

	Nov. 2022	Nov. 2023
Solvencia	B+	BB+
Perspectivas	CW Desarrollo	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES ⁽¹⁾			
	2021	2022	Jun. 23
Ingresos ordinarios	27.865	33.040	18.830
EBITDA	11.959	16.319	10.101
Ebitda Ajustado	15.437	10.253	9.435
Deuda Financiera	353.140	392.202	430.238
Deuda Financiera Aj.	353.140	379.672	417.010
Margen Ebitda	41,4%	48,2%	52,6%
Margen Ebitda Ajustado	42,9%	49,4%	53,6%
Endeudamiento Total	55,4%	31,0%	50,1%
Endeudamiento Financiero	3,2	7,5	7,7
Endeudamiento Financiero Aj.	2,6	6,1	6,6
Ebitda / Gastos Financieros	2,6	5,9	6,4
Ebitda Aj. / Gastos Financieros	0,9	1,2	1,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,2	0,8	1,0
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj.	29,1	23,7	23,2
FCNOA / Deuda Financiera	22,5	36,5	24,8

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

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

FUNDAMENTOS

Feller Rate sube desde "B+" hasta "BB+" la clasificación asignada a la solvencia y líneas de bonos de Vivo S.p.A. ante el fortalecimiento de la posición financiera de la entidad desde una categoría clasificada como "Débil" hacia "Ajustada", considerando mejoras en los resultados operacionales, como también la incorporación de nuevos activos y sus respectivas generaciones de efectivo para el corto plazo, en conjunto con una mejora relativa en los niveles de generación de flujos (recaudación) que permitieron modificar los factores de generación de flujos y rentabilidad hacia la categoría "Ajustada".

Ello, enmarcado en el actual plan estratégico de la entidad enfocado en la rentabilización de los activos e inversiones, fortalecer la estructura financiera y la enajenación de activos prescindibles. Además, se espera una disminución en los niveles de deuda financiera en la medida que avance el plan antes mencionado, lo que permitiría evidenciar una mayor holgura en los indicadores de cobertura en el largo plazo.

En contrapartida, se considera los altos niveles de endeudamiento financiero que mantiene la entidad a raíz del bajo patrimonio en comparación a sus obligaciones financieras.

En el caso del perfil de negocio de la compañía se mantiene clasificado como "Satisfactorio".

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

A fines del primer semestre del presente año, los ingresos de la compañía alcanzaron los \$18.830 millones, evidenciando un aumento del 16,9% en comparación a igual periodo de 2022, producto de la apertura durante el cuarto trimestre de 2022 de los activos Vivo Outlet Chillán y Vivo Panorámico, sumado a los efectos de la inflación en los ingresos considerando que la entidad mantiene contratos en U.F.

A igual periodo, los costos operacionales se incrementaron un 38,5%, dado la incorporación de nuevos activos, sumado a un aumento en las contribuciones y sobretasas producto del alza realizada por el SII, mientras que los gastos de administración disminuyeron un 2,4%, asociado a un menor gastos por honorarios correspondientes a la Reorganización Judicial.

Así la generación de Ebitda de la compañía registró, a junio de 2023, un crecimiento del 23,9% en comparación a igual periodo del año anterior, alcanzando los \$10.101 millones. Lo anterior, implicó que el margen Ebitda se incrementara hasta el 53,6% (51,8% a junio de 2022).

En el caso de la generación de Ebitda ajustado, este evidenció un crecimiento del 197,7%, situándose en los \$9.435 millones, debido a menores pérdidas en los resultados en negocios con terceros (-\$666 millones vs -\$4.982 millones a junio de 2022). Lo anterior, implicó una mejora en el margen Ebitda ajustado hasta el 50,1% (20,1% a junio de 2022).

A junio de 2023 los pasivos financieros ajustados de la entidad (incorporando los pasivos por arrendamiento y no considera préstamo subordinado convertible en acciones) se situaron en los \$417.010 millones, evidenciando un crecimiento del 9,8% en comparación al cierre de 2022.

La relevante baja en la base patrimonial de la entidad, sumado al aumento de la deuda financiera ajustada, ocasionaron que el leverage financiero se incrementara en 2022 hasta las 5,9 veces y 6,4 veces a junio de 2023.

Ante la reestructuración de la entidad, se puede observar un cambio en los rangos esperados para sus indicadores de cobertura. Así, a junio de 2023, el indicador de deuda financiera neta ajustado sobre Ebitda ajustado se situó en las 24,8 veces, mientras que el Ebitda ajustado sobre gastos financieros alcanzó la 1 vez.

PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que la compañía mantenga una política financiera conservadora que, sumada a la maduración y rentabilización de los proyectos actuales, permita compensar las presiones provenientes por las inversiones en el corto a mediano plazo.

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 o ante un deterioro en las condiciones de mercado que impacten de forma estructural los principales indicadores crediticios.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo. No obstante, se puede dar en caso de mantener las mejoras operacionales asociadas al desarrollo de su plan estratégico y reestructuraciones financieras que permitan, tanto disminuir su nivel de endeudamiento, como extender su duración, derivando en mejores indicadores de cobertura y liquidez consistentes con otras categorías de riesgo.

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.
- Satisfactorio manejo de cuentas por cobrar.
- Relevante crecimiento de cuentas por cobrar a empresas relacionadas con vencimientos en el largo plazo.
- Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones.

POSICIÓN FINANCIERA: AJUSTADA

- Base de ingresos y márgenes afectados de forma relevante ante el avance de la pandemia.
- Endeudamiento neto considerado alto, ante el bajo nivel de base patrimonial.
- Posición de liquidez clasificada como "Ajustada".
- Indicadores de cobertura presionados ante el nivel de deuda en comparación a su generación.
- Importantes necesidades de capital en el mediano plazo ligadas al plan de inversiones exigirían la mantención de un mix equilibrado de financiamiento.

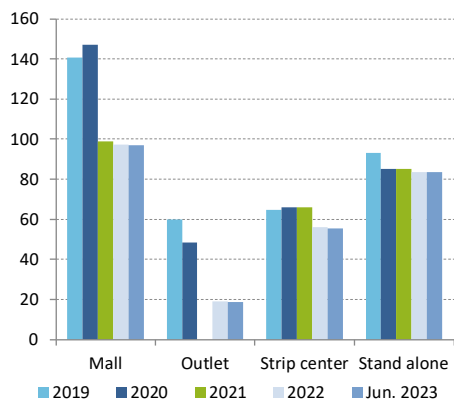
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

El Fondo de Inversión Asset Rentas Comerciales Vivo (El Fondo), administrado por Asset Administradora General de Fondos, suscribió y pago todas las acciones serie B, las cuales representan el 50,5% del total de las acciones suscritas y pagados por la sociedad.

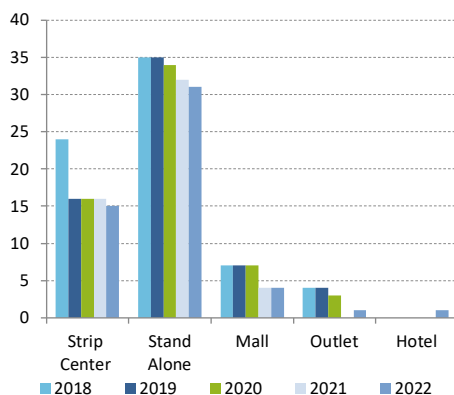
A su vez, se considera que, mediante un instrumento privado, el Fondo adquirió de Matriz Terra S.p.A. todas las acciones con derecho político.

DIVERSIFICACIÓN DE SUPERFICIE ARRENDABLE EN ACTIVOS PROPIOS

Medido en miles de metros cuadrado



CANTIDAD DE ACTIVOS ADMINISTRADOS



PERFIL DE NEGOCIOS

SATISFACTORIO

Vivo S.p.A. (ex 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 la compañía 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 REORGANIZACIÓN JUDICIAL TRAS EL INCUMPLIMIENTO DE COVENANTS EN 2021

Tras el incumplimiento un *covenant* para la medición del 31 de marzo de 2021, la entidad entró en un proceso de reorganización judicial. Este indicador correspondía 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, cuyo 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 una aceleración de la deuda u otras causales que podrían presionar los niveles de liquidez de la compañía, dentro de un contexto económico más desafiante.

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 el 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, decidiendo postergar la eventual decisión de aceleración y exigibilidad anticipada.

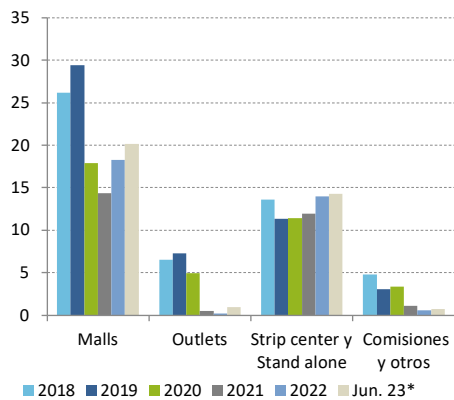
El 20 de octubre de 2021 Vivocorp informó, vía un hecho esencial, que inició el proceso para acogerse al procedimiento de reorganización regulado por la Ley N° 20.720, con el objetivo de proponer a sus acreedores la aprobación de un acuerdo de reorganización que contemplara lo siguiente: i) la continuación 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.

— PRINCIPALES HITOS DE LA REORGANIZACIÓN

El 19 de enero de 2022, Inversiones Terra S.p.A. y sus acreedores acordaron un Acuerdo de Reorganización Judicial (ARJ), con el objetivo de realizar un plan para viabilizar el cumplimiento de las obligaciones de la compañía y sus filiales, sumado con mantener su operación.

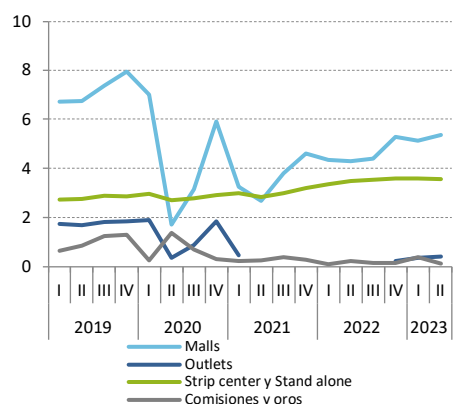
DIVERSIFICACIÓN DE INGRESOS DE LOS PRINCIPALES SEGMENTOS

Cifras en miles millones de pesos



*Cifras anualizadas.

Evolución trimestral



El 22 de julio de 2022, la Fiscalía Nacional Económica (FNE) aprobó el cambio de control, al considerar que no se afectaría sustancialmente la competencia.

En agosto del presente año Feller Rate realizó el alza en las clasificaciones desde "C" a "B+" asignada a la solvencia y línea de bonos, el cual responde a la aprobación y el avance en las medidas del ARJ, que permitirá a la entidad a través de la reestructuración de deuda y aumento de capital generar una mayor holgura financiera, dándole sustento a sus operaciones, sujeto a los desafíos propios de la industria de renta no habitacional.

El ARJ, entre otros factores, consideraba la separación de los acreedores en garantizados, no garantizados y proveedores. En el caso de los acreedores no garantizados estos se componían principalmente por los bonistas actuales cuya reestructuración considera la creación del Tranche 1, Tranche 2 y Tranche 3, que se componían del 50%, 26,5% y 23,5%, respectivamente, de la deuda en dicho momento.

Esta nueva estructura, generó mayores holguras financiera considerando su perfil de vencimiento por cada Tranche. Además, en el caso de del Tranche 2 y 3, cuenta con una estructura de prepagos en caso de excedentes de caja cuando esta está por sobre las U.F. 100.000. A su vez, en el caso del Tranche 3, el pago de intereses está supeditado a la mantención de una caja de U.F. 100.000 posterior al pago de intereses del Tranche 1 y 2. En caso de que la caja fuera inferior, los intereses del Tranche 3 se capitalizarán y serán pagados en conjunto con el calendario de amortizaciones.

Al respecto, el 24 de agosto de 2022 la entidad realizó la colocación de las series G, H e I bajo las líneas de bonos 1.111, 1.112 y 1.113, respectivamente. Estos bonos fueron canjeados o entregados a los antiguos tenedores de bonos de las series B, C y E, según lo expuesto en el ARJ.

Otros factores relevantes del ARJ, que en términos de liquidez permiten solventar en parte las necesidades de financiamiento tanto del plan de inversiones que mantiene la entidad como, en caso de ser necesario, financiar el capital de trabajo, son una línea de crédito *revolving* por U.F. 400.976 y un préstamo subordinado por U.F. 349.900 con vencimiento en diciembre de 2050, la que estará subordinada a los créditos reestructurados y a la línea de crédito.

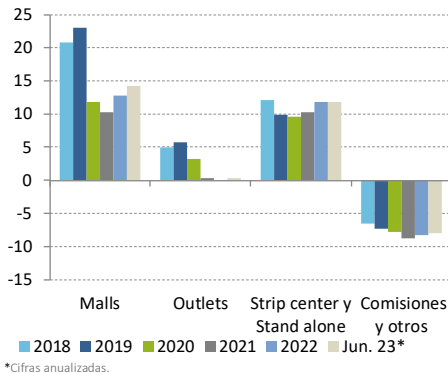
Además, la entidad realizó un proceso de aumento de capital mediante la colocación de las acciones series B y C, para permitir a los acreedores comprometidos entrar en la propiedad. Ello considera que las acciones A son propiedad de Inversiones Terra y Matriz Terra S.p.A.

Las series B tendrían derechos políticos y económicos, mientras que la serie C no tendrán derechos políticos, pero tendrán derecho preferente respecto de las series A y B para percibir dividendos. Al respecto, el día 23 de agosto de 2022, se informó al mercado mediante un hecho esencial que se habían implementado los siguientes avances:

- i) Se realizó por escritura pública con fecha 22 de agosto de 2022 la división de sociedades, con lo cual la entidad clasificada pasó a denominarse Vivo S.p.A., conservando los activos y pasivos relacionados al negocio inmobiliario de la compañía. La nueva sociedad se denominó "Nueva Corp S.p.A." en la cual se incorporó gran parte de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, sumado a las acciones en Hotel Corporation of Chile S.A. y patrimonio.
- ii) El Fondo de Inversión Asset Rentas Comerciales Vivo (El Fondo), administrado por Asset Administradora General de Fondos, suscribió y pago todas las acciones serie B, las cuales representan el 50,5% del total de las acciones suscritas y pagados por la sociedad.

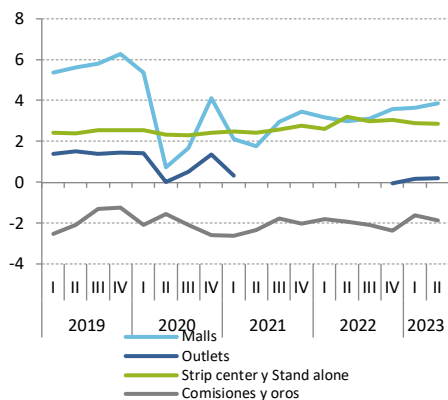
EBITDA DE LOS PRINCIPALES SEGMENTOS

Cifras en miles millones de pesos

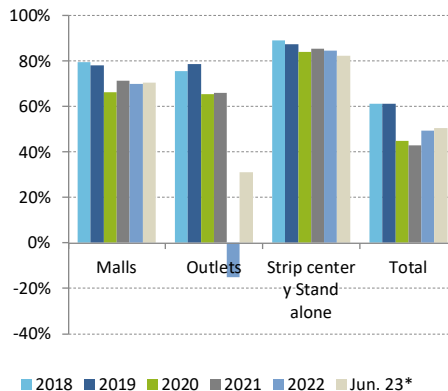


*Cifras anualizadas.

Evolución trimestral



MARGEN EBITDA POR SEGMENTO



*Cifras anualizadas.

- iii) El Fondo otorgó un préstamo subordinado a la entidad por U.F. 349.900, que se documentará al momento del desembolso en un pagaré, convertible en 349.900 acciones serie C de la entidad.
- iv) Inversiones Terra S.p.A., tras la separación de las sociedades, nació Nueva Terra S.p.A. que mantiene en la compañía las 98 acciones serie A, que representan el 49,5% del número total de acciones suscritas y pagadas.
- v) Mediante un instrumento privado, el Fondo adquirió de Matriz Terra S.p.A. todas las acciones con derecho políticos.
- vi) Todo lo anterior, conlleva a que el Fondo fuera titular de 100 acciones Serie B e, indirectamente a través de Nueva Terra SpA, de 98 acciones Serie A, representativas del 50,5% y 49,5%, respectivamente, del número total de acciones suscritas y pagadas con derecho a voto de Vivo y, por lo tanto, es el nuevo controlador de la compañía.

Ante el avance mencionado anteriormente, la entidad ha dado cumplimiento con los acuerdos establecidos, permaneciendo sujeto a la supervigilancia de su Interventor Concursal.

A partir del 1 de febrero de 2023 Vivo no se encuentra sujeto a supervigilancia de un Interventor Concursal, debido a que así fue acordado en sesión de Comisión de Acreedores de Vivo celebrada en enero del 2023.

DIVERSIFICACIÓN DE SUS ACTIVOS INMOBILIARIOS PERMITE UNA ADECUADA DIVERSIDAD DE 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 la compañía ha realizado un relevante cambio en su portafolio de activos propios y administrados, considerando venta de cartera y compra de activos.

Al respecto, se destaca la entrada en operación de Vivo Outlet Chillán en octubre de 2022, con una superficie cercana a los 19.000 metros cuadrados arrendable y en noviembre el término de la remodelación de Vivo Panorámico incorporando una superficie arrendable por sobre los 6.000 metros cuadrados.

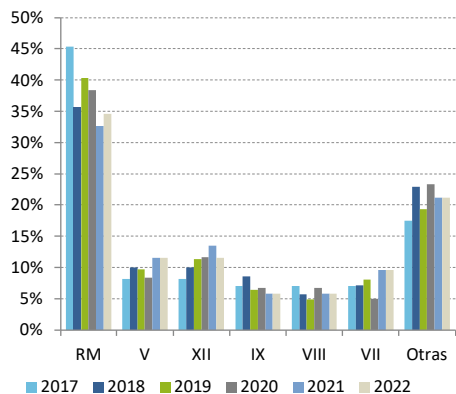
Ello, generó que, a junio de 2023, la entidad mantuviera un portafolio de activos inmobiliarios consolidado constituido por 4 centros comerciales (malls), 31 *stand alone*, 15 *strip center* y 1 outlet contemplando un área bruta locataria (ABL) cercana a los 254.667 metros cuadrados (255.593 m² a diciembre de 2022). Al respecto, dicha superficie arrendable se encuentra concentrada un 38,1% en malls, seguido por *stand alone* con el 32,8%, un 21,8% en el caso de *strip center* y un 7,4% en outlet.

Al analizar los ingresos consolidados por segmentos, estos se encuentran concentrados, a junio de 2023, un 55,6% en malls, seguido con el 37,9% entre *strip center* y *stand alone*, y en menor medida por el segmento outlet con el 4,4% y un 2,5% en comisiones y otros.

Por otro lado, el mayor margen Ebitda, al cierre del primer semestre del presente año, se encuentra en los segmentos *strip center* y *stand alone* (80,4%), seguido por centros comerciales (71,7%).

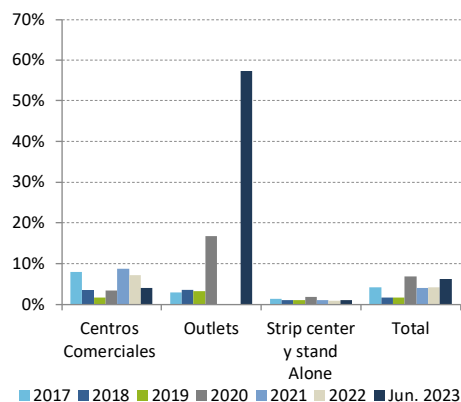
DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA DE LOS ACTIVOS PROPIOS Y ADMINISTRADOS

Por Región (medido en unidades)

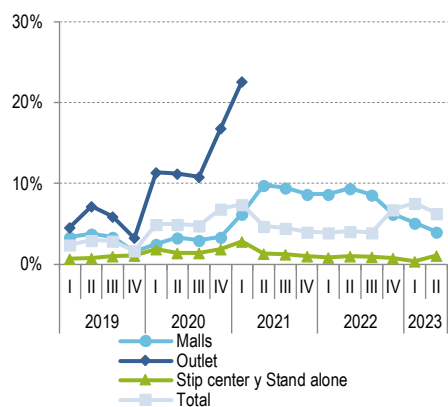


NIVELES DE VACANCIA POR SEGMENTO

Cifras anuales



Cifras trimestrales



*No incorpora la vacancia de outlet trimestral desde el cuarto trimestre de 2022 debido a que es período de llenado del nuevo activo.

— DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA:

Vivo S.p.A., al considerar activos consolidados, presenta una alta diversificación geográfica en términos de cantidad de activos. Así, a junio de 2023, el 34,6% de la cartera (por cantidad de activos) se encontraba concentrada en la Región Metropolitana y el porcentaje restante se encontraba repartido entre 12 regiones con participaciones por debajo del 14%. Al respecto, la entidad mantiene una participación del 11,5% en la V y VII Región, y un 9,6% en la VII Región.

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 de 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 trimestres se ha observado un crecimiento en algunos formatos debido a la incorporación de activos tal como se mencionó anteriormente (Vivo Outlet Chillán y Vivo Panorámico).

A nivel consolidado, la vacancia de Vivo se había mantenido por debajo del 5% a contar del segundo trimestre de 2021 hasta el cuarto trimestre de 2022, fecha en la cual entraron en operación Vivo Outlet Chillán y Vivo Panorámico incrementando su vacancia hasta el 6,8%. A junio de 2023 la vacancia a nivel consolidado alcanzó el 6,3%, debido a la incorporación de locatarios en el segmento de outlet y malls, que permitió compensar el leve incremento en *stripcenter* y *stand alone*, que se situó en un 1,1%.

Al analizar por segmentos, en el caso de los centros comerciales, malls, su vacancia evidenció un aumento desde el segundo trimestre de 2021, situándose entre el 9,8% y 8,6% hasta el tercer trimestre de 2022. Posteriormente se ha observado una baja hasta alcanzar el 4% al segundo trimestre del presente año.

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, desde el segundo trimestre de 2021 se mantiene por debajo del 1,5% (1,1% a junio de 2023).

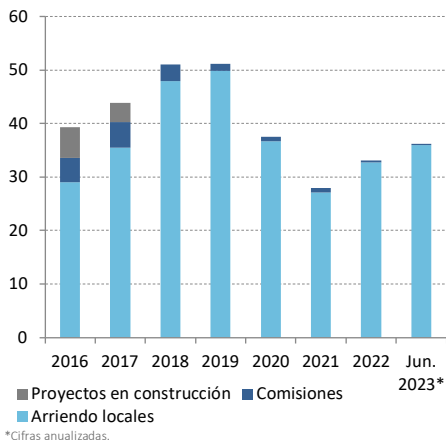
Ante la reciente incorporación de Vivo Outlet Chillán el segmento de *outlet* ha evidenciado altos niveles de vacancia (57,3% a junio de 2023), no obstante, en la medida que el activo continúe avanzando en la colocación de arrendatarios dicho indicador disminuirá.

INDICADORES DE COBERTURA DE CARTERA: ADECUADO NIVEL DE COBERTURA DE MORA MAYOR A 90 DÍAS

Respecto a las cuentas por cobrar, considerando deudores por venta y documentos por cobrar corrientes, en términos brutos, tras presentar un fuerte crecimiento durante 2020 a raíz de los efectos de la pandemia en los niveles de cobranza de la compañía, posteriormente se ha observado una baja alcanzando los \$6.578 millones diciembre de

DIVERSIFICACIÓN DE LOS INGRESOS CONSOLIDADOS

Ingresos en miles de millones de pesos

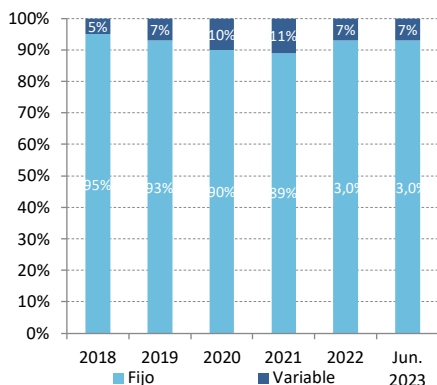


PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARTERA

Cifras trimestrales anualizadas cuando corresponda

	2020	2021	2022	Jun. 2023
Mora mayor a 90 días (%)	26,2%	44,4%	24,9%	29,0%
Cobertura mora mayor a 90 días	0,5	0,6	1,2	0,8
Cartera repactada / Total cartera (%)	16,8%	13,4%	12,3%	18,8%
Cartera bruta / Ingresos totales (%)	29,7%	31,5%	19,9%	18,8%
Cartera mora mayor a 90 días / Ingresos totales (%)	7,8%	14,0%	4,9%	5,4%
Cuentas por cobrar a EERR/Ingresos	218,4%	195,1%	33,9%	32,0%

COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS DE ARRIENDO DE LOCALES



2022. A junio de 2023, dicho monto evidenció un crecimiento del 3,1% alcanzando los \$6.781 millones.

Al respecto, el ratio de cartera bruta sobre los ingresos tras el fuerte crecimiento en 2021 hasta el 31,5% posteriormente ha registrado una disminución hasta el 18,8% a junio de 2023, evidenciando una menor incidencia del comportamiento de la cartera sobre la de flujos de la compañía.

En términos de la mora por sobre 90 días, esta alcanzó su mayor incidencia en 2021 situándose en el 44,4%, posteriormente disminuyó hasta el 14,9% en 2022. Sin embargo, a junio de 2023 se registró un aumento hasta el 29,0% sumado a un alza en la cartera repactada hasta el 18,8% (12,3% a diciembre de 2023).

Al analizar la incidencia de la cartera con mora mayor a 90 días sobre los ingresos del periodo esta se mantiene en los últimos trimestres por debajo del 6% (5,4% a junio de 2023).

Por su parte, la cobertura de la cartera mayor a 90 días a junio de 2023 disminuyó hasta las 0,8 veces (1,2 veces en 2022), pero se mantiene por sobre lo registrado durante el periodo evaluado

Al analizar las cuentas por cobrar a empresas relacionadas tras presentar un fuerte crecimiento en 2020 (\$81.932 millones) a junio de 2023 alcanzaron los \$11.576 millones, implicando que el indicador de cuentas por cobrar a relacionados sobre ingresos disminuyera hasta el 32,0%.

Al respecto, estas cuentas por cobrar se encuentran concentradas mayoritariamente en Inversiones HCP City Express S.A. (\$4.383 millones), seguido por Bravo y Compañía S.A. (2.833 millones) y Hotel City Express Enea S.A. (\$2.373 millones).

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

Actualmente, si bien existe continuidad operacional considerando la reprogramación de la deuda financiera, los recursos inyectados en el último tiempo y la operación de los principales activos, la entidad considera un plan de venta de activos definidos en el ARJ para otorgar una mayor flexibilidad financiera y diseñar un plan financiero para el largo plazo. Al respecto, en 2022 se vendieron activos por UF 271.573.

Posterior a lo estados financieros de junio de 2023, la entidad materializó la venta del activo *strip center* Hamburgo por un precio de \$2.045 millones, generando una utilidad de venta por \$426 millones.

Parte de la estrategia de la compañía considera dar prioridad a las inversiones en proyectos más cercanos a su apertura con el foco en que contribuyan en aumentar los flujos de la entidad con su operación en el corto a mediano plazo.

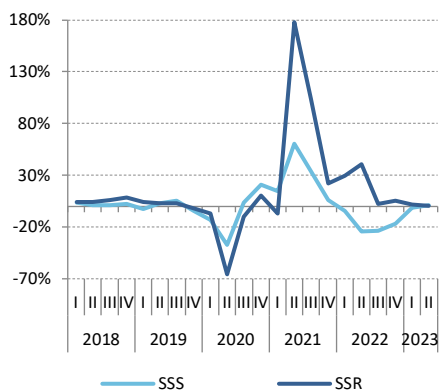
Este *pipeline* considera, con información del análisis razonado, una inversión total por cerca de U.F. 7,0 millones.

En 2024 se espera el comienzo de construcción de Vivo Outlet Puente Alto, que incorporaría un ABL por 21.200 m², con una inversión por UF 1 millón.

Vivo se encuentra evaluando alternativa para el desarrollo de Vivo Santiago, cuyo monto estimado asciende a los U.F. 6 millones, con una superficie arrendable de 98.000 m². Al respecto, el proyecto Mall Vivo Santiago se realiza en asociación con Compañía de

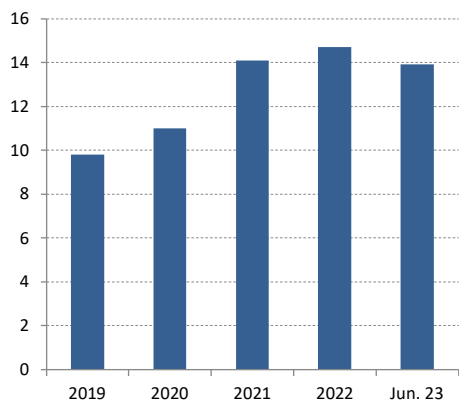
EVOLUCIÓN DEL SSS Y SSR

Ingresos en miles de millones de pesos

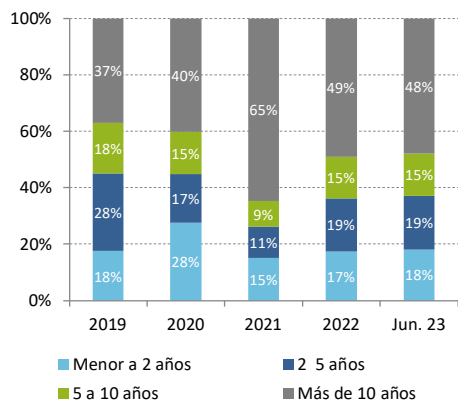


EVOLUCIÓN DE LA DURACIÓN DE LOS CONTRATOS

Cifras en años promedios



DISTRIBUCIÓN DE LOS PLAZOS DE LOS CONTRATOS



Seguros Confuturo S.A., con una participación 50% de cada socio, por lo cual consolidaría en los balances de la compañía.

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. Adicionalmente, se debe incorporar los niveles de deuda asociada a los proyectos que presionarán 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 que 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.

La compañía, 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.

CAÍDA EN EL INDICADOR DE SSS ASOCIADO A UN MENOR CONSUMO Y UNA BAJA EN LOS NIVELES DE SSR COHERENTE A LO ESPERADO

El indicador de *same store sales* (SSS) durante 2022 evidenció una fuerte baja, con caídas por sobre el 16% en los últimos tres trimestres, debido a la contracción en el consumo evidenciada ante menores niveles de actividad y liquidez en el mercado. Posteriormente, durante el primer trimestre del presente año se evidenció una menor caída (-1,3%) y en el segundo trimestre se registró un leve crecimiento del 0,9%.

En el caso del *same store rent* (SSR), tras mantenerse durante el segundo trimestre de 2021 y a junio de 2022 en rangos por sobre el 20%, ante los mayores niveles de inflación y la recuperación de los niveles de movilidad posterior a los meses más complejos de la pandemia, ha presentado un incremento más acotado, situándose en 1,8% durante el primer trimestre del presente año y en un 0,1% a junio de 2023.

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.

PLAN DE INVERSIONES

Proyecto	ABL (M ²)	Inversión (MM UF)	Fecha apertura
Vivo Outlet Puente Alto	21.200	1,0	2024
Vivo Santiago	98.000	6	2028
Total	119.200	7	

Los ingresos consolidados de Vivo S.p.A. actualmente se componen mayoritariamente de arriendo de locales (98,9% a fines de 2022 y un 99,7% a junio de 2023) 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 2023, dicho porcentaje variable se mantuvo en un 7%, cifra acorde a los rangos históricos, considerando una mayor participación del porcentaje variable durante 2020 y 2021 (10% y 11%, respectivamente) debido a los efectos de la pandemia.

La duración contratos con los locatarios que mantiene Vivo S.p.A., es en su mayoría de largo plazo, la cual en los últimos años se ha mantenido por sobre los 11 años alcanzando su mayor duración en 2022 (14,7 años). A junio de 2023, esta se situó en los 13,9 años, ante la incorporación de arrendatarios asociados al outlet.

Actualmente, cerca del 18,0% de la cartera de contratos tiene vencimiento menor a dos años. Al respecto, 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 48,0% 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* 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.

CONCENTRACIÓN DE INGRESOS EN LOS PRINCIPALES LOCATARIOS Y CON UNA RELEVAN 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 tras presentar una concentración por debajo el 38% entre 2017 y 2020, registraron un aumento hasta el 52,6% a fines de 2021. Ello, debido a la venta de activos que ocasionó una mayor relevancia en los formatos *stand alone*.

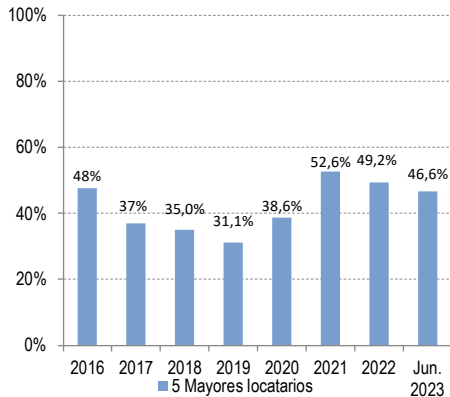
Posteriormente, con la incorporación de activos dicha concentración disminuyó hasta un 46,6% a junio de 2023.

El principal locatario de Vivo S.p.A. a nivel consolidado es SMU, bajo sus distintas filiales y formatos (Unimarc, Alvi, Mayorista 10), representando a junio de 2023 el 36,6% de los ingresos (39,3% a fines de 2022). No obstante, se debe destacar que en los últimos años se ha observado un mejoramiento en su calidad crediticia hasta alcanzar la "AA-/Estables" por Feller Rate. Lo anterior, sumado a que los activos de supermercados son relevantes para la generación de flujo de SMU, ha permitido a la entidad mantener una adecuada estructura de pago.

El restante porcentaje se reparte entre otros locatarios con participaciones menores al 3,0% por cada uno.

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 2023 y clasificaciones a octubre de 2023

Principales contrapartes con clasificación local	Solvencia Feller-Rate	% Arriendos
SMU	AA-	36,6%
Youtopia	-	3,0%
Comercial Eccsa	-	2,7%
J.I.S. Parking	-	2,3%
Salcobrand	-	2,0%
Falabella	AA	1,9%

Dentro de los principales diez locatarios, a junio de 2023, se encuentran, entre otras entidades con buena calidad crediticia, Falabella (1,9%) y Cencosud (1,8%), con una clasificación de riesgo por Feller Rate de "AA/Negativas" y "AA/Estables", respectivamente.

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

Actualmente, la entidad cuenta con un comité de sostenibilidad con el objetivo de trabajar los estándares ambientales, sociales y de gobernanza de la gestión corporativa.

— 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, parte de la estrategia de la compañía de disminuir su huella de carbono, considera la contratación del suministro eléctrico por medio de EMOAC, que incluye el suministro de energía por fuentes renovables no convencionales. Adicionalmente, la entidad cuenta con una estrategia de reciclaje, mediante campañas de concientización y puntos limpio en sus centros comerciales.

— 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 potenció a través de plataformas de e-learning.

Una de las medidas tomadas por la entidad con las comunidades es el caso del mall de San Fernando, donde se acomodó su patio de comidas para 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.

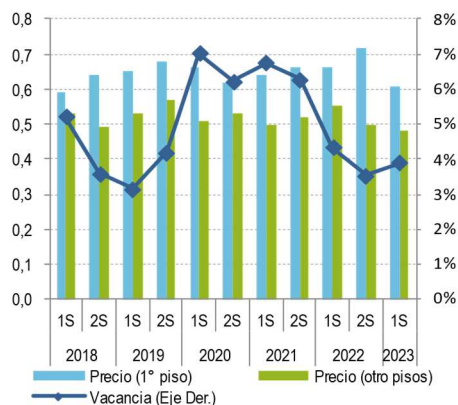
— GOBIERNOS CORPORATIVOS

Tras las operaciones del ARJ mencionadas anteriormente, que contemplaron la suscripción y pago de acciones serie B, el número de directores de la compañía se redujo a 5 miembros, siendo designados Georges De Bourguignon Arndt, Gonzalo Fanjul Domínguez, Felipe Swett Lira, Felipe Joannon Vergara y Francisco Ugarte Larraín.

Los directores durarán dos años en sus funciones, pudiendo ser reelectos cuantas veces sean necesario. Actualmente, el Directorio cuenta con personas relacionadas con Asset AGF y dos de carácter independiente.

EVOLUCIÓN DE LA VACANCIA Y PRECIOS DEL MERCADO DE STRIP CENTERS

Cifras en U.F./m² para el Gran Santiago



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

Posteriormente, se realizaron diversas organizaciones, estableciendo cuatro comités: Inversiones y venta de activos, negocios, auditoría, y filiales. Además, se redefinió la gerencia de contraloría y equipos gerenciales.

La compañía cuenta con un modelo de prevención de delitos de acuerdo con la Ley N° 20.393 sobre responsabilidad penal de las personas jurídicas y vado de activos conforme a la Ley N° 19.913.

Actualmente la entidad no cuenta con una unidad de *investor relations*, por lo que 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

La compañía 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 65,4% del portafolio de activos se encuentra fuera de la Región Metropolitana.

— MERCADO DE STRIP CENTERS DE LA REGIÓN METROPOLITANA REGISTRA, AL PRIMER SEMESTRE DE 2023 UNA CONTRACCIÓN EN PRINCIPALES INDICADORES

Durante el primer semestre de 2023, bajo cifras publicadas en el Reporte Global de Mercado Strip Center de Global Property Solutions (GPS), el mercado de *strip centers* de la Región Metropolitana registró un ingreso de 1.216 m², alcanzando un *stock* de 395.298 m². Esto, ligado a la entrada de nueva superficie asociado a dos *Strip Centers* en el corredor Oriente.

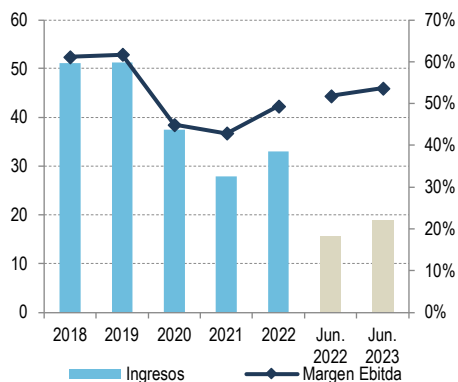
A igual periodo, en un contexto macroeconómico complejo, se observó un alza en la vacancia hasta un 3,9%, a partir del 3,5% al cierre de 2022, asociado con la desocupación de espacios en el primer nivel, además de la entrada de nueva superficie. A pesar de ello, el nivel de vacancia alcanzado durante el primer semestre de 2023 se encuentra en línea

con lo exhibido en los semestres anteriores a la pandemia (entre 3,6% y 4,2% entre el segundo semestre de 2018 y el segundo semestre de 2019).

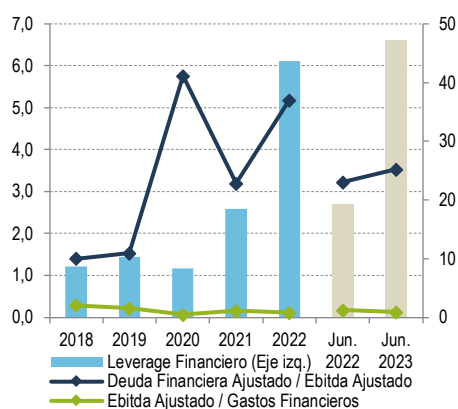
Respecto a los precios, tanto los activos del primer piso como los otros disminuyeron comparado al cierre del segundo semestre de 2022, situándose en 0,61 UF/m² y 0,48 UF/m² (0,71 UF/m² y 0,50 UF/m² respectivamente durante la segunda parte de 2022), lo cual se explica por la mayor vacancia y la disminución general en los valores de la renta.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en miles de millones de pesos

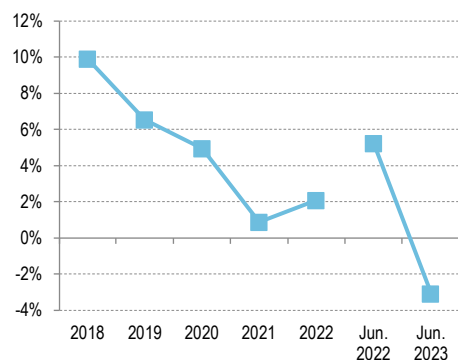


INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO



INDICADOR DE COBERTURA

FCNOA / Deuda Financiera (%)



POSICIÓN FINANCIERA

AJUSTADA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Recuperación en márgenes y resultados

La industria de renta inmobiliaria no habitacional se caracteriza por evidenciar altos 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.

Los ingresos de Vivo S.p.A. a diciembre de 2022 alcanzaron los \$33.040 millones, evidenciando un aumento del 18,6% ante menores restricciones sanitarias durante el periodo, implicando un incremento en los arriendos mínimos por parte de la compañía, sumado a los efectos inflacionarios considerando que los contratos de arriendo se encuentran en U.F.

Al analizar los segmentos de la compañía, el mayor crecimiento proviene por el segmento de malls, con un alza anual del 27,5%, seguido por *strip center* y *stand alone* que evidencian un aumento del 7,2%, permitiendo compensar la disminución evidenciada en otros segmentos.

A igual fecha, el Ebitda evidenció un aumento anual del 36,5%, alcanzando los \$16.319 millones. Este mayor incremento que los ingresos se encuentra asociada a una baja del 3,5% en los gastos de administración y un aumento del 18,6% en el caso de los costos operacionales.

En el caso del Ebitda ajustado (incorporando la participación en las ganancias y negocios conjuntos) durante 2022 alcanzó los \$10.253 millones, cifra un 33,6% menor que el año anterior. Ello, se encuentra asociado a resultados deficitarios en negocios con terceros (-\$3.477 millones vs \$3.477 millones a diciembre de 2021), lo cual se encuentra asociado a pérdidas en la coligada Hotel Corporation of Chile S.A. Al respecto, se debe señalar que, a raíz del Acuerdo de Reorganización Judicial, dicha entidad pasó en agosto de 2022 a la nueva sociedad creada como parte de las medidas del ARJ implicando su desconsolidación.

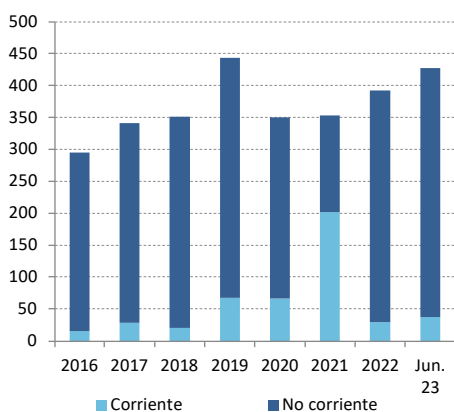
Durante 2022, el margen Ebitda continuó mejorando situándose en el 49,4% (42,9% a fines de 2021), pero se mantiene presionado en comparación a los rangos históricos de la compañía (periodo 2016 y 2019). Por su parte, el margen Ebitda ajustado disminuyó hasta el 31,0%.

Dada 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 y los efectos puntuales asociados al periodo de pandemia.

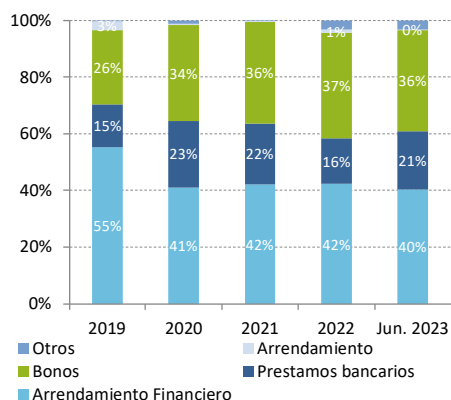
Lo anterior, sumado a una menor baja en los pagos a proveedores y otros pagos por actividades en comparación a la caída en los cobros durante 2021, implicó que la compañía evidenciara su menor valor de su generación de flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA) alcanzando los \$3.177 millones. En 2022 el FCNOA se incrementó hasta los \$8.223 millones.

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA

Cifras en miles de millones de pesos



ESTRUCTURA DE PASIVOS FINANCIEROS



Esto, a pesar del aumento en la deuda financiera generaron que el indicador FCNOA sobre deuda financiera se incrementara hasta el 2,1% cifra por sobre lo obtenido en 2021 (0,9%), pero por debajo de los rangos observado en años anteriores (6,5% en 2019 y 5,0% en 2020).

A fines del primer semestre del presente año, los ingresos de la compañía alcanzaron los \$18.830 millones, evidenciando un aumento del 16,9% en comparación a igual periodo de 2022, producto de la apertura durante el cuarto trimestre de 2022 de los activos Vivo Outlet Chillán y Vivo Panorámico, sumado a los efectos de la inflación en los ingresos considerando que la entidad mantiene contratos en U.F.

Al respecto, al analizar por segmentos y peso relativo, se puede apreciar un alza del 21,7% en el caso de los malls, seguido por la incorporación de resultados asociados a outlets (\$744 millones), en conjunto con un incremento del 4,6% en el caso de en *strip center* y *stand alone* y de un 52,6% en el caso de ingresos por comisiones y otros.

A igual periodo, los costos operacionales se incrementaron un 38,5%, dada la incorporación de nuevos activos, sumado a un incremento en las contribuciones y sobretasas producto del alza realizada por el SII, mientras que los gastos de administración disminuyeron un 2,4%, asociado a un menor gastos por honorarios correspondientes a la Reorganización Judicial.

Así la generación de Ebitda de la compañía registró, a junio de 2023, un crecimiento del 23,9% en comparación a igual periodo del año anterior, alcanzando los \$10.101 millones. lo anterior, implicó que el margen Ebitda se incrementara hasta el 53,6% (51,8% a junio de 2022).

En el caso de la generación de Ebitda ajustado, este evidenció un crecimiento del 197,7%, situándose en los \$9.435 millones, debido a menores pérdidas en los resultados en negocios con terceros (-\$666 millones vs -\$4.982 millones a junio de 2022). Lo anterior, implicó una mejora en el margen Ebitda ajustado hasta el 50,1% (20,1% a junio de 2022).

La generación de FCNOA presentó a junio de 2023 valores deficitarios por -\$12.555 millones debido al prepagado de los convenios de impuestos que mantenía vigentes con la Tesorería General de la República (\$21.213 millones versus \$69 millones a junio de 2022). Dado que es un evento puntual, al descontar los impuestos a las ganancias pagadas dicha generación se sitúa en los \$8.658 millones, un 3,5% menor que el mismo periodo del año anterior.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Alto nivel de endeudamiento ante disminución del patrimonio

La realización de un importante plan de expansión significó importantes necesidades de capital, las que fue financiado a través de un equilibrado mix que incluye deuda financiera, generación propia y, en menor medida, aportes de capital. Ello consideró la colocación de los bonos series B, C y E, para financiar parte de las inversiones y refinanciamiento de deuda.

Posteriormente en los últimos años se realizó un plan de desinversión de algunos activos como fue el caso de los *outlets* que mantenía la entidad, sumado a dos malls, entre otros. Lo anterior, ha gatillado que la deuda financiera de la entidad pasara desde los \$187.419 millones en 2013 hasta alcanzar su mayor valor en 2019 (\$443.437 millones) para posteriormente disminuir hasta los \$353.140 millones a fines de 202

Durante agosto de 2022 se realizó el canje de los bonos series B, C y E por las series G, H e I colocadas en agosto del presente año bajo las líneas de bonos 1111, 1112 y 1113, respectivamente, según lo expuesto en el ARJ. Ello, permitió a la entidad, entre otras medidas, contar con mayores holguras financieras. Así, al cierre de 2022, la deuda financiera alcanzó los \$392.202 millones (\$379.672 millones en términos ajustados).

A junio de 2023 los pasivos financieros ajustados de la entidad (incorporando los pasivos por arrendamiento y no considera préstamo subordinado convertible en acciones) se situaron en los \$417.010 millones, evidenciando un crecimiento del 9,8% en comparación al cierre de 2022.

Lo anterior, se encuentra asociado principalmente al incremento en deuda bancaria asociado al financiamiento establecido en el ARJ, considerando una línea *revolving* por U.F. 400.976 con un periodo de disponibilidad hasta el 31 de julio de 2035 (de los cuales se han solicitado U.F. 180.000), sumado a un financiamiento por parte de sus acreedores por hasta U.F. 491.000 (341.000 Banco Security y UF 150.000 Penta Vida).

No obstante, se debe recalcar que la entidad mantiene un plan de inversiones por cerca de U.F. 7 millones, lo cual se espera que mantenga una adecuada estructura de financiamiento.

Adicionalmente la entidad cuenta con un préstamo subordinado por UF 349.900 a través del Fondo Asset Rentas Comerciales Vivo acorde con el ARJ, documentado con un pagare convertible en 349.900 acciones serie C de la sociedad. Al respecto, Feller Rate para los cálculos de sus indicadores no considera dicha deuda debido a su estructura de subordinación.

A junio de 2023, los pasivos financieros se encontraban un 91,4% en el largo plazo, coherente con la reestructuración de la deuda realizada en 2022. Asimismo, al analizar su composición, la deuda de la entidad se concentró un 40,3% en *leasing* financiero, seguido por bonos corporativos (35,8%) y préstamos bancarios (20,6%).

La deuda de la compañía se encuentra mayoritariamente expresada en U.F., la cual tiene un calce con los ingresos, que están en pesos, producto de la indexación de los contratos a la inflación. Por su parte los bonos corporativos cuentan con *covenants* financieros asociados a su nivel de endeudamiento y activos libres de gravámenes los cuales deberán ser cumplidos una vez certificado el Alzamiento del Acuerdo de Reorganización.

En términos de su base patrimonial, la entidad había evidenciado un constante crecimiento, pasando desde los \$114.250 millones en 2013 hasta los \$301.094 millones a diciembre de 2020. Sin embargo, a fines de 2021 el patrimonio de la entidad alcanzó los \$136.430 millones, presentando una relevante baja la cual se encuentra asociada a la recalificación a resultados acumulados de las cuentas por cobrar a entidad relacionadas.

Adicionalmente, parte del acuerdo de ARJ consideraba la división de la sociedad VivoCorp en su continuadora legal Vivo SpA y Nueva Corp SpA. Al respecto, esta última sociedad considerando los resultados a agoto de 2022 implicó la salida de patrimonio cercano a los \$239.463 millones, sumado a cuentas por pagar por \$2.930 millones. En contrapartida, se registró una baja en los activos principalmente en cuentas por cobrar (\$230.068 millones), seguido por inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación (\$9.449 millones) y plusvalía (\$2.336 millones).

Lo anterior, generó que la base patrimonial disminuyera a diciembre de 2022 hasta los \$64.165 millones. A junio de 2023, se observó un crecimiento del 1,2% en comparación al cierre del año anterior.

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a junio de 2023, \$7.154 millones.
- Crédito revolving por UF 400.976
- Préstamo subordinado por UF 349.900
- 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.
- Prepagos parciales de los bonos en los casos correspondientes.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.

La relevante baja en la base patrimonial de la entidad, sumado al aumento de la deuda financiera ajustada, ocasionaron que el leverage financiero se incrementara en 2022 hasta las 5,9 veces y 6,4 veces a junio de 2023.

Ante la reestructuración de la entidad, se puede observar un cambio en los rangos esperados para sus indicadores de cobertura. Así, a junio de 2023, el indicador de deuda financiera neta ajustado sobre Ebitda ajustado se situó en las 24,8 veces, mientras que el Ebitda ajustado sobre gastos financieros alcanzó la 1 vez.

LIQUIDEZ: AJUSTADA

La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Ajustada". Esto considera, a junio de 2023, un nivel de caja de \$7.154 millones, una generación de fondos (FCNOA), anualizada, por -\$13.327 millones (\$7.908 millones descontando el efecto de impuestos) y una generación de Ebitda anualizada por \$10.101 millones.

Lo anterior, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por \$36.369 millones (descontando pasivos por arrendamiento), de los cuales \$36.003 millones son por préstamos bancarios y \$365 millones leasing financiero.

Otros factores relevantes del ARJ, que en términos de liquidez permiten solventar en parte las necesidades de financiamiento tanto del plan de inversiones que mantiene la entidad como, en caso de ser necesario, financiar el capital de trabajo, son una línea de crédito *revolving* por U.F. 400.976 y un préstamo subordinado por U.F. 349.900 con vencimiento en diciembre de 2050, el que está subordinada a los créditos reestructurados y a la línea de crédito. Además, del plan de desinversiones que se encuentra realizando.

Adicionalmente, se debe considerar que, ante una mayor generación de los proyectos, se podría ver el caso de prepagos parciales de los bonos en caso de mantener excedentes en caja y de los requerimientos para poder pagar dividendos acorde con lo establecido en el ARJ.

	6 septiembre 2021	21 octubre 2021	22 noviembre 2021	16 Agosto 2022	17 noviembre 2022	14 noviembre 2023
Solvencia	BB+	C	C	B+	B+	BB+
Perspectivas	CW Negativo	CW Negativo	CW Negativo	CW En Desarrollo	CW En Desarrollo	Estables
Líneas de Bonos	BB+	C	C	B+	B+	BB+

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de pesos

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Jun.2022	Jun.2023
Ingresos Ordinarios	43.816	51.059	51.169	37.523	27.865	33.040	15.740	18.830
Ebitda ⁽¹⁾	24.047	31.219	31.588	16.837	11.959	16.319	8.151	10.101
Ebitda Ajustado ⁽²⁾	25.152	34.936	40.488	8.502	15.437	10.253	3.169	9.435
Resultado Operacional	23.766	30.901	30.996	16.328	11.537	15.911	7.943	9.904
Ingresos Financieros	3.547	3.782	3.076	2.470	7.334	2.631	1.345	217
Gastos Financieros	-12.351	-16.728	-26.466	-17.392	-13.242	-13.508	-6.806	-10.666
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	35.367	41.527	35.679	135	12.763	-14.053	2.280	-399
Flujo Caja Neto de la Operación	23.726	34.789	28.998	17.348	3.177	8.223	8.905	-12.555
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽³⁾	23.726	34.789	28.998	17.348	3.177	8.223	8.905	-12.555
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁴⁾	8.085	18.481	10.670	1.823	-10.054	-1.002	4.062	-18.915
Inversiones en Activos fijos Netas	-54.952	-23.195	-25.141	-14.790	52.498	-9.412	-10.951	-2.583
Inversiones en Acciones			-4.051	12.822	132.725	450		
Flujo de Caja Libre Operacional	-46.867	-4.714	-18.521	-145	175.169	-9.964	-6.890	-21.498
Dividendos pagados	-4.538	-8.114	-24.028	-8.663	-69	-174	-125	
Flujo de Caja Disponible	-51.406	-12.829	-42.549	-8.808	175.100	-10.138	-7.015	-21.498
Movimiento en Empresas Relacionadas	4.477	3.567	10.633	-4.294	-138.655	-172	-75	4
Otros movimientos de inversiones	3.579	-3.440	194	-6.365	-20.626	16.058	12.277	261
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-43.349	-12.701	-31.722	-19.466	15.819	5.748	5.188	-21.233
Variación de capital patrimonial		53.697	56.510	-196	-187		544	1.195
Variación de deudas financieras	42.653	-40.490	-19.810	16.417	-20.344	-6.818	-5.949	22.777
Otros movimientos de financiamiento	411	692	-1.670	4.085	3.934	971		-761
Financiamiento con EERR	3	-277	-552	-473	-1.024	67	476	
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-282	920	2.756	368	-1.801	-31	259	1.977
Caja Inicial	3.247	2.964	3.885	6.641	7.009	5.208	5.208	5.177
Caja Final	2.964	3.885	6.641	7.009	5.208	5.177	5.467	7.154
Caja y equivalentes	2.964	3.885	6.641	7.009	5.208	5.177	5.467	7.154
Cuentas por Cobrar Clientes	12.937	14.734	12.578	21.097	13.659	12.540	11.326	14.209
Inventario								
Deuda Financiera ⁽⁵⁾	341.048	350.957	443.437	349.926	353.140	392.202	375.317	430.238
Deuda Financiera Ajustada ⁽⁶⁾	341.048	350.957	443.437	349.926	353.140	379.672	375.317	417.010
Activos disponibles para la Venta				264.873		15.962		31.281
Activos Totales	672.483	731.651	846.402	849.189	576.043	547.431	601.451	568.141
Pasivos clasificados para la venta				111.268		7.738		7.891
Pasivos Totales	417.580	442.914	539.795	548.095	439.613	483.266	462.955	503.190
Patrimonio + Interés Minoritario	254.903	288.737	306.607	301.094	136.430	64.165	138.495	64.951

n.d.: No disponible.

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

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

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

(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.

(5) Deuda financiera= incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(6) Deuda Financiera ajustada= Deuda Financiera descontando los préstamos subordinados.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Jun.2022	Jun.2023
Margen Bruto	79,7%	82,4%	84,7%	76,1%	77,7%	77,7%	79,6%	76,4%
Margen Operacional (%)	54,2%	60,5%	60,6%	43,5%	41,4%	48,2%	50,5%	52,6%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	54,9%	61,1%	61,7%	44,9%	42,9%	49,4%	51,8%	53,6%
Margen Ebitda Ajustado ⁽²⁾ (%)	57,4%	68,4%	79,1%	22,7%	55,4%	31,0%	20,1%	50,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	13,9%	14,4%	11,6%	0,0%	9,4%	-21,9%	0,1%	-25,8%
Costo/Ventas	20,3%	17,6%	15,3%	23,9%	22,3%	22,3%	20,4%	23,6%
Gav/Ventas	25,5%	21,9%	24,1%	32,6%	36,3%	29,5%	29,1%	23,8%
Días de Cobro	106,3	103,9	88,5	202,4	176,5	136,6	131,7	141,6
Días de Pago	611,4	534,1	351,9	1.063,6	755,8	536,5	627,2	443,7
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento Total	1,6	1,5	1,8	1,8	3,2	7,5	3,3	7,7
Endeudamiento Financiero ⁽³⁾	1,3	1,2	1,4	1,2	2,6	6,1	2,7	6,6
Endeudamiento Financiero Neto ⁽³⁾	1,3	1,2	1,4	1,1	2,6	6,0	2,7	6,5
Endeudamiento Financiero Ajustado ⁽⁴⁾	1,3	1,2	1,4	1,2	2,6	5,9	2,7	6,4
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado ⁽⁴⁾	1,3	1,2	1,4	1,1	2,6	5,8	2,7	6,3
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾⁽³⁾ (vc)	14,2	11,2	14,0	20,8	29,5	24,0	23,4	23,6
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado ⁽²⁾⁽⁴⁾ (vc)	13,6	10,0	11,0	41,2	22,9	37,0	23,1	25,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾⁽³⁾ (vc)	14,1	11,1	13,8	20,4	29,1	23,7	23,0	23,2
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado ⁽²⁾⁽⁴⁾ (vc)	13,4	9,9	10,8	40,3	22,5	36,5	22,7	24,8
Ebitda / Gastos Financieros ⁽¹⁾ (vc)	1,9	1,9	1,2	1,0	0,9	1,2	1,2	1,1
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros ⁽²⁾ (vc)	2,0	2,1	1,5	0,5	1,2	0,8	1,2	1,0
FCNOA / Deuda Financiera ⁽³⁾⁽⁵⁾ (%)	7,0%	9,9%	6,5%	5,0%	0,9%	2,1%	5,2%	-3,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta ⁽³⁾⁽⁵⁾ (%)	7,0%	10,0%	6,6%	5,1%	0,9%	2,1%	5,3%	-3,1%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada ⁽⁴⁾⁽⁵⁾ (%)	7,0%	9,9%	6,5%	5,0%	0,9%	2,2%	5,2%	-3,2%
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽⁴⁾⁽⁵⁾ (%)	7,0%	10,0%	6,6%	5,1%	0,9%	2,2%	5,3%	-3,2%
Liquidez Corriente (vc)	0,4	0,6	0,3	1,5	0,2	0,6	0,2	0,9

(*) Indicadores anualizados donde corresponda

n.d.: No disponible.

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

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

(3) Deuda financiera= incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(4) Deuda Financiera ajustada= Deuda Financiera descontando los préstamos subordinados.

(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.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

LÍNEAS 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
Serías 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.

LÍNEAS DE BONOS	1111	1112	1113
Fecha de inscripción	17/08/2022	18/08/2022	18/08/2022
Monto de la línea (*)	UF 2,1 millones	UF 1,1 millones	UF 2,1 millones
Plazo de la línea	14 años	16 años	23 años
Serías inscritas al amparo de la línea	G	H	I
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 >= 1,0 veces Deuda Financiera Neta sin Garantías sobre el total de activos >= 0,65 veces Margen bruto menos gastos por remuneraciones sobre los costos financieros >= 2,0 veces Caja sobre compromisos financieros exigibles en los próximos seis meses >= 1,0 vez		
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene

EMISIONES DE BONOS	Serie G	Serie H	Serie I
Fecha de inscripción	19/08/2022	19/08/2022	23/08/2022
Al amparo de Línea de Bonos	1111	1112	1113
Monto inscrito	UF 2.100.000	UF 1.100.000	UF 2.100.000
Monto de la colocación	UF 2.024.403	UF 1.082.326	UF 942.077
Plazo de amortización	18 cuotas semestrales	12 cuota semestrales	14 cuotas semestrales
Fecha de colocación	24/08/2022	24/08/2022	24/08/2022
Fecha de inicio de amortización	01/01/2028	01/01/2033	01/01/2039
Fecha de vencimiento de amortización	01/07/2036	01/07/2038	01/07/2045
Tasa de Interés	3% anual	3% anual	3% anual
Rescate Anticipado	Parcial o total, bajo las condiciones establecidas en la escritura de bonos		
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	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

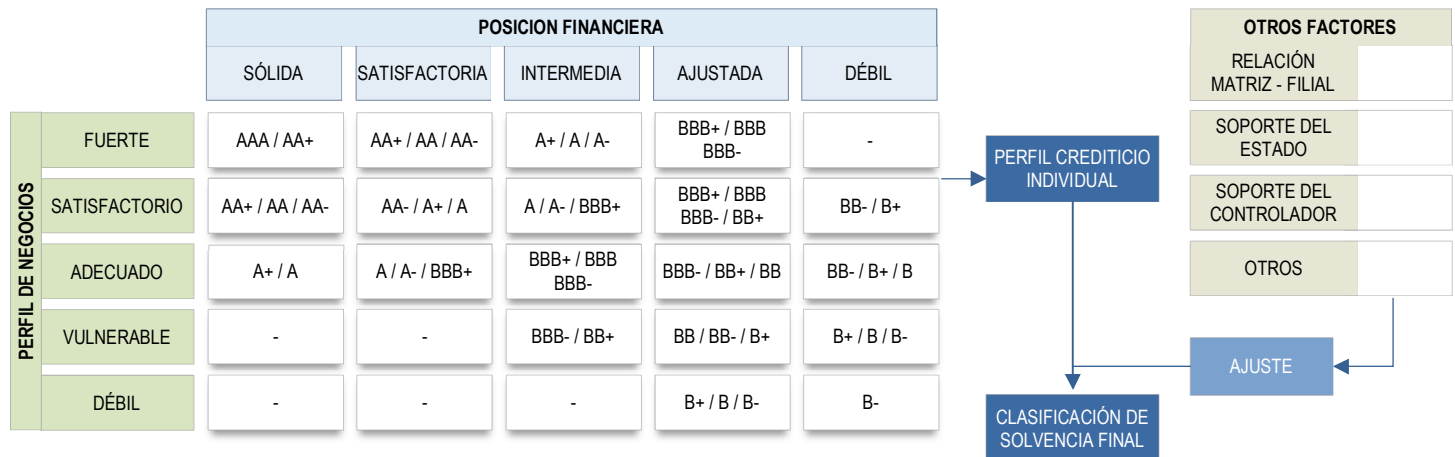
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
 - Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
 - Primera Clase Nivel 3: 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

- **Sólida:** 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.
- **Intermedia:** 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.
- **Débil:** 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.