

	Oct. 2021	Nov. 2021
Solvencia	C	C
Perspectivas	CW Negativo	CW Negativo

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES (1)			
	2019	2020	Jun. 21
Ingresos Ordinarios	51.169	37.523	12.645
Ebitda Ajustado	40.488	8.502	2.327
Deuda Financiera	443.437	349.926	351.189
Margen Operacional	60,6%	43,5%	30,4%
Margen Ebitda Ajustado	79,1%	22,7%	18,4%
Endeudamiento Total	1,8	1,8	1,4
Endeudamiento Financiero	1,4	1,2	1,1
Ebitda Aj. /Gastos Financieros	1,5	0,5	0,3
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	10,8	40,3	70,3
FCNOA/ Deuda Financiera	7%	5%	0%

(1) Definiciones de los indicadores en anexo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva					
Diversificación de activos y de negocios					
Diversificación de locatarios					
Calidad crediticia de principales clientes					
Presencia de contratos de largo plazo					
Evolución de vacancia					
Evolución de cobertura cuentas por cobrar					
Industria altamente competitiva, expuesta a ciclos económicos e intensiva en inversiones					
Estrategia de desarrollo comercial					

POSICIÓN FINANCIERA: DÉBIL					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Indicadores de cobertura					
Financiamiento asociado al plan de inversiones					
Liquidez					

## FUNDAMENTOS

La clasificación "C" asignada a la solvencia y líneas de bonos de Vivocorp S.A. es consistente con el reciente proceso de reorganización judicial acogido por la entidad, donde se prevén eventuales nuevos términos y condiciones financieras distintas a las otorgadas inicialmente a los acreedores. Además, considera un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Débil".

Al cierre del primer semestre de 2021, los ingresos de Vivocorp se situaron en los \$ 12.645 millones, un 33,8% más bajo que a junio de 2020. Lo anterior, debido a los menores resultados en los segmentos *malls* y *outlets*, explicados por la venta de Vivo El Centro y Vivo Imperio durante el primer trimestre del año, en conjunto con la materialización de la venta de los cuatro *outlets* finalizada durante el segundo trimestre.

A junio de 2021, la generación de Ebitda ajustado de la entidad alcanzó los \$ 2.327 millones, con una variación negativa del 60,7% en comparación a igual periodo de 2020. Ello fue potenciado por una menor caída, en comparación a la de los ingresos, tanto de los gastos operacionales (-6,8%) como de los costos operacionales (-19,7%).

Ante este escenario, el margen Ebitda ajustado continuó su tendencia a la baja hasta situarse en el 18,4%, cifra fuertemente presionada considerando la industria en que opera la entidad.

Al cierre del primer semestre de 2021, tras la materialización de la venta de los activos mencionados, los pasivos financieros de la entidad (incorporando los pasivos por arrendamiento) se situó en los \$ 351.189 millones.

La entidad ha evidenciado un constante crecimiento de su base patrimonial, lo cual, sumado a la baja de pasivos financieros en los últimos periodos, permitió que el *leverage* financiero disminuyera hasta 1,1 veces a junio de 2021, cifra por debajo de lo registrado durante el periodo analizado (2012 a 2020).

Los indicadores de cobertura durante los últimos años han presentado una fuerte presión, considerando los efectos en el avance de la pandemia en los resultados de la entidad, como también la venta de activos y la mantención de deuda financiera por sobre los rangos esperados.

Así, a junio de 2021, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se incrementó hasta las 70,3 veces (40,3 veces en 2020 y 10,8 veces en 2019) y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros disminuyó hasta las 0,3 veces (0,5 veces en 2020 y 1,5 veces en 2019).

## CREDITWATCH NEGATIVO

Feller Rate mantiene las clasificaciones de Vivocorp en su listado de revisión especial con implicancias "negativas", reflejando las eventuales consecuencias que podría tener para la solvencia de Vivocorp el procedimiento de reorganización y su respectivo impacto para sus acreedores.

Además, considera la incertidumbre asociada a la aprobación de un plan por parte de los acreedores y la reestructuración que presentará la entidad junto sus respectivas implicancias estructurales, aún desconocidas tanto en su perfil de negocio como en la posición financiera.

La resolución del *Creditwatch* se encuentra sujeta a la evolución de dicho procedimiento, en conjunto con las propuestas y acuerdos que de éste surjan.

Analista: Felipe Pantoja  
Felipe.pantoja@feller-rate.com

Feller Rate seguirá monitoreando la evolución de esta situación, así como las nuevas iniciativas de la compañía y el impacto de las crisis sanitarias y su implicancia en los resultados. Cabe señalar que la flexibilidad financiera adicional que pueda tener la empresa será clave siempre y cuando sea considerada suficiente.

Al respecto, los fondos recaudados de la venta de Inmobiliaria Boulevard Nueva Costanera S.A. serán destinados a financiar inversiones contempladas en su plan estratégico y para financiar parte del capital de trabajo. Dicha operación se ha comentado con los tenedores de bonos para este uso. Feller Rate considera que esta transacción se encuentra en línea con la estrategia esperada por parte de la entidad para solventar parte de su plan de inversiones, sin generar presiones adicionales a las proyectadas.

Un *Creditwatch* 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. Con todo, el que una clasificación se encuentre en *Creditwatch* no significa que su modificación sea inevitable. La designación "Negativo" significa que la calificación puede bajar o ser confirmada.

#### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

##### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Adecuada posición competitiva, explicada por la calidad y ubicación estratégica de sus activos.
- Disminución en la diversificación de activos inmobiliarios a raíz de la venta de activos en los últimos periodos.
- 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 esquemas tarifarios.
- Acotados niveles de vacancia.
- Bajo nivel de cobertura de morosidad.
- Relevante crecimiento de cuentas por cobrar a empresas relacionadas con vencimientos en el largo plazo.
- Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones.

##### POSICIÓN FINANCIERA: DÉBIL

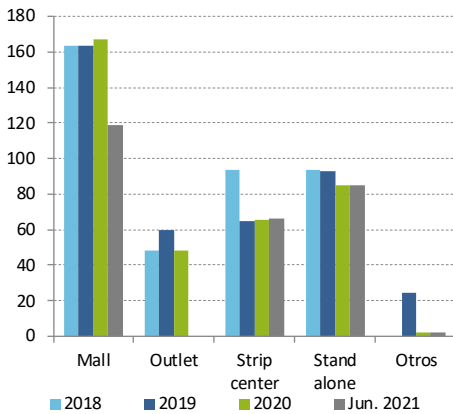
- Base de ingresos y márgenes afectados de forma relevante ante el avance de la pandemia.
- Endeudamiento neto considerado alto, aunque estructurado en el mediano y largo plazo.
- Fuerte incremento de cuentas por cobrar con su matriz debilitó los fundamentos de la clasificación.
- Posición de liquidez clasificada como "Suficiente".
- Relevantes presiones en los indicadores de cobertura asociado a los efectos de la pandemia y la venta de activos, considerando un mayor nivel de deuda estructural al esperado.
- Importantes necesidades de capital en el mediano plazo ligadas al plan de inversiones, exigiría la mantención de un mix equilibrado de financiamiento

**ESTRUCTURA DE PROPIEDAD**

El control de la sociedad radica en Corpgroup mediante Inversiones Terra S.P.A. de las acciones de Vivocorp S.A.

**DIVERSIFICACIÓN DE SUPERFICIE ARRENDABLE EN ACTIVOS PROPIOS**

Medido en miles de metros cuadrado



**PERFIL DE NEGOCIOS**

| **SATISFACTORIO**

Vivocorp S.A. (Vivocorp), constituida en julio de 2017, nace como Corp Group Activos Inmobiliarios S.P.A. en 2007. La compañía, participa en el desarrollo y administración de activos de renta inmobiliaria (centros comerciales, stand alone y strip center) a lo largo del país, con una mayor participación en la Región Metropolitana.

Parte de la estrategia de Vivocorp contempla la búsqueda y selección de terrenos, como también la elaboración del diseño de cada proyecto a desarrollar seguido con la supervisión de su construcción, que es realizada por un tercero, y posteriormente se encarga de la operación del activo.

**PROCESO DE VENTA DE ACTIVOS Y AUMENTO DE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIA DEL CONTROLADOR GENERÓ MAYORES PRESIONES EN EL PERFIL FINANCIERO Y DE NEGOCIOS**

En junio de 2019, la sociedad controladora, Inversiones Terra S.p.A., y BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversiones, clasificado en "AA-/Estables" por Feller Rate, realizaron un contrato de compraventa de acciones por el 25% de Vivocorp S.A., las cuales estaba valorada a un precio en dicho momento de aproximadamente UF 2,5 millones.

Esto se materializó a fines de 2020 mediante la cesión de la propiedad en los centros comerciales Mall Vivo Imperio y Mall Vivo El Centro hacia BTG Pactual Renta Comercial Fondo de Inversiones. Ello considerando un precio de UF 1,4 millones descontando deuda en el caso de Mall Vivo Imperio y de UF 3,0 millones para Mall Vivo El Centro.

El 6 de febrero de 2020, se acordó vender al Fondo de Inversión LV Patio Renta Inmobiliaria I y a Patio Comercial la filial Administradora e Inmobiliaria Edificios S.A. por aproximadamente UF 1,88 millones, materializándose el 8 de mayo del mismo año.

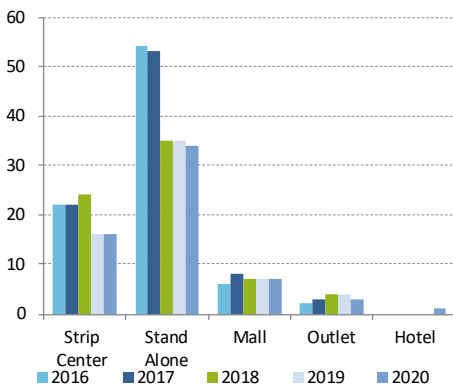
Vivocorp informó al mercado financiero que el día 2 de noviembre de 2020 la sociedad accionista Inversiones Terra S.p.A. había suscrito un Memorándum de Entendimiento (MDE) con Grupo Patio S.p.A., en el cual dichas entidades establecieron un marco para las negociaciones con el fin de que Grupo Patio y/o las entidades que este indique, puedan, de alguna forma, participar en conjunto o adquirir todo o parte de los negocios de Vivocorp S.A.

Posteriormente, se realizó una promesa de compraventa entre la compañía y sus respectivas sociedades con Patio Renta Comercial S.A. para la venta de Vivo Outlet La Florida, Vivo Outlet Maipú, Vivo Outlet Peñuelas, Vivo Outlet Temuco por un total cercano a los UF 3,4 millones.

Adicionalmente, en dicho mes se acordó adquirir el 51% restante de la totalidad de la propiedad del Hotel Mandarin Oriental y el 50% de la cadena Citi Express.

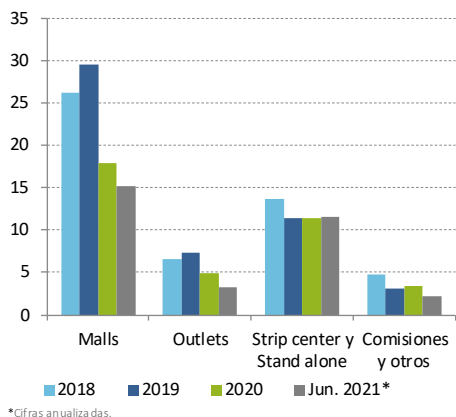
Ante este escenario, un factor relevante para determinar la dirección de la clasificación sería el uso de los fondos recaudados una vez que se materializara la venta de activos. Esto contemplaba que uno de los escenarios estimados para mantener la clasificación era la utilización de dichos recursos para mejorar la posición financiera de Vivocorp y poder compensar, en parte, la disminución de su tamaño y diversificación que generó la venta de activos. Este hecho no ocurrió, resultando en un evidente deterioro de su riesgo crediticio, sumado a la presión por recursos por parte de su matriz en torno a UF 5 millones durante el primer trimestre del presente año.

**CANTIDAD DE ACTIVOS ADMINISTRADOS**



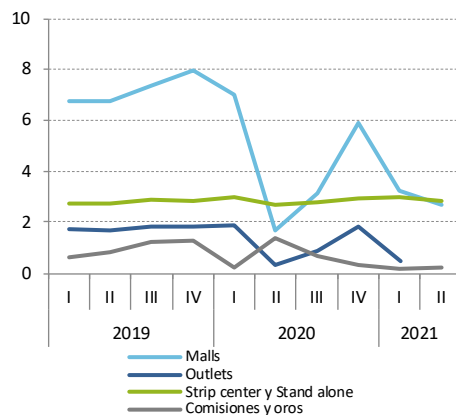
**DIVERSIFICACIÓN DE INGRESOS DE LOS PRINCIPALES SEGMENTOS**

Cifras en miles millones de pesos



\*Cifras actualizadas.

Evolución trimestral



En línea con lo anterior, la situación implicó que la compañía informara del incumplimiento de un covenant para la medición del 31 de marzo de 2021, correspondiente a la razón 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. El parámetro debía ser mayor o igual a 1,3 veces, pero alcanzó sólo las 0,7 veces, como consecuencia de la merma registrada en la caja por el traspaso de recursos a su controlador. Este evento de quiebre de resguardos podía llegar a generar un aceleramiento de la deuda u otras causales que podrían presionar los niveles de liquidez de la compañía, dentro de un contexto económico más desafiante.

Feller Rate ante dichos eventos decidió disminuir la clasificación de riesgo a “BB+” con “CW Negativo”, considerando además las presiones que han mantenido las actividades de Vivocorp debido al avance de la pandemia y el hecho que para hacer frente a estos efectos es fundamental la mantención de adecuados indicadores de liquidez, que se han visto presionados en este nuevo escenario. Esto, sumado a la enajenación de activos, donde la pérdida de deuda no compensa los menores flujos operacionales, dando como resultado un debilitamiento en los indicadores de cobertura de forma estructural en el mediano plazo.

**— PERÍODO PARA SUBSANAR EL INCUMPLIMIENTO DE COVENANTS**

La entidad informó con fecha 2 de septiembre de 2021 las decisiones tomadas tras la junta de tenedores de bonos del día 1 de septiembre, en la cual se informó a los tenedores que la ratio de activos libres de gravámenes continuaba siendo inferior al comprometido en la emisión, lo cual habilitaría a los tenedores de bonos para declarar la aceleración y exigibilidad anticipada del saldo insoluto de los bonos.

No obstante, los tenedores aceptaron esperar la propuesta de reestructuración corporativa y financiera de la sociedad a sus acreedores dentro de un mes, sumado a los resguardos adicionales comprometidos, decidieron postergar la eventual decisión de aceleración y exigibilidad anticipada, fijando como nueva fecha para pronunciarse el 1 de octubre del presente año. Posteriormente, se aplazó dicha fecha hasta el 20 de octubre.

**— SOLICITUD DE INICIO DEL PROCESO JUDICIAL DE REORGANIZACIÓN DE VIVOCORP**

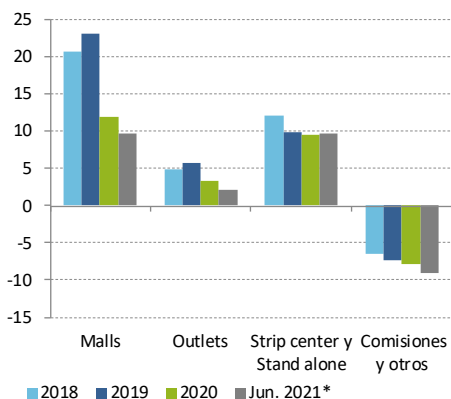
El 20 de octubre de 2021 Vivocorp informó, vía un hecho esencial, que inició el proceso para acogerse al procedimiento de reorganización regulado por la Ley N° 20.720, con el objetivo de proponer a sus acreedores la aprobación de un acuerdo de reorganización que contemple lo siguiente: i) la continuación efectiva y total del giro de las actividades comerciales de Vivocorp y sus filiales; ii) el pago total del pasivo de Vivocorp en base a los nuevos términos y condiciones a ser definidas con los acreedores en el acuerdo; iii) Levantamiento de recursos adicionales, ya sea mediante aumento de capital, préstamos subordinados y/o líneas de créditos, para financiar eventuales necesidades de capital de trabajo.

Adicionalmente, se debe considerar que la solicitud de reorganización no incluye a las filiales de Vivocorp y sociedades operativas, quienes continuarán cumpliendo compromisos en los términos pactados.

La solicitud de inicio del procedimiento fue aceptada por el Tribunal Competente, solicitando a la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento la nominación de un Veedor. Adicionalmente, el Tribunal dictará la resolución de reorganización y el inicio de la protección financiera concursal, la cual implica que, por 30 días, no se puede

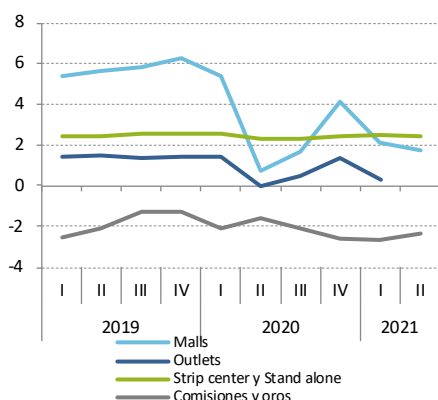
**EBITDA DE LOS PRINCIPALES SEGMENTOS**

Cifras en miles millones de pesos

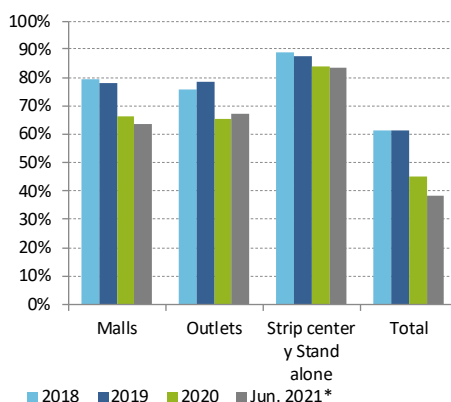


\*Cifras anualizadas.

Evolución trimestral



**MARGEN EBITDA POR SEGMENTO**



solicitar ni declararse la liquidación de las empresas deudoras, ni iniciarse en su contra juicios ejecutivos, ejecuciones de cualquier clase o restituciones en juicios de arrendamiento.

En consecuencia, todos los contratos suscritos por compañía mantendrán su vigencia y condiciones de pago, los cuales no podrán terminarse anticipadamente en forma unilateral, como tampoco exigirse anticipadamente su cumplimiento o hacerse efectivas las garantías contratadas, invocando como causal el inicio de un Procedimiento Concursal de Reorganización. Adicionalmente, la entidad durante este período no podrá enajenar y/o gravar sus activos.

En este plazo, Vivocorp debe presentar un acuerdo de reorganización a sus acreedores, cuya validación dentro del plazo establecido permitiría mantener la operatividad de la empresa. En caso contrario, a juicio de Feller Rate, la generación de Vivocorp no sería suficiente para poder mantener el cumplimiento de las obligaciones financieras en tiempo y forma, denotando una solvencia a nivel consolidado inferior al escenario base contemplado.

Feller Rate decidió disminuir la clasificación de riesgo a "C" con "CW Negativo" para el emisor y sus instrumentos, consistente con el proceso de reorganización judicial acogido donde se prevee eventuales nuevos términos y condiciones financieras distintas a las otorgadas inicialmente a los acreedores.

El jefe del Subdepartamento Jurídico de la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento notificó al 11° Juzgado Civil de Santiago que se había asignado como veedor a Patricio Jamarne, con una vasta experiencia en estos casos.

Vivocorp, el 2 de noviembre del presente año informó que en la junta general extraordinaria de accionistas se había aprobado un aumento de capital mediante la emisión de acciones por hasta \$13.000 millones. Esto, con el objetivo de contar con nuevas acciones de pago que permitan a la entidad recaudar capital adición que requieran los acreedores en el contexto del proceso de reorganización concursal.

Por lo anterior, dichas nuevas acciones sólo serán emitidas y colocadas una vez definidos los términos definitivos del acuerdo de reorganización concursal.

Asimismo, el 3 de noviembre del 2021 se comunicó al mercado que la matriz, Inversiones Terra S.p.A., se había acogido al procedimiento judicial de reorganización regulado por la ley N° 20.720, dentro del cual la entidad propondrá a sus acreedores una reestructuración de pasivos que sea consistente con el plan de negocio que se defina en definitiva dentro del proceso de reorganización que afecta a Vivocorp.

**PRESIONES EN LOS RESULTADOS DE LA ENTIDAD ANTE EL AVANCE DE LA PANDEMIA**

Durante 2020, se observó un avance relevante en el brote del COVID-19 (Coronavirus) a nivel global, ante lo cual los distintos países, incluido Chile, tomaron fuertes medidas orientadas a frenar el contagio. Entre ellas se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras para personas (salvo para el traslado de productos) y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.

La crisis global (la más significativa desde la crisis financiera del año 2008), resultó en un retroceso anual del 5,8% en la actividad económica nacional, con efectos dispares entre los múltiples sectores, con un mayor impacto sobre las actividades que requieren de mayor interacción social o donde el teletrabajo es menos viable. Ello, no obstante, con

una tendencia favorable durante el último trimestre de 2020 y el primer semestre de 2021.

Respecto de lo anterior, un factor relevante que ha incidido en el mejor desempeño de la economía de los últimos meses ha sido la mayor cantidad de empresas que se han podido adaptar a las condiciones de trabajo en pandemia, observándose un importante desarrollo de los canales virtuales (lo que ha influido positivamente en el desempeño del comercio), el trabajo a distancia, los servicios logísticos y la adopción de todas las normas necesarias para una operación relativamente normal, reduciendo la probabilidad de contagios.

Para el año en curso, según el Informe de Política Monetaria de septiembre de 2021 del Banco Central de Chile (BCCh) se espera un crecimiento anual de entre un 10,5% y un 11,5%, explicado, en gran parte, por una evolución por sobre lo esperado en el segundo trimestre y a una importante revisión al alza de la trayectoria del consumo. Por su parte, para el año 2022, pese a que se anticipa un mayor nivel de gasto privado, la mayor base de comparación resultará en un rango de crecimiento menor (entre un 1,5% y 2,5%).

En el caso de Vivocorp, en los momentos de mayores restricciones a la movilidad algunos de sus arrendatarios se mantuvieron cerrados u operando de forma parcial, lo que gatilló diversas estrategias por parte de la compañía para dar facilidades de pago y/o descuentos en los contratos en la medida que se necesitara, de tal forma de priorizar las relaciones de largo plazo.

No obstante, dada la participación de la entidad en formatos más pequeños como los strip center y stand alone, donde sus tiendas anclas pertenecen a la categoría esencial, han permitido mantener una parte relevante de su GLA abierto.

Adicionalmente, se debe señalar que gran parte de los activos de la entidad se encuentra distribuido en regiones, permitiendo su operación de forma paulatina, dependiendo de las restricciones de cada zona.

Feller Rate continuará monitoreando los efectos que tendrá la pandemia en el corto y mediano plazo sobre la calidad crediticia de sus locatarios, así como las medidas que tome la entidad para mitigar los posibles efectos tanto en su posición financiera como de negocios. Adicionalmente, se mantendrá un análisis de los niveles de recaudación, mora y el financiamiento de las inversiones, como también su efecto en la clasificación de riesgo de la compañía.

## DIVERSIFICACIÓN DE SUS ACTIVOS INMOBILIARIOS PERMITE UNA ATOMIZACIÓN EN LA GENERACIÓN DE FLUJOS

La cartera de activos inmobiliarios posee una adecuada diversificación tanto por ubicación geográfica como por tipo de formato. Por otra parte, es considerada adecuada desde el punto de vista de sus arrendatarios.

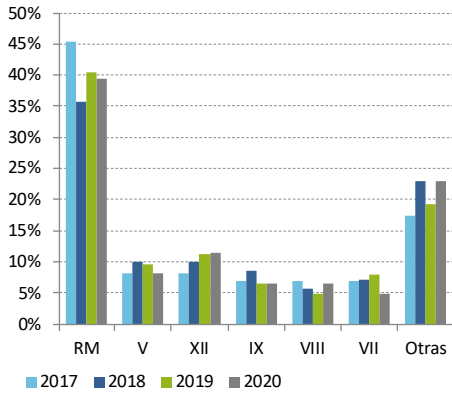
### — DIVERSIFICACIÓN POR TIPO DE ACTIVOS:

Durante los últimos años Vivocorp ha realizado un relevante cambio en su portafolio de activos propios y administrados, considerando venta de cartera y compra de activos. Ello, generó que, a junio de 2021, la entidad mantuviera un portafolio de activos inmobiliarios consolidado constituido por 4 centros comerciales (malls), 34 stand alone y 16 *strip center*, contemplando un área bruta locataria (ABL) cercana a los 250.224 m<sup>2</sup>.



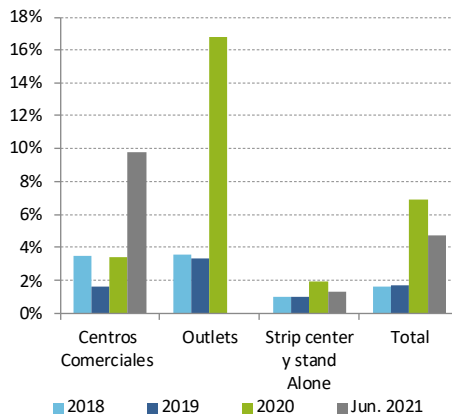
**DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA DE LOS  
ACTIVOS PROPIOS Y ADMINISTRADOS**

Por Región (medido en unidades)

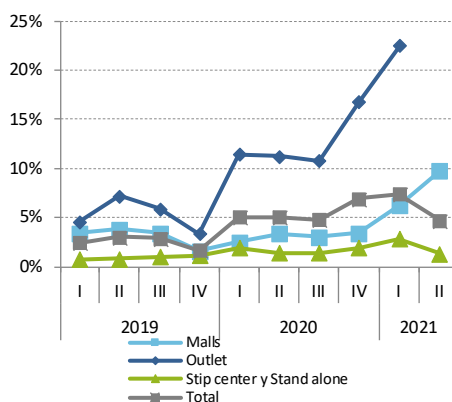


**NIVELES DE VACANCIA POR SEGMENTO**

Cifras anuales



Cifras trimestrales



Además, la entidad administra un centro comercial, Casa Costanera, cuya superficie es cercana a los 19.748 m<sup>2</sup> y el Hotel Mandarin Oriental con un ABL de 2.064 m<sup>2</sup> (49% de la propiedad).

Al respecto, el 27 de agosto de 2021, la entidad informó mediante un hecho esencial la venta de su participación indirecta equivalente al 45% del capital accionario de Inmobiliaria Boulevard Nueva Costanera S.A. a Compañía de Seguros de Vida Consorcio Nacional de Seguros, para adquirir el centro comercial "Mall Casacostanera".

Esta transacción fue materializada el 20 de octubre del presente año, por un monto de UF 1,55 millones. Los fondos recaudados serán destinados a financiar inversiones contempladas en su plan estratégico y para financiar parte del capital de trabajo de la entidad.

En términos de ABL de los activos inmobiliarios propios, la compañía al cierre del primer semestre de 2021, el 39,6% de la superficie arrendable se concentraba en malls, seguido por stand alone con el 34,1%, y en menor medida, por *strip center* (26,4%).

Al analizar los ingresos consolidados por segmentos, se encuentran concentrados, a junio de 2021, un 46,9% en malls, seguido con el 45,9% entre strip center y stand alone, y en menor medida comisiones y otros.

Por otro lado, el mayor margen Ebitda, al cierre del primer semestre de 2021, se encuentra en el segmento strip center y stand alone (84,1%) seguido por centros comerciales (64,9%).

**— DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA:**

Vivocorp, al considerar tanto los activos propios como administrados, presenta una alta diversificación geográfica en términos de cantidad de activos. Así, a junio de 2021, el 39,3% de la cartera (por cantidad de activos) se encontraba concentrado en la Región Metropolitana y el porcentaje restante se encontraba repartido entre 12 regiones con participaciones por debajo del 12%.

Al respecto, durante 2020, se registró una disminución en la participación de las regiones del Maule, Valparaíso, Metropolitana, debido a la venta de activos. Ello, generó que la participación de las regiones de O'Higgins, Los Ríos y Biobío se incrementara en 1,7 puntos porcentuales cada una.

**NIVELES ACOTADOS DE VACANCIA DENTRO DE LOS RANGOS ESPERADOS**

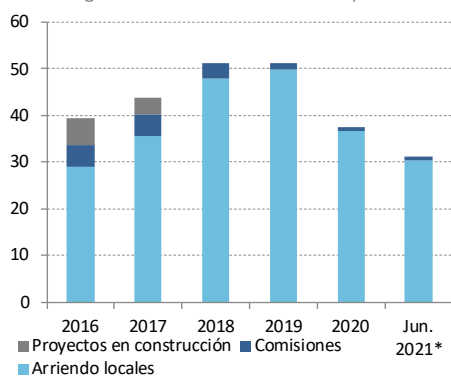
La estrategia de la compañía considera el desarrollo de activos, lo que genera, en el caso de inmuebles que entren en operación o ampliaciones, saltos discretos en los indicadores vacancia.

Lo anterior, en el caso de los centros comerciales se ve, en parte, mitigado debido a su modelo de negocios, el cual contempla la presencia de contratos de tiendas anclas y otros formatos en las etapas iniciales de cada proyecto, de esta forma el inicio de la construcción se encuentra supeditado al cierre del acuerdo comercial para garantizar los flujos de público para el funcionamiento adecuado del centro comercial.

El portafolio de activos inmobiliarios de la entidad ha mantenido una vacancia acotada durante el periodo analizado, con menores niveles en periodos de mayor madurez en sus principales proyectos. Sin embargo, en los últimos años se ha observado un crecimiento en algunos formatos debido a los efectos de la pandemia en la industria.

**DIVERSIFICACIÓN DE LOS INGRESOS CONSOLIDADOS**

Ingresos en miles de millones de pesos

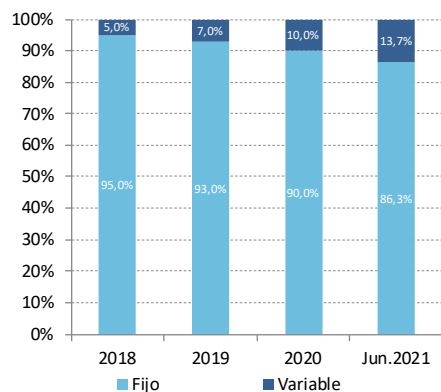


**PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARTERA**

Cifras trimestrales anualizadas cuando corresponda

	2018	2019	2020	Jun. 2021
Mora mayor a 90 días (%)	17,5%	13,0%	26,2%	49,9%
Cobertura mora mayor a 90 días	0,6	0,8	0,5	0,4
Cartera repactada / Total cartera (%)	6,7%	18,5%	16,8%	12,5%
Cartera bruta / Ingresos totales (%)	21,9%	17,9%	29,7%	32,3%
Cartera mora mayor a 90 días / Ingresos totales (%)	3,8%	2,3%	7,8%	16,1%
Cuentas por cobrar a EERR/Ingresos	158,1%	119,9%	227,5%	780,3%

**COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS DE ARRIENDO DE LOCALES**



A nivel consolidado, la compañía ha mantenido una baja vacancia, con una tendencia dispar entre trimestres, evidenciando a fines de 2020 un crecimiento hasta el 6,9% (1,7% en 2019), debido a los efectos de la pandemia mayoritariamente en los formatos de centros comerciales y outlets. No obstante, a junio de 2021 se observa una mejoría a nivel consolidado hasta el 4,7% producto de la desconsolidación de los outlets y la menor vacancia en el caso de *strip center* y *stand alone*.

A nivel por segmento, en el caso de los centros comerciales, malls, su vacancia continúa creciendo desde un 1,6% en 2019 hasta situarse en el 9,8% al cierre del primer semestre de 2021.

Por su parte, *strip center* y *stand alone* se ha mantienen con la menor vacancia, debido a la ocupación de supermercados en dicho segmento. Al respecto, su vacancia se incrementó hasta un 1,9% en 2020, disminuyendo hasta el 1,3% a junio de 2021.

**INDICADORES DE COBERTURA DE CARTERA: BAJO NIVEL DE COBERTURA DE MORA MAYOR A 90 DÍAS E INCREMENTO DE CUENTAS CON RELACIONADAS**

Respecto a las cuentas por cobrar, considerando deudores por venta y documentos por cobrar corrientes, en términos brutos, ha mantenido un comportamiento dispar durante el periodo evaluado. A diciembre de 2020 se observó un crecimiento hasta los \$ 11.135 millones un 21,3% mayor que 2019, debido principalmente a los efectos de la pandemia en los niveles de cobranza de la compañía. No obstante, a junio de 2021 el monto de la cartera bruta disminuyó hasta los \$ 10.026 millones.

Al respecto, el ratio de cartera bruta sobre los ingresos de cada periodo a raíz de lo anterior, sumado a una baja en los ingresos, se incrementó desde un 2,3% a fines de 2019 hasta un 16,1% a junio de 2021, evidenciando una mayor incidencia del comportamiento de la cartera sobre la de flujos de la compañía

En términos de la mora por sobre 90 días, esta presentó un fuerte incremento hasta el 26,2% a fines de 2020 (13,0% a diciembre de 2019), y continuó aumentando durante el primer semestre de 2021 situándose en un 49,9%. Por su parte, la cobertura de la cartera mayor a 90 días ha mantenido una tendencia a la baja pasando de las 0,8 veces en 2019 hasta las 0,4 veces a junio de 2021, a pesar del mayor monto provisionado.

Adicionalmente, se debe señalar que tras el fuerte incremento en la cartera repactada sobre el total de la cartera bruta en 2019 hasta un 18,5% se ha observado una constante disminución hasta el 12,5%.

Al analizar las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, estas han presentado un fuerte crecimiento principalmente en la primera mitad de 2021 situándose en los \$ 242.373 millones (\$ 85.382 millones en 2020), generando que el indicador de cuentas por cobrar a relacionados sobre ingresos se incrementara hasta el 780,3%.

Al respecto, el mayor crecimiento proviene por una cuenta corriente con su matriz, Inversiones Terra S.p.A. el cual asciende a \$ 172.384 millones (considerando corriente y no corriente). Esta cuenta se encuentra expresada en UF con una tasa de interés de 4,5% y con amortización de capital en enero de 2023 y octubre de 2025 por \$ 22.067 millones y \$ 145.905 millones, respectivamente.

En término de proveedores la entidad ha trabajado con más de 850 en el último periodo, de los cuales solo tres representan más del 10% sobre el total de las compras efectuadas durante 2020, que son: Flesan S.A. (13,1%), Grupo America Facility S.A. (12,9%) y Constructora Inarco S.A. (11,6%).



**PLAN DE INVERSIONES**

Proyecto	ABL (M <sup>2</sup> )	Inversión (MM UF)	Fecha apertura
Vivo Outlet Chillán	18.700	0,8	2022
Renovación Vivo Panorámico	-	0,2	2022
Vivo Outlet Puente Alto	21.200	1,0	2023
Vivo Outlet Quilpué	20.000	0,9	2023
Vivo Coyhaique	15.200	0,9	2023
Vivo Santiago	98.000	5,6	2025
Vivo Antofagasta	45.500	2,9	2025
<b>Total</b>	<b>218.600</b>	<b>12,3</b>	

## FUERTE PLAN DE INVERSIONES GENERARÁ UNA MAYOR DIVERSIFICACIÓN DE ACTIVOS. NO OBSTANTE, IMPLICA MAYORES PRESIONES SOBRE PERFIL FINANCIERO EN EL MEDIANO PLAZO

Los planes de la entidad para 2021-2025 contemplan inversiones concentradas en la renovación y construcción de nuevos centros comerciales que permita a la entidad compensar, en parte, la disminución de diversificación evidenciada en los últimos trimestres y una mayor generación de flujo. Este *pipeline* considera una inversión total por cerca de UF 12,3 millones.

Actualmente la entidad se encuentra en proceso de construcción de Vivo Outlet Chillan incorporando cerca de 18.700 m<sup>2</sup> de ABL y la renovación de Vivo Panorámico, que estarían proyectadas sus aperturas durante 2022.

En 2023 se espera la apertura de Vivo Outlet Puente Alto, Vivo Outlet Quilpué y Vivo Coyhaique incorporando un ABL por 21.200 m<sup>2</sup>, 20.000 m<sup>2</sup> y 15.200 m<sup>2</sup>, respectivamente.

Posteriormente, en 2025 entrarían en operación los dos proyectos más relevantes en términos de inversión, Vivo Santiago y Vivo Antofagasta, cuyos montos estimados ascienden a UF 5,6 millones y UF 2,9 millones, respectivamente. Además, dichos activos incorporarían una relevante generación de flujos considerando una superficie arrendable de 98.000 m<sup>2</sup> en el caso de Vivo Santiago y de 45.500 m<sup>2</sup> en Vivo Antofagasta.

Al respecto, el proyecto Mall Vivo Santiago se realiza en asociación con Compañía de Seguro Confuturo S.A., con una participación 50% de cada socio, por lo cual consolidaría en los balances de Vivocorp.

Con todo, Feller Rate, considera que este plan de inversiones si bien mejora la diversificación de la entidad, contempla mayores presiones financieras debido a la envergadura de los proyectos considerando además la actual situación de la compañía. Además, se debe considerar los niveles de deuda asociada a los proyectos que presionarían los indicadores de cobertura de la compañía hasta su rentabilización.

## CONSERVADORA ESTRATEGIA DE DESARROLLO COMERCIAL MITIGA, EN PARTE, 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 algunas 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.

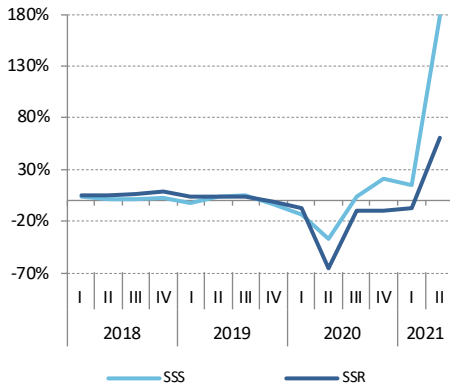
Vivocorp, al igual que los otros participantes de la industria, ha seguido una estrategia de desarrollo comercial que contempla la negociación de la participación de las tiendas ancla en las etapas iniciales del proyecto, estando el inicio de construcción supeditado al cierre del acuerdo comercial con las mismas.

## RECUPERACIÓN EN LOS INDICADORES DE SSS Y SSR ANTE MEDIDAS MENOS RESTRICTIVAS Y UN MAYOR CONSUMO

El indicador de same store sales (SSS) durante los primeros dos trimestres de 2020 presentó valores deficitarios debido a los efectos de la pandemia, ante las medidas de cuarentena que disminuyeron el consumo y la operación del retail, posteriormente se ha

**EVOLUCIÓN DEL SSS Y SSR**

Ingresos en miles de millones de pesos



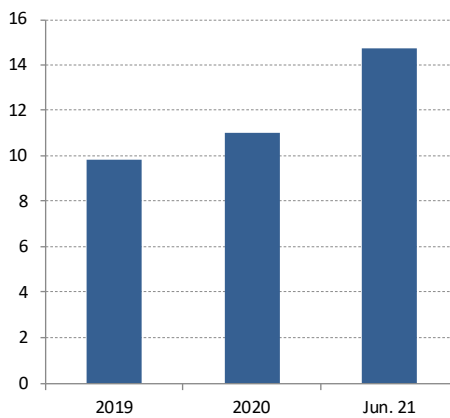
observado un crecimiento en los valores del SSS pasando desde un 3,5% al tercer trimestre de 2020 hasta alcanzar un 178,2% al cierre del segundo trimestre de 2021.

En el caso del same store rent (SSR) este se mantuvo durante 2020 con valores negativos siendo su mayor caída el segundo trimestre (-65,3%), posteriormente se situó en un -10,3%. Al cierre del primer trimestre de 2021 dicho indicador registró -7,2%, no obstante, durante el segundo trimestre del año se incrementó hasta un 60,8%.

Al respecto, Feller Rate espera que, dichos indicadores durante los próximos trimestres continúen registrando una paulatina recuperación en la mediana que se mantengan las medidas de desconfinamiento.

**EVOLUCIÓN DE LA DURACIÓN DE LOS CONTRATOS**

Cifras en años promedios



**MODALIDAD DE CONTRATOS A LARGO PLAZO Y COMPONENTE FIJO PERMITE MANTENER UNA ALTA PREDICTIBILIDAD DE LOS FLUJOS FUTUROS**

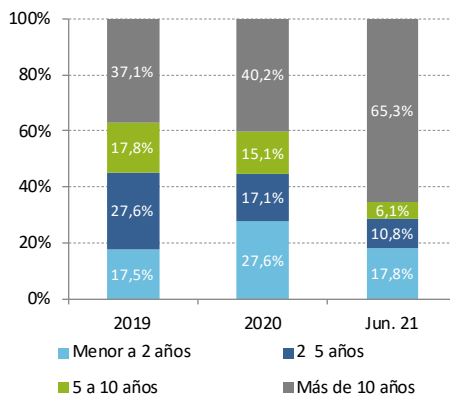
La industria de rentas inmobiliarias se caracteriza por la presencia de contratos de largo plazo entre arrendatarios y sus clientes, lo que genera una relevante capacidad de predicción para los flujos de las compañías.

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.

Lo ingresos consolidados de Vivocorp actualmente se componen mayoritariamente de arriendo de locales (97,7% a fines de 2021 y un 96,1% a junio de 2021) y, en menor medida, de comisiones.

Al considerar, la composición de los ingresos provenientes por arriendo de locales, cerca del 90% corresponde a un componente fijo de arriendo y el porcentaje restante es producto de la parte variable del contrato, la cual es determinada mediante los volúmenes de venta de cada locatario según lo acordado en sus respectivos contratos. A junio de 2021, dicho porcentaje variable se incrementó hasta un 13,7%.

**DISTRIBUCIÓN DE LOS PLAZOS DE LOS CONTRATOS**



La duración contratos con los locatarios que mantiene Vivocorp, es en su mayoría de largo plazo, la cual en el último trimestre se ha incrementado desde los 9,8 años ponderados registrados en 2019 hasta los 14,7 años a junio de 2021.

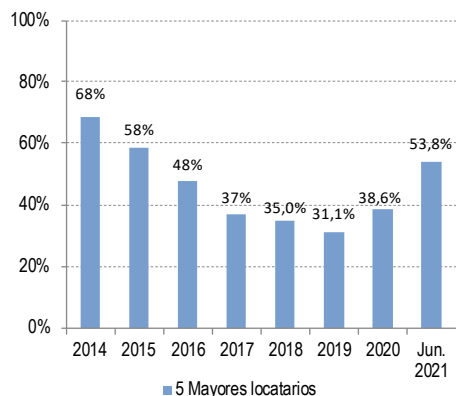
Actualmente, cerca del 17,8% de la cartera de contratos tiene vencimiento menor a dos años. Al respecto, acorde a la estrategia de la compañía y los altos niveles de renegociaciones, han permitido mantener bajos niveles de vacancia y la mantención de relaciones relativamente estables con sus contrapartes, a pesar del plazo del contrato.

A igual fecha, cerca del 65,3% de la cartera cuenta con vencimientos de contratos por sobre los 10 años. Ello, coincide con los contratos de las tiendas anclas, cuya participación en la superficie es relevante en el caso de los formatos *strip center* y *stand alone*. Estos contratos varían su duración entre 20 a 30 años y en el caso de los supermercados bajo el formato *stand alone* es su duración es cercana a los 25 años.

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

**EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES LOCATARIOS**

Participación sobre el total de locatarios según ingresos



**CONTRAPARTES COMERCIALES DE ADECUADA CALIDAD CREDITICIA**

Porcentaje de arriendos a junio de 2021 y clasificaciones a septiembre de 2021

Principales contrapartes con clasificación local	Solvencia Feller-Rate	% Arriendos
SMU	A	43,7%
Comercial Eccsa	-	3,2%
Cencosud	AA	2,5%
Falabella	AA	2,2%
Salcobran	-	2,2%

**ANTE VENTA DE ACTIVOS, SE REGISTRÓ UNA MAYOR CONCENTRACIÓN DE LOCATARIOS Y UN AUMENTO EN LA PARTICIPACIÓN DE SMU**

Actualmente, la entidad cuenta con más de 600 locatarios bajo sus distintos formatos de renta comercial. No obstante, los principales cinco locatarios han presentado una participación del 31,1% en 2019, con un aumento 2020 hasta el 38,6%. A junio de 2021, se observa un incremento en la participación de los primeros cinco locatarios hasta un 53,8%.

El principal locatario de Vivocorp a nivel consolidado es SMU, bajo sus distintas filiales y formatos (Unimarc, Alvi, Mayorista 10), representando a junio de 2021 el 45% de los ingresos (27% a fines de 2020). Ello debido a la venta de activos, que ocasionó una mayor relevancia en los formatos stand alone, sumado a los efectos de la crisis sanitaria, donde en cuarentena solamente pueden operar tiendas de primera necesidad.

Asimismo, se debe destacar que en los últimos años se ha observado un mejoramiento en su calidad crediticia hasta alcanzar la "A/Estables" por Feller Rate. Lo anterior, sumado a que los activos de supermercados son relevantes para la generación de flujo de SMU, por lo cual la entidad mantiene una adecuada estructura de pago.

El restante porcentaje se reparte entre otros locatarios con participaciones menores al 3,5% por cada uno.

Dentro de los principales diez locatarios, a junio de 2021, se encuentran, entre otras entidades con una buena calidad crediticia, Cencosud (2,5%) y Falabella (2,2%) con una clasificación de riesgo por Feller Rate de "AA/Estables" cada una.

Feller Rate continuará monitoreando la calidad crediticia de los locatarios de la entidad, que podría gatillar un cambio en el escenario base, al observar un mayor deterioro al esperado. No obstante, la entidad se encuentra constantemente analizando la situación de cada locatario.

**FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN**

**— AMBIENTALES**

La sociedad no se ve afectada por conceptos relacionados con el mejoramiento o inversión de procesos, verificación y control de cumplimiento de ordenanzas y leyes relativas a procesos industriales que pudieran afectar en forma a la protección del medio ambiente.

No obstante, la entidad muestra cierta preocupación por el medio ambiente, en donde se pueden destacar medidas orientadas como el desarrollando el proyecto Vivo Outlet Puente Alto, el cual contará con un parque de 12.000 m<sup>2</sup> para la comunidad compuesto por 150 especies endémicas.

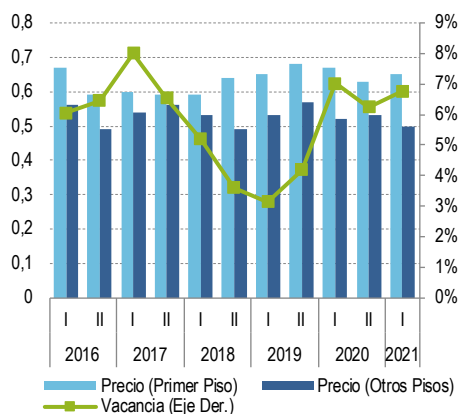
**— SOCIALES**

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la mayor parte de la regulación laboral vigente se aplica a la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la entidad y sus empleados.

Al respecto, la entidad continuó con el programa de capacitación para sus trabajadores, que durante la pandemia se potencio a través de plataformas de e-learning.

**EVOLUCIÓN DE LA VACANCIA Y PRECIOS DEL MERCADO DE STRIP CENTERS**

Cifras en U.F./m<sup>2</sup> para el Gran Santiago



(\*) Fuente: elaboración propia en base a información pública de GPS.

Una de las medidas tomadas por la entidad con las comunidades es el caso del mall de San Fernando en el cual se acomodó su patio de comidas para el convertirlo en un espacio de cubículos (Tu espacio Vivo), que serán utilizados por los vecinos de la zona.

La entidad cuenta con un comité de diversidad e inclusión, conformado por representantes de cada gerencia, con el foco en generar un cambio cultural en los colaboradores, clientes y proveedores.

**— GOBIERNOS CORPORATIVOS**

A diciembre de 2020, el directorio de la sociedad cuenta con seis directores, de los cuales dos son mujeres, cuya antigüedad en los cargos es dispar, evidenciando en el caso de dos directores por sobre los seis años, uno entre tres y seis años de antigüedad y tres con menos de tres años en el cargo.

La compañía cuenta con un modelo de prevención de delitos de acuerdo con la ley 20.393 incorporando las modificaciones registradas en noviembre de 2019 y junio de 2020.

Actualmente la entidad no cuenta con una unidad de Investor relations, sus funciones son realizadas por el área de finanzas.

**INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA, INTENSIVA EN INVERSIONES Y RELATIVAMENTE EXPUESTA AL CICLO ECONÓMICO**

La industria de rentas inmobiliarias no habitacionales es altamente competitiva y madura, donde conviven grandes empresas o inversionistas especializados, con pequeños y medianos participantes.

Asimismo, 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.

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.

Adicionalmente, los distintos segmentos pertenecientes a la industria de rentas inmobiliarias no habitacionales presentan diversas exposiciones al ciclo económico. Esto debido a factores utilizados en los sectores para mitigar en parte dicho efecto, como es el caso de la mantención de contratos de arriendo a largo plazo.

**— ACTOR CON DESTACADO POSICIONAMIENTO EN ALGUNOS DE LOS SEGMENTOS EN QUE PARTICIPA**

Vivocorp mantiene una participación de mercado estimada por parte de la compañía cercana al 8% en el segmento de centros comerciales. A su vez, es uno de los líderes de la industria renta no habitacional bajo el formato strip center.

Adicionalmente, se debe considerar, que la compañía mantiene una mayor participación en regiones. Ello, considerando que el 60% del porfolio de activos se encuentra fuera de la Región Metropolitana.

### — OFERTA CRECIENTE DE *STRIP CENTERS* CON NIVELES DE VACANCIA CON TENDENCIA AL ALZA

Respecto del mercado de *strip centers*, al primer semestre de 2021, se registró el ingreso de 13.966 m<sup>2</sup>, alcanzando un *stock* de 374.428 m<sup>2</sup>. Ello, asociado principalmente al ingreso de cuatro nuevos proyectos en los corredores poniente, oriente y norte.

A igual periodo, la vacancia promedio subió desde un 6,2% a diciembre de 2020, hasta un 6,8%. Ello, debido mayoritariamente al ingreso de nueva superficie arrendable, lo que no puede ser compensado por un mayor nivel absorción (47,7%).

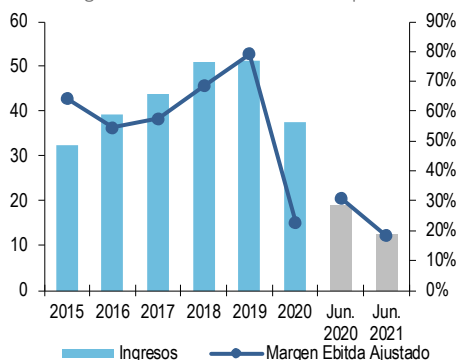
Al primer semestre de 2021, los precios promedio evidenciaron una tendencia dispar, observándose un incremento respecto de lo observado al cierre del año anterior para los locales ubicados en el primer piso, alcanzando las 0,65 U.F./m<sup>2</sup> (0,63 U.F./m<sup>2</sup>). En contrapartida, los locales ubicados en otros pisos evidenciaron una disminución en el precio promedio, alcanzando las 0,5 U.F./m<sup>2</sup>, desde las 0,53 U.F./m<sup>2</sup> del cierre de 2020.

Respecto a la producción futura, se espera el ingreso de cerca de 20.000 m<sup>2</sup> entre lo que queda de 2021 y el año 2023.

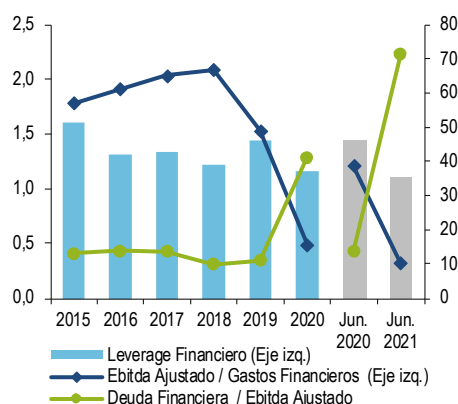


**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES**

Ingresos en miles de millones de pesos

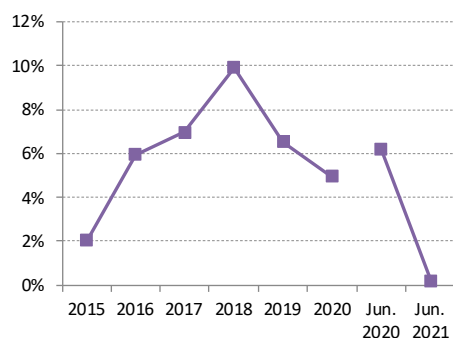


INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO



**INDICADOR DE COBERTURA**

FCNOA / Deuda Financiera (%)



**POSICIÓN FINANCIERA**

DÉBIL

**RESULTADOS Y MÁRGENES:**

Resultados evidenciaron un cambio de escala considerando la venta de activos y presiones transitorias debido a los efectos de la pandemia

La industria de renta inmobiliaria no habitacional se caracteriza por evidenciar alto márgenes operacionales y una fuerte estabilidad de sus flujos, incluso en periodos de desaceleración económica. Lo anterior, se debe a una estructura de contratos de arriendos a largo plazo, con un componente mayoritariamente fijo y a la mantención de altos niveles de ocupación.

Sin embargo, debido a los efectos de la pandemia, considerando el cierre de tiendas no esenciales durante las cuarentenas, ha generado presiones transitorias en los resultados en la industria.

Al cierre de 2020, los ingresos consolidados de Vivocorp alcanzaron los \$ 37.523 millones, evidenciando una disminución anual del 26,7%, impulsada por los efectos de la pandemia durante el año y la clasificación de activos mantenidos para la venta. Ello, considerando que el mayor efecto en términos de resultados se observó en los segmentos de malls (-39,3%) y outlets (-32,2%), mientras que los *strip center* y *stand alone* registraron un leve crecimiento del 0,5%.

A igual fecha, el Ebitda ajustado presentó una caída anual del 79,0% situándose en los \$ 8.502 millones. Ello se debe, en parte, a las pérdidas en negocios conjuntos por \$ 8.335 millones, asociadas a la filial Inmobiliaria Boulevard Nueva Costanera S.A. (50% de propiedad), cuyo activo es Casacostanera, y la filial Hotel Corporation of Chile (49% de la propiedad) y siendo su principal activo el edificio donde opera actualmente el Hotel Mandarin.

Al descontar dicho efecto, el Ebitda presentó una baja del 46,7% con respecto diciembre de 2019, producto del cierre de locales no esenciales y la estrategia realizada por la entidad para mantener las relaciones de largo plazo con sus locatarios.

Lo anterior generó que el margen Ebitda ajustado disminuyera hasta el 22,7%, cifra por debajo de los rangos estructurales de la entidad, considerando un promedio del 63,6% entre 2012 a 2019.

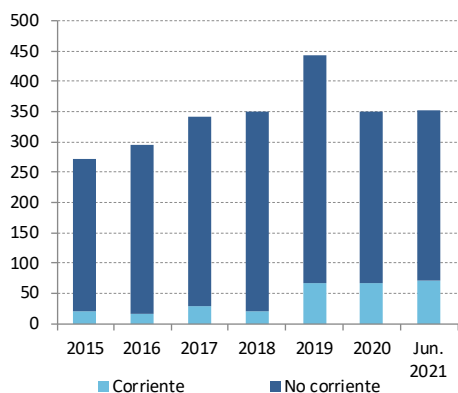
Debido a las características de la industria de renta comercial, se ha evidenciado una estable y adecuada capacidad de generación de flujos operaciones, exceptuando en los periodos de ventas de activos, debido a su desconsolidación. Sin embargo, las presiones asociadas a la pandemia, principalmente en los cobros procedentes de las ventas, repercutieron en que la generación de flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA) alcanzara los \$17.348 millones en 2020 un 40,2% menor que el año anterior.

Lo anterior, sumado a una disminución en la deuda debido a pasivos mantenidos para la venta, generaron que el indicador FCNOA sobre la deuda financiera disminuyera hasta un 5% (6,5% en 2019).

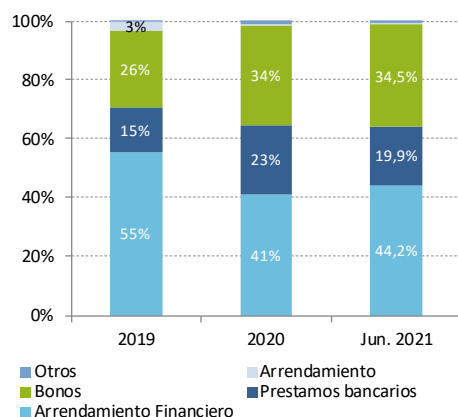
Al cierre del primer semestre de 2021 los ingresos de Vivocorp se situaron en los \$ 12.645 millones, un 33,8% menor que junio de 2020, influenciado por los menores resultados en los segmentos malls y outlet, ante la venta de Vivo El Centro y Vivo Imperio durante el

**EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA**

Cifras en miles de millones de pesos



**ESTRUCTURA DE PASIVOS FINANCIEROS**



primer trimestre del año, en conjunto con la materialización de la venta de los cuatro outlets que finalizó durante el segundo trimestre.

Asimismo, la generación de Ebitda ajustado de la entidad alcanzó, a junio de 2021, los \$ 2.327 millones, evidenciando una variación negativa del 60,7% en comparación a igual periodo de 2020. Ello, potenciado por una menor caída tanto de los gastos operacionales (-6,8%) como de los costos operacionales (-19,7%) en comparación a la baja en los ingresos durante el periodo (33,8%).

Al respecto, en el caso de los resultados de los negocios con terceros se mantiene negativa situándose en los \$1.732 millones, pero con un menor efecto que a junio de 2020 (-\$3.458 millones). Ello, se encuentra asociado a una recuperación de las ganancias de Inmobiliaria Boulevard Nueva Costanera S.A., que mermaron en parte los resultados negativos de Hotel Corporation of Chile S.A.

Ante este escenario, el margen Ebitda ajustado continuó su tendencia a la baja hasta situarse en el 18,4%, cifra fuertemente presionada considerando en la industria en que opera la entidad.

La generación de FCNOA presentó valores deficitarios a junio de 2021 (-7.519 millones), debido a la desconsolidación de activos y la menor baja relativa en los costos como se mencionó anteriormente. Ello, considerando la generación de flujo de doce meses móviles, generó mayores presiones en el ratio FCNOA sobre deuda financiera que se situó en el 0,2%.

**ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:**

Indicadores fuertemente presionados ante la venta de activos, menor generación de Ebitda y la mantención de deuda por sobre los rangos esperados

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.

La entidad en 2019 colocó en el mercado el bono serie E por UF 2 millones, con una duración de 13,7 años a una tasa de descuento de UF +1,59%. Los fondos recaudados fueron utilizados para el refinanciamiento de deuda con vencimiento menor que a la serie de bonos.

Lo anterior, sumado al financiamiento del plan de inversiones realizado por la entidad, ha generado un incremento de deuda hasta alcanzar los \$ 443.437 millones a fines de 2019. Posteriormente, debido al proceso de venta de activos en el que se encontraba la entidad durante 2020, clasificando los pasivos para la venta asociado a dichos activos, ocasionó que los pasivos financieros disminuyeran hasta los \$349.926 millones.

Al cierre del primer semestre de 2021, tras la materialización de la venta de los activos mencionados con anterioridad, los pasivos financieros de la entidad (incorporando los pasivos por arrendamiento) se situó en los \$351.189 millones.

A igual fecha, los pasivos financieros se encontraban compuesto mayoritariamente por un 44,2% por leasing operacional, seguido por bonos corporativos (34,5%) y préstamos bancarios (19,9%).

#### PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a junio de 2021, \$ 6.058 millones.
- Flujo de fondos operativos con un margen Ebitda presionado, de forma transitoria, ante los deterioros observados en las condiciones de mercado.

#### PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.

La deuda de la compañía se encuentra mayoritariamente expresada en UF, la cual tiene un calce con los ingresos, que están en pesos, producto de la indexación de los contratos a la inflación.

En términos de su base patrimonial la entidad ha evidenciado un constante crecimiento, lo cual sumado a la baja de pasivos financieros en los últimos periodos permitió que el *leverage* financiera disminuyera hasta la 1,1 vez a junio de 2021, cifra por debajo lo registrado durante el periodo analizado (2012 a 2020).

Los indicadores de cobertura durante los últimos años han presentado una fuerte presión considerando los efectos en el avance de la pandemia en los resultados de la entidad, como también la venta de activos y la mantención de deuda financiera por sobre los rangos esperados.

Así, a junio de 2021, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se incrementó hasta las 70,3 veces (40,3 veces en 2020 y 10,8 veces en 2019) y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros disminuyó hasta las 0,3 veces (0,5 veces en 2020 y 1,5 veces en 2019).

### LIQUIDEZ: SUFICIENTE

La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Suficiente". Esto considera, a junio de 2021, un nivel de caja de \$ 6.058 millones, una generación de fondos (FCNOA), anualizada, por \$ 593 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por \$ 71.076 millones de los cuales \$ 48.794 millones son por préstamos bancarios, \$17.679 millones por leasing financiero y \$ 1.107 millones por bonos corporativos.

Adicionalmente, se debe considerar la recaudación producto de la venta del mall Casacostanera que permitirá, en parte, financiar los proyectos en desarrollo cuya apertura se encuentra estimada en el corto plazo.

Actualmente, la entidad se encuentra un procedimiento de reorganización regulado por la Ley N° 20.720. Ello, generara eventuales nuevos términos y condiciones financieras distintas a las otorgadas inicialmente a los acreedores. Por lo anterior, las necesidades de liquidez de la entidad para los próximos periodos dependerán del acuerdo final en dicha reorganización.

	5 noviembre de 2020	23 noviembre 2020	5 mayo 2021	6 septiembre 2021	21 octubre 2021	22 noviembre 2021
Solvencia	A	A	BB+	BB+	C	C
Perspectivas	CW En Desarrollo	CW En Desarrollo	CW Negativo	CW Negativo	CW Negativo	CW Negativo
Líneas de Bonos	A	A	BB+	BB+	C	C

**RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO**

Cifras en millones de pesos

	2015 <sup>(1)</sup>	2016	2017	2018	2019	2020	Jun.2020	Jun.2021
Ingresos Ordinarios	32.357	39.340	43.816	51.059	51.169	37.523	19.106	12.645
Ebitda <sup>(2)</sup>	17.886	19.582	24.047	31.219	31.588	16.837	9.376	4.059
Ebitda Ajustado <sup>(3)</sup>	20.776	21.414	25.152	34.936	40.488	8.502	5.918	2.327
Resultado Operacional	17.819	19.401	23.766	30.901	30.996	16.328	9.095	3.848
Ingresos Financieros	3.062	3.931	3.547	3.782	3.076	2.470	1.170	4.241
Gastos Financieros	-11.648	-11.179	-12.351	-16.728	-26.466	-17.392	-8.843	-6.752
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	25.979	32.991	35.367	41.527	35.679	135	3.276	14.849
Flujo Caja Neto de la Operación	15.957	17.582	23.726	34.789	28.998	17.348	9.236	-7.519
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) <sup>(4)</sup>	5.540	17.582	23.726	34.789	28.998	17.348	9.236	-7.519
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(5)</sup>	15.957	8.365	8.085	18.481	10.670	1.823	1.811	-13.189
Inversiones en Activos fijos Netas	-62.306	-16.548	-54.952	-23.195	-25.141	-14.790	-19.139	56.783
Inversiones en Acciones	63.551				-4.051	12.822	9.622	132.725
Flujo de Caja Libre Operacional	17.202	-8.183	-46.867	-4.714	-18.521	-145	-7.705	176.319
Dividendos pagados			-4.538	-8.114	-24.028	-8.663	-8.614	
Flujo de Caja Disponible	17.202	-8.183	-51.406	-12.829	-42.549	-8.808	-16.319	176.319
Movimiento en Empresas Relacionadas		3.243	4.477	3.567	10.633	-4.294	702	-151.148
Otros movimientos de inversiones		-4.681	3.579	-3.440	194	-6.365		-11.073
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	17.202	-9.620	-43.349	-12.701	-31.722	-19.466	-15.617	14.097
Variación de capital patrimonial				53.697	56.510	-196	2.185	1.408
Variación de deudas financieras	38.846	2.969	42.653	-40.490	-19.810	16.417	15.400	-16.456
Otros movimientos de financiamiento		562	411	692	-1.670	4.085		
Financiamiento con EERR	-52.916	2.434	3	-277	-552	-473		0
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	3.131	-3.655	-282	920	2.756	368	1.968	-951
Caja Inicial	3.770	6.901	3.247	2.964	3.885	6.641	6.641	7.009
Caja Final	6.901	3.247	2.964	3.885	6.641	7.009	8.609	6.058
Caja y equivalentes	6.901	3.247	2.964	3.885	6.641	7.009	8.609	6.058
Cuentas por Cobrar Clientes	11.171	12.595	12.937	14.734	12.578	21.097	15.516	27.164
Inventario	705	2.400						
Deuda Financiera <sup>(6)</sup>	271.391	295.195	341.048	350.957	443.437	349.926	438.158	351.189
Activos disponibles para la Venta						264.873	53.366	
Activos Totales	507.268	575.997	672.483	731.651	846.402	849.189	877.217	763.935
Pasivos clasificados para la venta						111.268	33.873	
Pasivos Totales	338.719	351.850	417.580	442.914	539.795	548.095	574.140	446.912
Patrimonio + Interés Minoritario	168.549	224.147	254.903	288.737	306.607	301.094	303.077	317.022

n.d.: No disponible.

(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**

	2015 <sup>(1)</sup>	2016	2017	2018	2019	2020	Jun.2020	Jun.2021
Margen Bruto	82,6%	73,8%	79,7%	82,4%	84,7%	76,1%	78,3%	73,6%
Margen Operacional (%)	55,1%	49,3%	54,2%	60,5%	60,6%	43,5%	47,6%	30,4%
Margen Ebitda <sup>(2)</sup> (%)	55,3%	49,8%	54,9%	61,1%	61,7%	44,9%	49,1%	32,1%
Margen Ebitda Ajustado <sup>(3)</sup> (%)	64,2%	54,4%	57,4%	68,4%	79,1%	22,7%	31,0%	18,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	15,4%	14,7%	13,9%	14,4%	11,6%	0,0%	9,4%	3,7%
Costo/Ventas	17,4%	26,2%	20,3%	17,6%	15,3%	23,9%	21,7%	26,4%
Gav/Ventas	27,6%	24,5%	25,5%	21,9%	24,1%	32,6%	30,7%	43,2%
Días de Cobro	124,3	115,3	106,3	103,9	88,5	202,4	120,3	314,8
Días de Pago	434,3	275,0	611,4	534,1	351,9	1.063,6	249,1	605,0
Días de Inventario	45,2	83,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento total	2,0	1,6	1,6	1,5	1,8	1,8	1,9	1,4
Endeudamiento financiero	1,6	1,3	1,3	1,2	1,4	1,2	1,4	1,1
Endeudamiento Financiero Neto	1,6	1,3	1,3	1,2	1,4	1,1	1,4	1,1
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(2)</sup> (vc)	15,2	15,1	14,2	11,2	14,0	20,8	16,3	30,5
Deuda Financiera / Ebitda Ajustado <sup>(3)</sup> (vc)	13,1	13,8	13,6	10,0	11,0	41,2	13,7	71,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(2)</sup> (vc)	14,8	14,9	14,1	11,1	13,8	20,4	15,9	30,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado <sup>(3)</sup> (vc)	12,7	13,6	13,4	9,9	10,8	40,3	13,4	70,3
Ebitda <sup>(2)</sup> / Gastos Financieros(vc)	1,5	1,8	1,9	1,9	1,2	1,0	1,0	0,8
Ebitda Ajustado <sup>(3)</sup> / Gastos Financieros (vc)	1,8	1,9	2,0	2,1	1,5	0,5	1,2	0,3
FCNOA <sup>(4)</sup> / Deuda Financiera (%)	2,0%	6,0%	7,0%	9,9%	6,5%	5,0%	6,2%	0,2%
FCNOA <sup>(4)</sup> / Deuda Financiera Neta (%)	2,1%	6,0%	7,0%	10,0%	6,6%	5,1%	6,3%	0,2%
Liquidez Corriente (vc)	1,0	0,9	0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,5

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda

n.d.: No disponible.

(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.

**CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS**

LINEAS DE BONOS	882	883	951	952
Fecha de inscripción	09-01-2018	09-01-2018	28-06-2019	28-06-2019
Monto de la línea (*)	UF 2 millones (1)	UF 2 millones (1)	UF 2 millones	UF 2 millones
Plazo de la línea	30 años	10 años	10 años	30 años
Series inscritas al amparo de la línea	C	A y B	D	E y F
Rescate anticipado	Total, o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos			
Covenants	Endeudamiento Financiero Neto <= 2 veces			
	Activos inmobiliarios libres de gravámenes e inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación libres de gravámenes / deuda financiera neta sin garantías reales >= 1,3 veces.			
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene

(1) El monto máximo colocado vigente entre ambas líneas no puede superar UF 2 millones.



EMISIONES DE BONOS	Serie B	Serie C	Serie D
Fecha de inscripción	22-01-2018	22-01-2018	12-07-2019
Al amparo de Línea de Bonos	883	882	951
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto de la colocación	UF 1.000.000	UF 1.000.000	
Plazo de amortización	1 cuota	22 cuota semestrales	1 cuota
Fecha de colocación	25-01-2018	25-01-2018	
Fecha de inicio de amortización	05-01-2023	05-07-2028	15-06-2024
Fecha de vencimiento de amortización	05-01-2023	05-01-2039	15-06-2024
Tasa de Interés	3% anual	3,5% anual	1,1% anual
Rescate Anticipado	05-01-2020	05-01-2020	15-06-2021
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene

EMISIONES DE BONOS	Serie E	Serie F
Fecha de inscripción	12-07-2019	12-07-2019
Al amparo de Línea de Bonos	952	952
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto de la colocación	UF 2.000.000	
Plazo de amortización	22 cuotas semestrales	1 cuota
Fecha de colocación	23-07-2019	
Fecha de inicio de amortización	15-12-2029	15-06-2044
Fecha de vencimiento de amortización	15-06-2040	15-06-2044
Tasa de Interés	1,8% anual	2,1% anual
Rescate Anticipado	15-06-2021	15-06-2021
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene

## 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

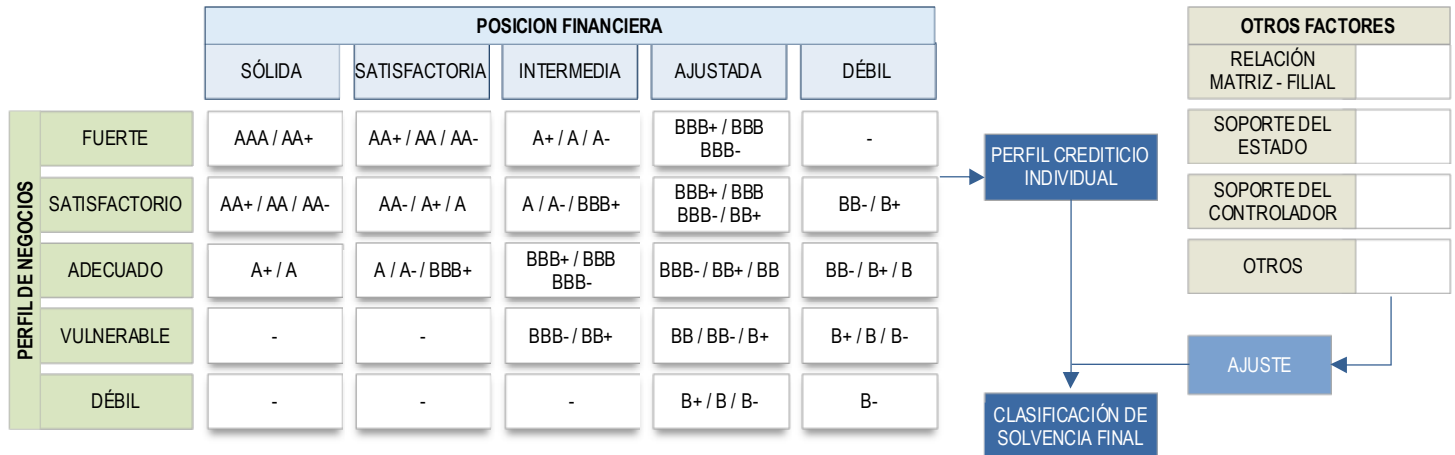
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
  - Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
  - Primera Clase Nivel 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 (o 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.

## DESCRIPTORES 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.



**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

- Felipe Pantoja - Analista principal
- Esteban Sánchez - Analista secundario
- Nicolás Martorell - Director Senior

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 Comisión para el Mercado Financiero, 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 esta.

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.