene propiedad.

➤ A diciembre de 2016, el portafolio de activos de la empresa está constituido por 5 centros comerciales, 2 *outlet*, 55 *stand alone* y 21 *strip center*, los que cuentan con un Área Locataria Bruta (ABL) cercana a los 321.637 m².

Por otro lado, la compañía se dedica a administrar 3 centros comerciales y 25 *strip center*, los cuales aportan 82.161 m² de ABL. Al respecto, esta operación genera una mayor diversificación de ingresos y favorece la posición competitiva de la entidad al brindarle mayor poder de negociación con los locatarios.

➤ Durante 2017, entraron en operación los proyectos Vivo Outlet La Florida (marzo), Vivo Coquimbo (septiembre), Vivo Outlet Temuco (noviembre) y Vivo Imperio (noviembre), incrementando los m² de ABL propios de la compañía hasta los 418.130 m², un 30% mayor en comparación de 2016.

Alta diversificación de sus activos

➤ La cartera de activos inmobiliarios posee una alta diversificación, tanto desde el punto de vista del activo, como a nivel geográfico. Por otra parte es considerada adecuada desde el punto de vista de sus arrendatarios.

➤ La diversificación de activos por región, al considerar tanto los activos administrados como propio, a diciembre de 2016, si bien se observa una participación del 46% en la Región Metropolitana, acorde a la mayor población que se mantiene en dicha región, la entidad exhibe una amplia diversificación en el resto de las regiones.

➤ Por otro lado, en términos de ABL propios, a diciembre de 2016, la mayor participación corresponde a los *stand alone* con el 41,4%, seguido por los centros comerciales (27,9%), *strip center* (25,5%) y, en menor medida, *outlet*. No obstante, se debe señalar que la mayor generación de ingresos proviene de los centros comerciales alcanzando el 49%.

➤ Adicionalmente, los ingresos por arriendo han presentado una mayor diversificación debido a la incorporación de activos en el último tiempo. Así, se observa una mayor participación de ingresos por parte de *strip center* y *outlet*, alcanzando en 2016 el 20% y 5%, respectivamente, disminuyendo la participación de activos bajo el formato *stand alone* (26%).

Modalidad de contratos a largo plazo y componente fijo permite mantener una alta predictibilidad de los flujos futuros

➤ La industria de rentas inmobiliarias se caracteriza por la presencia de contratos de largo plazo entre arrendatarios y sus clientes, lo que genera una relevante capacidad de predicción para los flujos de las compañías.

Por otro lado, las operaciones de los centros comerciales, *strip center* y *outlet* están influenciadas por el desempeño de la economía. En periodos adversos del ciclo, la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación y alzas en la morosidad por parte de los locatarios.

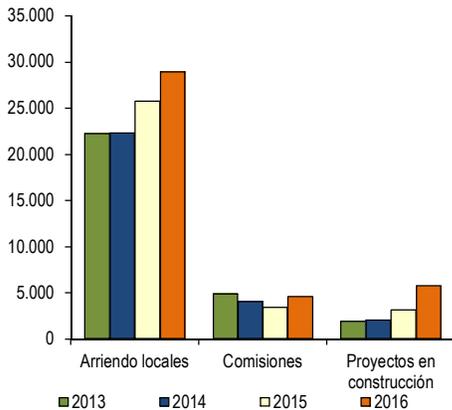
➤ A diciembre de 2016, los ingresos consolidados de la compañía se dividen en tres segmentos: por arriendo de locales, comisiones, y proyectos construcción.

Al respecto, los ingresos asociados a los arriendos locales, que representan el 73,6% del total, se encuentran compuestos en un 95% por arriendo fijo y el saldo restante corresponde al arriendo variable, el cual dependerá de los volúmenes de ventas de cada locatario según los respectivos contratos.

| | |
|--------------|----------|
| Solvencia | A |
| Perspectivas | Estables |

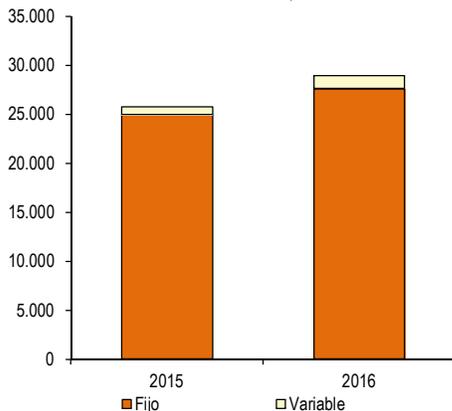
Diversificación de ingresos

Cifras en millones de pesos



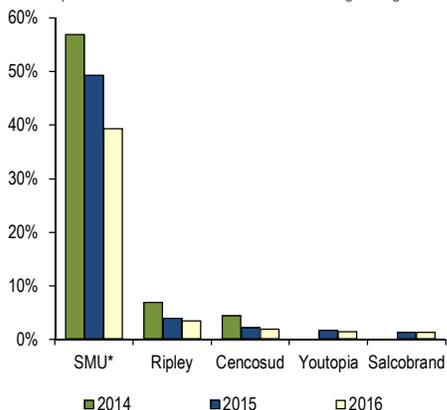
Arrendo comerciales con un alto componente fijo

Cifras en millones de pesos



Concentración de locatarios relevante en SMU, con tendencia hacia una mayor diversificación

Participación sobre el total de locatarios según ingresos



* SMU corresponde a sus filiales Unimarc, Alvi, Mayorista 10 y Construmart.

Por otro lado, los ingresos por comisiones, que alcanzaron el 11,7% del total de los ingresos corresponden a las remuneraciones asociadas a la administración de los activos inmobiliarios que no pertenecen a la compañía, como también a comisiones de proyectos propios y otros.

- La duración de los contratos que mantiene Vivocorp, en su mayoría son de largo plazo, permitiéndole mantener relaciones relativamente estables con su contraparte.

Al respecto, la actual cartera de contratos tiene una duración promedio de 15,7 años, de los cuales las tiendas anclas - que representan cerca del 80% de la superficie arrendable entre centros comerciales, *strip center* y *stand alone*- cuentan con una duración que varía entre 20 y 30 años. Adicionalmente, en el caso de los supermercados, utilizados en el formato *stand alone*, su duración es cercana a los 25 años.

- Cabe destacar que los contratos de arrendo están estipulados en U.F., por lo que presentan una cobertura frente al riesgo inflacionario.

Baja calidad crediticia de su principal locatario es compensada al ser activos relevantes en términos de flujos para SMU, en conjunto con una mayor diversificación en los últimos años

- A diciembre de 2016, los cinco mayores clientes alcanzaron el 47,6% del total de los arrendos, de los cuales SMU con sus distinta filiales y formatos (Unimarc, Alvi, Mayorista 10, Construmart) representó la mayor participación (39,3% del total).

Si bien la concentración en SMU es relevante se ha observado en los últimos años una mayor diversificación de locatarios, lo cual sumado a la entrada en operación de los nuevos proyectos de la compañía generaría que la participación de SMU continuara disminuyendo hasta niveles cercanos al 25%.

- Por otro lado, la calidad crediticia del principal locatario de la compañía es bajo grado de inversión, con una clasificación de riesgo local "BB-/Positivas" por Feller Rate.

No obstante, los activos asociados a supermercados son relevantes para la generación de flujo de SMU, por lo cual la entidad mantiene una adecuada estructura de pago.

- Adicionalmente, dentro de los principales locatarios, a diciembre de 2016, se encuentran Ripley (3,5%) y Cencosud (1,9%) con una clasificación de riesgo por Feller Rate de "A/Positivas" y "AA-/Estables", respectivamente.

Niveles acotados de vacancia y adecuada cobertura de morosidad

- En los últimos años la entidad ha realizado un importante plan de crecimiento al incorporar distintos activos inmobiliarios en conjunto con la remodelación de algunos proyectos con el foco en generar una mayor incidencia en el mercado actual.

Lo anterior, ante la entrada de activos con una superficie importante en el mercado para su comercialización genera salto discretos en los niveles de ocupación.

- En el caso de los centros comerciales, *strip center* y *outlet*, su nivel de vacancia promedio durante 2014-2016 alcanzó el 6,2%, cifra acorde a lo esperado en la industria. A marzo de 2017, la vacancia disminuyó hasta el 4,6%, registrando el mayor nivel en los *outlet* (6,6%).

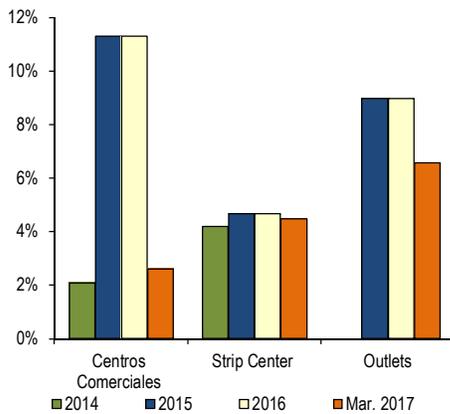
- Por otro lado, las oficinas, las cuales mantienen una participación acotada dentro del total de activos, registraron un nivel de vacancia en 2014 del 75,1% producto de la apertura, que posteriormente disminuyó hasta el 39,4% en marzo de 2017.

- Respecto a la morosidad, cabe señalar que para 2016, descontando el monto asociado a la construcción del edificio de consistorial, su cartera mayor a 90 días alcanza el 19,7%, con una adecuada cobertura que cubre el 57,0% de dicha cartera. A su vez, Vivocorp mantiene cerca de 1% de la cartera por sobre el año, la cual está en su totalidad provisionada.

Feller Rate considera que para los próximos años la construcción de proyectos para terceros se mantendrá acotada o nula, permitiendo a la compañía concentrar sus operaciones en el foco estratégico.

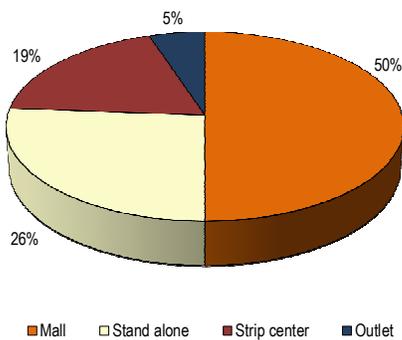
Solvencia **A**
Perspectivas **Estables**

Caída en los niveles de vacancia de la entidad acorde a lo esperado



Diversificación de Ebitda de la compañía

Cifras a diciembre de 2016



Participa en una industria competitiva y cada vez más madura

- La industria de centros comerciales en Chile se caracteriza por un creciente nivel competitivo. Se estima que cerca de un 25% de las ventas del comercio minorista son realizadas a través de los centros comerciales. Sin embargo, este porcentaje es bajo en comparación con economías desarrolladas, donde comúnmente supera el 50%, denotando el potencial que aún le queda a la industria.
- Asimismo, destaca la presencia de grandes operadores de *retail* ligados a la propiedad de los centros comerciales. El principal operador es Mall Plaza, perteneciente al Grupo Falabella, seguido por Cencosud *Shopping Centers* y Parque Arauco, los que concentran, aproximadamente, cerca del 70% de la superficie arrendable.
- La industria presenta importantes barreras de entrada y a la salida para estos formatos, favoreciendo el negocio de los actuales participantes. El elevado nivel de inversión en capital, la necesidad de bancos de terreno de gran tamaño con buen acceso y una adecuada ubicación dificultan la entrada de nuevos competidores. Esto se ha hecho más difícil con la nueva legislación que imposibilita instalar este tipo de locales en el centro de la ciudad.
- Por otra parte, los contratos de largo plazo, sus cláusulas de salida y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación del espacio también limitan la salida de estos operadores, disminuyendo el incentivo a nuevos participantes.

Fuerte plan de inversiones genera una mayor diversificación de activos. No obstante, implica mayores presiones sobre perfil financiero

- La compañía ha mantenido políticas agresivas de inversión los últimos años, lo cual ha generado un importante crecimiento sustentado en la adquisición, renovación y construcción de nuevos activos para rentas inmobiliarias. Al respecto, cada proyecto mantiene asociado un financiamiento principalmente mediante arrendamiento financiero.
- Los planes de la entidad para 2017-2021 incluían la puesta en marcha de 4 activos durante 2017, los cuales actualmente se encuentran en operación, en conjunto con 2 proyectos que están en etapas de estudio y la construcción de Mall Vivo Santiago.

Al respecto, la entidad realizara, a partir de 2018, el proyecto Mall Vivo Santiago con una inversión estimada en los UF 5 millones, los cuales serán financiados mayoritariamente con deuda (75%), mediante un crédito sindicado, y el saldo restante se recaudara mediante generación propia.

- El plan de inversiones realizado por la entidad ha generado que el perfil financiero se deteriore asociado a la construcción de los activos inmobiliarios, los cuales han presentado una alta tasa de ocupación con contratos a largo plazo. Sin embargo, la entidad mantiene proyectos en construcción y nuevas inversiones como Mall Vivo Santiago que generaran mayores presiones.

Con todo, Feller rate, considera que el perfil financiero de la compañía se mantendrá debilitado hasta que los proyectos alcancen la madurez financiera, es decir, se disminuya su nivel de deuda acorde con los pagos establecidos, mediante la generación de flujos propios, y se mantenga la predictibilidad de estos flujos por medio de contratos a largo plazo, con una acotada vacancia.

Conservadora estrategia de desarrollo comercial mitiga riesgos asociados al inicio de nuevos proyectos inmobiliarios

- En el modelo de negocios en la industria en que participa la entidad, contempla la presencia de las tiendas ancla es clave para garantizar el flujo de público. Por tanto, el contar con la participación de éstas permite a los proyectos en desarrollo atraer a las tiendas menores.
- Vivocorp, al igual que los otros participantes de la industria, ha seguido una estrategia de desarrollo comercial que contempla la negociación de la participación de las tiendas ancla en las etapas iniciales del proyecto, estando el inicio de construcción supeditado al cierre del acuerdo comercial con las mismas

Solvencia **A**
Perspectivas **Estables**

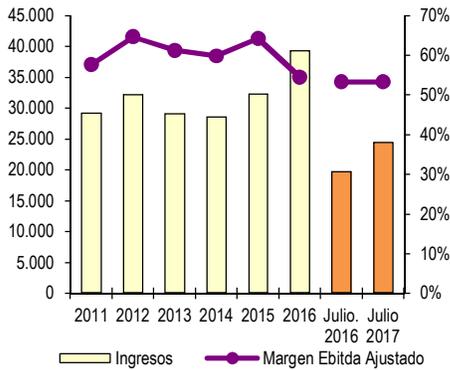
POSICION FINANCIERA *Intermedia*

Resultados y flujos operativos:

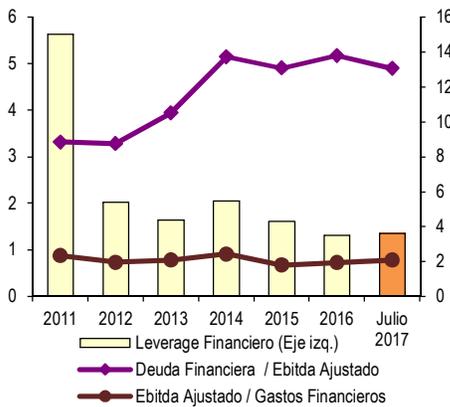
Relevante crecimiento de los ingresos, asociado al aumento en la superficie arrendable, con altos márgenes operacionales

Ingresos y márgenes consolidados

Cifras en millones de pesos

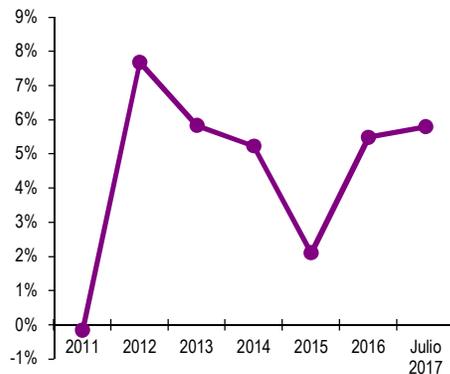


Índices de solvencia



Indicador de cobertura

FCNOA / Deuda Financiera (%)



- La actividad de la empresa se caracteriza por la obtención de altos márgenes operacionales, los que exhiben una fuerte estabilidad, incluso en periodos de desaceleración económica. Lo anterior, asociado principalmente a una estructura de contratos de arriendos con un componente mayoritariamente fijo y a la mantención de elevados niveles de ocupación.
- Acorde con el plan de crecimiento realizado por la entidad, se observa un significativo aumento en la superficie arrendable propia desde 2014, generando un sostenido crecimiento tanto en términos de generación de ingresos como de ebitda.
- A diciembre de 2016, los ingresos consolidados alcanzaron los \$39.340 millones, registrando un incremento del 21,6% respecto de 2015. Esto se debe a un alza en sus tres líneas de negocios (arriendo de locales, comisiones y proyectos en construcción), reflejando una mayor incidencia proveniente de los arriendos debido a la entrada en operación de diversas tiendas asociadas a su plan de expansión.
- En línea con el crecimiento en los ingresos, se observa que el ebitda ajustado (incorpora la participación en la ganancia de asociados) ha mantenido en los últimos años una tendencia similar, con un menor crecimiento en 2016, debido a los mayores costos operacionales, alcanzando los \$21.414 millones.
- Por su parte, si bien el margen ebitda ajustado ha mantenido en los últimos años por sobre el 50%, se ha observado una volatilidad en sus resultados debido a que la apertura de nuevos activos de renta inmobiliaria implica menores márgenes asociados al proceso de maduración, situación evidenciada principalmente en el crecimiento de los gastos operacionales y administrativos derivados de los procesos de puesta en marcha y apertura. Así, a diciembre de 2016, el margen ebitda ajustado alcanzó el 54,4% disminuyendo desde el 64,2% obtenido en 2015.
- A julio de 2017, los ingresos de la compañía registraron un incremento del 23,9% respecto a igual periodo, alcanzando los \$24.421 millones, lo cual se encuentra asociado a la entrada en operación de Vivo Outlet La Florida (marzo) en conjunto con la maduración de algunos activos inmobiliarios y mayores recaudaciones por proyectos en construcción.

A igual fecha, el ebitda ajustado registró un alza similar que los ingresos, generando que el margen ebitda de la compañía se mantenga igual que a julio de 2016 (53,2%).

- Feller Rate, considera que la inauguración de los 4 proyectos inmobiliarios en 2017 incrementará tanto los ingresos como el ebitda en los próximos años, lo que se reflejaría en mayores márgenes y resultados. Asimismo, es de esperar que la entidad mantenga la estabilidad en su generación, pese a un escenario económico más desafiante, debido a la posibilidad de contar con una base conocida de ingresos.

Endeudamiento y coberturas:

Fuerte plan de inversiones generó aumento en los niveles de deuda, deteriorando los indicadores crediticios. No obstante, ante la generación futura de los proyectos se evidenciarían mejoras en largo plazo

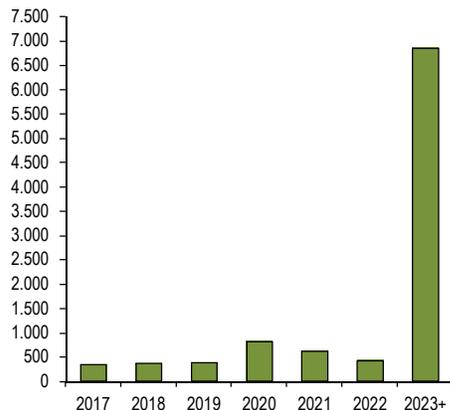
- A contar de 2012, la compañía comenzó la ejecución de un importante plan de expansión que ha significado importantes necesidades de capital, el cual fue financiado a través de un equilibrado mix que incluye deuda financiera, generación propia y, en menor medida, aportes de capital.
- Esto, generó un relevante incremento en la deuda financiera de la entidad pasando de \$181.887 millones en 2012 hasta \$295.195 millones al cierre de 2016, con un crecimiento promedio anual del 15%.

En 2016, la deuda financiera de largo plazo alcanzaba el 91,7% del total, con un perfil de vencimiento holgado estructurado en el largo plazo, consistente con su giro de renta

| | |
|--------------|----------|
| Solvencia | A |
| Perspectivas | Estables |

Perfil de vencimiento

A diciembre de 2016; cifras en MUF



Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, a julio de 2017, por \$1.258 millones.
- Una generación consistente con un margen ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordadas al calendario de vencimientos.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento según el plan de crecimiento comprometido.
- Dividendos según política de reparto.

inmobiliaria. Al respecto, se observa un mayor vencimiento en 2020 (UF 827 mil) asociado a la amortización *bullet* para el financiamiento del terreno Copesa.

- A julio de 2017, la deuda financiera continúa con su tendencia creciente (5,8% en comparación a diciembre de 2016) alcanzando los \$312.290 millones debido, principalmente, a un mayor financiamiento por *leasing*, acorde con el desarrollo de proyectos inmobiliarios que se encuentra realizando la entidad.

Actualmente, la compañía se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevas líneas de bonos por un monto máximo de emisión de U.F. 2 millones. Los fondos a recaudar estarían destinados, principalmente, al refinanciamiento de deuda financiera de largo plazo y para el financiamiento de parte de las inversiones.

- Los aportes de capital sumado a la fusión por incorporación realizada en 2016 con la sociedad matriz del grupo (Corp Group Activos Inmobiliarios S.P.A.) han generado que el patrimonio continúe aumentando compensando el incremento en la deuda financiera.

Así el ratio de endeudamiento financiero disminuyó desde las 2,0 veces obtenido en 2014 hasta las 1,3 veces alcanzadas en 2016. A julio de 2017, el endeudamiento financiero se incrementó levemente (1,4 veces), producto del alza en la deuda.

- En los últimos años, los indicadores crediticios han presentado un constante deterioro debido al fuerte plan de inversión realizado por la entidad, el cual contempla la construcción de diversos activos inmobiliarios, generando una mayor carga financiera que será compensada en el mediano plazo con la generación de dichos proyectos.

No obstante, la mayor generación de ebitda ajustado a julio de 2017 compensó, en parte, el crecimiento en el nivel de deuda. Así, el indicador de deuda financiera sobre ebitda ajustado disminuyó desde las 13,6 veces obtenidas al cierre de 2016 hasta alcanzar las 13,0 veces.

Por otro lado, la cobertura de gastos financieros (Ebitda ajustados / Gastos financieros) continúa aumentando hasta las 2,1 veces, cifra similar a lo registrado en 2013.

- En los últimos años, se observó un flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) positivo y creciente, acorde a la apertura de nuevos activo inmobiliario, lo cual ha permitido registrar una cobertura de FCNOA sobre deuda financiera del 5,4% a fines de 2016, superior a lo exhibido en 2015 y 2014. A julio de 2017, el indicador registra un leve aumento respecto de diciembre de 2016.

Liquidez: Ajustada

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Ajustada". Esto considera, a julio de 2017, un nivel de caja de \$1.258 millones y una generación de fondos (FCNOA), que en términos anuales alcanzaba los \$18.003 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por \$18.501 millones, los cuales corresponde a amortizaciones de créditos. Lo anterior, sumado a las necesidades de inversión proyectadas tanto para la segunda mitad de 2017 como para 2018.
- Al respecto, cabe señalar que si bien los vencimientos y necesidades de financiamiento son relevantes, se consideran manejables, en atención a la amplia capacidad para acceder al mercado financiero nacional que mantiene Vivocorp.
- Adicionalmente, la liquidez se ve favorecida por la disponibilidad de líneas de crédito no comprometidas por cerca de \$7.000 millones.

Solvencia
Perspectivas

A
Estables

NUEVAS LÍNEAS DE BONOS

CLASIFICADAS EN “A/ESTABLES”

- Vivocorp S.A. se encuentra en proceso de inscripción de dos nueva líneas de bonos por un monto máximo de emisión de U.F. 2 millones cada una y un plazo de 10 años y 30 años, respectivamente.
- Los fondos provenientes de la colocación de los bonos que se emitan se destinarán a /i/ el refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales, independientemente de que estén expresados en moneda nacional o extranjera; y/o /ii/ al financiamiento del programa de inversiones del emisor y/o sus filiales; y/o /iii/ a otros fines corporativos generales del emisor y/o sus filiales.

Nuevos Instrumentos

Líneas de Bonos

| | |
|----------------------|--|
| Fecha de inscripción | En proceso ⁽¹⁾ |
| Monto de la línea | U.F. 2.000.000 |
| Plazo de la línea | 10 años |
| Rescate anticipado | Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos |
| Conversión | No contempla |
| Resguardos | Suficientes |
| Garantías | No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil |

Según escritura de fecha 27 de septiembre de 2017, Repertorio N° 16.500-2017 de la 33ª Notaría de Santiago y modificada según escritura de fecha 15 de noviembre de 2017, Repertorio N° 19.802-2017, de la 33ª Notaría de Santiago.

| | |
|----------------------|--|
| Fecha de inscripción | En proceso ⁽¹⁾ |
| Monto de la línea | U.F. 2.000.000 |
| Plazo de la línea | 30 años |
| Rescate anticipado | Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos |
| Conversión | No contempla |
| Resguardos | Suficientes |
| Garantías | No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil |

Según escritura de fecha 27 de septiembre de 2017, Repertorio N° 16.499-2017 de la 33ª Notaría de Santiago y modificada según escritura de fecha 15 de noviembre de 2017, Repertorio N° 19.803-2017, de la 33ª Notaría de Santiago.

— PRINCIPALES RESGUARDOS

- Mantener, en sus Estados Financieros trimestrales, un nivel de endeudamiento menor o igual a 2 veces. Para estos efectos, el nivel de endeudamiento estará definido como la razón entre deuda financiera neta y Patrimonio neto total.
- A contar del 31 de diciembre de 2018, mantener un ratio entre la suma de activos inmobiliarios libres de gravámenes e inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación libres de gravámenes y deuda financiera neta sin garantías reales, por un valor de al menos 1,3 veces.
- El valor nominal de los bonos emitidos con cargo a la línea de 10 años y 30 años en conjunto no podrán exceder el monto máximo de UF 2 millones.

21 Noviembre 2017

Solvencia
Perspectivas

A
Estables

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

| | 2011 ⁽¹⁾ | 2012 ⁽¹⁾ | 2013 ⁽¹⁾ | 2014 ⁽¹⁾ | 2015 ⁽¹⁾ | 2016 | Julio 2016 | Julio 2017 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------|------------|------------|
| Ingresos Ordinarios | 29.210 | 32.236 | 29.147 | 28.544 | 32.357 | 39.340 | 19.708 | 24.421 |
| Ebitda ⁽²⁾ | 16.828 | 20.234 | 17.179 | 16.982 | 17.886 | 19.582 | 10.379 | 12.532 |
| Ebitda Ajustado ⁽³⁾ | 16.828 | 20.815 | 17.838 | 17.054 | 20.776 | 21.414 | 10.483 | 13.002 |
| Resultado Operacional | 16.828 | 20.234 | 17.179 | 16.966 | 17.819 | 19.401 | 10.290 | 12.406 |
| Ingresos Financieros | 193 | 294 | 1.708 | 2.009 | 3.062 | 3.931 | 2.349 | 2.090 |
| Gastos Financieros | -7.287 | -10.787 | -8.636 | -7.091 | -11.648 | -11.179 | -6.163 | -6.614 |
| Ganancia (Pérdida) del Ejercicio | 6.716 | 22.014 | 28.703 | 1.037 | 25.979 | 32.991 | 10.452 | 9.416 |
| Flujo Caja Neto de la Operación | -228 | 12.984 | 10.294 | 17.082 | 15.957 | 23.254 | 10.314 | 12.312 |
| Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽⁴⁾ | -228 | 12.984 | 10.294 | 12.000 | 5.540 | 16.005 | 10.314 | 12.312 |
| FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁵⁾ | -228 | 12.984 | 10.294 | 17.082 | 15.957 | 23.254 | 4.488 | 5.631 |
| Inversiones en Activos fijos Netas | -4 | -24.688 | -30.452 | -18.328 | -62.306 | -34.069 | -11.080 | -24.535 |
| Inversiones en Acciones | | | 6.043 | 14.884 | 63.551 | | | |
| Flujo de Caja Libre Operacional | -232 | -11.704 | -14.114 | 13.638 | 17.202 | -10.815 | -6.592 | -18.904 |
| Dividendos pagados | | | | -14.891 | | -4.584 | -2.464 | -2.241 |
| Flujo de Caja Disponible | -232 | -11.704 | -14.114 | -1.253 | 17.202 | -15.399 | -9.056 | -21.146 |
| Movimiento en Empresas Relacionadas | | | | | | | 2.674 | 2.609 |
| Otros movimientos de inversiones | 7.508 | | | | | | | |
| Flujo de Caja Antes de Financiamiento | 7.276 | -11.704 | -14.114 | -1.253 | 17.202 | -15.399 | -6.382 | -18.537 |
| Variación de capital patrimonial | 6 | 23.414 | | | | | | |
| Variación de deudas financieras | -923 | 19.219 | 27.260 | 33.948 | 38.846 | 2.271 | 1.522 | 16.545 |
| Otros movimientos de financiamiento | | | | | | | | |
| Financiamiento con EERR | | -24.918 | -15.086 | -39.495 | -52.916 | 9.503 | 1.903 | 3 |
| Flujo de Caja Neto del Ejercicio | 6.359 | 6.010 | -1.939 | -6.800 | 3.131 | -3.625 | -2.956 | -1.989 |
| Caja Inicial | 140 | 6.499 | 12.509 | 10.570 | 3.770 | 6.901 | 6.908 | 3.247 |
| Caja Final | 6.499 | 12.509 | 10.570 | 3.770 | 6.901 | 3.277 | 3.952 | 1.258 |
| Caja y equivalentes | 6.499 | 12.509 | 10.570 | 3.770 | 6.901 | 3.247 | n.d. | 1.258 |
| Cuentas por Cobrar Clientes | 10.102 | 7.392 | 7.432 | 6.009 | 11.171 | 12.155 | n.d. | 12.817 |
| Inventario | 0 | 618 | 146 | 0 | 705 | 2.400 | n.d. | 49 |
| Deuda Financiera ⁽⁶⁾ | 148.663 | 181.887 | 187.419 | 233.824 | 271.391 | 295.195 | n.d. | 312.290 |
| Activos disponibles para la Venta | | 277 | | | | | n.d. | |
| Activos Totales | 245.068 | 296.021 | 329.279 | 374.071 | 507.268 | 575.997 | n.d. | 607.387 |
| Pasivos Totales | 218.729 | 206.407 | 215.029 | 260.617 | 338.719 | 351.850 | n.d. | 377.412 |
| Patrimonio + Interés Minoritario | 26.339 | 89.614 | 114.250 | 113.454 | 168.549 | 224.147 | n.d. | 229.975 |

(1) Cifras corresponden a Vivocorp S.P.A.

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(4) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(5) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

(6) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

Principales Indicadores Financieros

| | 2011 ⁽¹⁾ | 2012 ⁽¹⁾ | 2013 ⁽¹⁾ | 2014 ⁽¹⁾ | 2015 ⁽¹⁾ | 2016 | Julio 2016 | Julio 2017 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------|------------|------------|
| Margen Bruto | 59,3% | 66,2% | 85,1% | 86,4% | 82,6% | 73,8% | 78,1% | 75,9% |
| Margen Operacional (%) | 57,6% | 62,8% | 58,9% | 59,4% | 55,1% | 49,3% | 52,2% | 50,8% |
| Margen Ebitda ⁽²⁾ (%) | 57,6% | 62,8% | 58,9% | 59,5% | 55,3% | 49,8% | 52,7% | 51,3% |
| Margen Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (%) | 57,6% | 64,6% | 61,2% | 59,7% | 64,2% | 54,4% | 53,2% | 53,2% |
| Rentabilidad Patrimonial (%) | 25,5% | 24,6% | 25,1% | 0,9% | 15,4% | 14,7% | n.d. | 13,9% |
| Costo/Ventas | 40,7% | 33,8% | 14,9% | 13,6% | 17,4% | 26,2% | 21,9% | 24,1% |
| Gav/Ventas | 1,6% | 3,4% | 26,1% | 27,0% | 27,6% | 24,5% | 25,8% | 25,1% |
| Días de Cobro | 111,1 | 75,2 | 77,1 | 63,7 | 104,4 | 96,9 | n.d. | 91,9 |
| Días de Pago | 109,9 | 166,7 | 645,9 | 488,5 | 365,0 | 231,1 | n.d. | 319,4 |
| Días de Inventario | 0,0 | 20,4 | 12,1 | 0,0 | 45,2 | 83,9 | n.d. | 1,5 |
| Endeudamiento total | 8,3 | 2,3 | 1,9 | 2,3 | 2,0 | 1,6 | n.d. | 1,6 |
| Endeudamiento financiero | 5,6 | 2,0 | 1,6 | 2,1 | 1,6 | 1,3 | n.d. | 1,4 |
| Endeudamiento Financiero Neto | 5,4 | 1,9 | 1,5 | 2,0 | 1,6 | 1,3 | n.d. | 1,4 |
| Deuda Financiera / Ebitda ⁽²⁾ (vc) | 8,8 | 9,0 | 10,9 | 13,8 | 15,2 | 15,1 | n.d. | 14,4 |
| Deuda Financiera / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc) | 8,8 | 8,7 | 10,5 | 13,7 | 13,1 | 13,8 | n.d. | 13,0 |
| Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽²⁾ (vc) | 8,4 | 8,4 | 10,3 | 13,5 | 14,8 | 14,9 | n.d. | 14,3 |
| Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc) | 8,4 | 8,1 | 9,9 | 13,5 | 12,7 | 13,6 | n.d. | 13,0 |
| Ebitda ⁽²⁾ / Gastos Financieros(vc) | 2,3 | 1,9 | 2,0 | 2,4 | 1,5 | 1,8 | n.d. | 1,9 |
| Ebitda Ajustado ⁽³⁾ / Gastos Financieros (vc) | 2,3 | 1,9 | 2,1 | 2,4 | 1,8 | 1,9 | n.d. | 2,1 |
| FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera (%) | -0,2% | 7,1% | 5,5% | 5,1% | 2,0% | 5,4% | n.d. | 5,8% |
| FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera Neta (%) | -0,2% | 7,7% | 5,8% | 5,2% | 2,1% | 5,5% | n.d. | 5,8% |
| Liquidez Corriente (vc) | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,8 | 1,0 | 0,9 | n.d. | 0,5 |

(1) Cifras corresponden a Vivocorp S.P.A.

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Ebitda Ajustado = Ebitda + participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas que se contabilicen utilizando el método de participación.

(4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.
- 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.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.

- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

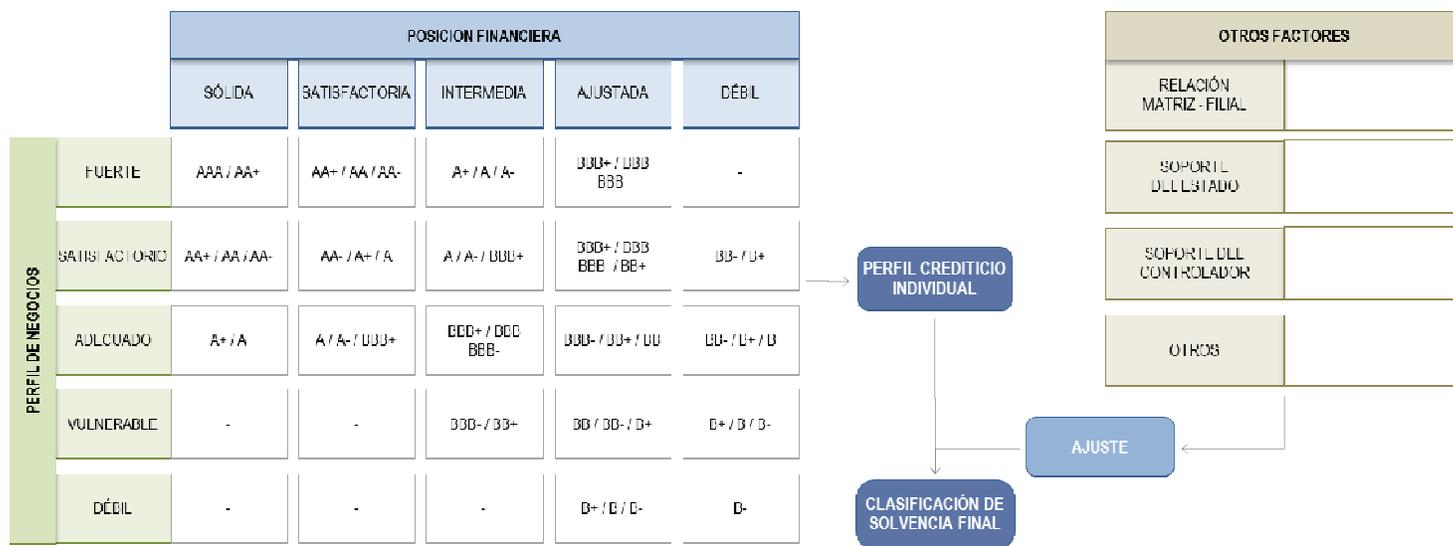
Descriptorios de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.

- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.