

Primer Informe de Clasificación (estados financieros a julio de 2017)

VivoCorp S.A.

Ratings

Diego Arana
Analista
darana@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumento	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / Líneas de Bonos	A	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Estable	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Metodología general de clasificación de empresas; Metodología industria de rentas inmobiliarias

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **clasifica en categoría A con tendencia estable**, la solvencia y bonos (en proceso de inscripción) de VivoCorp S.A. (en adelante Vivocorp, la compañía o la sociedad).

La clasificación de Vivocorp se sustenta en la calidad de activos, portafolio, diversificación, madurez de los activos, calidad crediticia de los locatarios y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- Calidad de activos:** La compañía mantiene activos con favorable tasa de ocupación, que, a julio de 2017, alcanzó 97,7% en centros comerciales, 95,4% en strip centers y 86,0% en outlets, mientras que la duración promedio de los contratos con locatarios es de 10 años, debido principalmente a contratos con tiendas ancla. Respecto a la composición de los ingresos, el 96,0% corresponde a ingresos fijos.
- Portafolio y posición de mercado:** Vivocorp mantiene aproximadamente 500.000 m² arrendables (ABL), considerando todos los activos que administra la compañía (propios y de terceros), no así los activos bajo su filial Desarrollos Comerciales, los cuales están bajo la administración de un tercero. Por otro lado, la compañía ha logrado posicionarse como un operador relevante en la industria a través de sus nuevos formatos, convirtiéndose en la tercera compañía más grande a nivel local, en términos de ABL. Asimismo, Vivocorp firmó contratos con tiendas ancla relevantes en sus nuevos activos a tarifa de arriendo conveniente para ambas partes.
- Diversificación:** La compañía mantiene diversificación tanto geográficamente, como por formato de activos comerciales y por arrendatario; (i) diversificación geográfica: 54% de los ABL proviene de la Región Metropolitana, mientras que el porcentaje restante se encuentra en regiones; (ii) diversificación por formato de activos: Vivocorp diversifica sus operaciones a través de distintos formatos (stand alone, strip center, outlet y mall); (iii) diversificación por arrendatario: esta clasificadora incorpora en su análisis la disminución progresiva de la concentración de ingresos de SMU (37% del total al 2016) en el consolidado, al menos hasta el próximo año, lo que evidencia una mejora en la atomización de clientes. Por otro

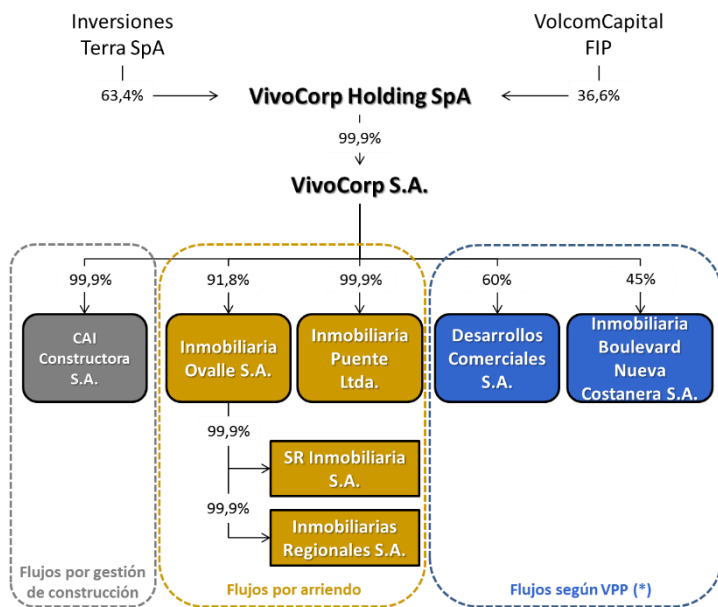
lado, el mix de locatarios aumentó desde 445 en 2015 hasta 569 locatarios al cierre de 2016. Asimismo, durante el 2017, Vivocorp logró cerrar 350 contratos, lo que se tradujo finalmente en una ocupación del 91,3% de ABL de los activos nuevos.

- Madurez de activos y plan de inversión:** Los activos que entraron en operación en 2017 corresponden al 30% de los m² arrendables totales al 2016, los cuales, a la fecha de este informe, mantienen tasas de vacancia relativamente bajas. Se espera que estos activos generen aproximadamente UF 350.000 anuales de EBITDA, representando un 48% adicional respecto al 2016. Respecto al plan de inversiones 2018-2021, la compañía mantiene en su cartera el proyecto Vivo Santiago, futuro activo de más de 110.000 de ABL, que equivale a un 19% de ABL adicional y una inversión de UF 5 millones.
- Calidad crediticia de los locatarios:** La buena calidad crediticia de las tiendas ancla y locatarios se sustenta en la reducción del índice de morosidad, que, a septiembre de 2017, era de 2,2%. Asimismo, SMU, principal aportante de los ingresos, mejoró su clasificación de riesgo, manteniendo actualmente su tendencia en positiva.
- Situación financiera:** La compañía alcanzó a julio de 2017, un indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA de 14,31 veces y un endeudamiento total de 1,64 veces, que, según esta clasificadora, se encuentran muy sobre el promedio de las principales compañías de la industria. Sin embargo, Vivocorp logra cubrir el servicio de la deuda y gastos financieros ajustadamente. Si los actuales niveles de deuda financiera / EBITDA de la compañía superasen su máximo histórico de los últimos cinco años, este podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación, considerando que actualmente la situación financiera de la compañía ya disminuye el rating en un notch, con respecto a la clasificación de riesgo del negocio.

Respecto a la clasificación de las líneas de bonos y en opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Antecedentes de la Compañía¹

Vivocorp es una sociedad, creada en 2007 bajo la denominación “Corp Group Activos Inmobiliarios S.A.”, con el propósito de consolidar la actividad de rentas comerciales del holding CorpGroup, perteneciente a la familia Saieh. La compañía participa en toda la cadena de valor del negocio, desde la generación de proyectos (búsqueda y estructuración de proyectos), desarrollo y construcción, comercialización de locales, y finalmente, la administración y operación de los activos.



(*) Según valor patrimonial proporcional.

Gráfico 1: Estructura simplificada de la compañía.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Filial	Tipo de activo
SR Inmobiliaria	- 1 outlet (La Florida). - 10 strip centers. - 51 stand alone.
Inmobiliarias Regionales	- 1 centro comercial (San Fernando). - 4 stand alones.
Inmobiliaria Puente	- 5 centros comerciales (Imperio, Panorámico, El Centro, Los Trapenses y Coquimbo). - 3 outlets (Peñuelas, Temuco y Maipú). - 4 strip centers.
Desarrollos Comerciales	- 8 strip centers (propios pero administrados por Grupo Patio).
Inmobiliaria Boulevard Nueva Costanera	- 1 centro comercial (Casa Costanera).

Tabla 1: Principales activos de las principales filiales de la compañía.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Adicionalmente, la compañía administra activos de terceros, entre los que se encuentran 25 strip centers de la compañía de seguros Confuturo S.A. y 3 malls (Vivo Machalí, Vivo Melipilla y Vivo Piedra Roja).

Respecto a los accionistas, Vivocorp es controlada por Inversiones Terra SpA a través de VivoCorp Holdings SpA.

PRINCIPALES ACCIONISTAS	
VivoCorp Holding SpA	99,99%
Inversiones Terra SpA	0,005%
VolcomCapital Capital Estructurado Inmobiliario Fondo de Inversión	0,005%

Tabla 2: Estructura actual de propiedad.

(Fuente: Información entregada por la compañía)

Los miembros del directorio de la sociedad fueron designados en la junta extraordinaria de accionistas en diciembre de 2016, y durarán en sus cargos 3 años.

DIRECTORIO	
Fernando Siña Gardner	Presidente
María Pilar Dañobeltía Estades	Director
Juan Echeverría González	Director
Jorge Saieh Guzmán	Director
José Miguel Bulnes	Director elegido por minoritarios

Tabla 3: Directorio

(Fuente: Información entregada por la compañía)

De acuerdo a la administración, Vivocorp cuenta con ejecutivos con más de 10 años de experiencia en la industria de rentas comerciales, los cuales pertenecieron, en su mayoría, a compañías líderes de la industria.

PRINCIPALES EJECUTIVOS	
Cristián Jijena De Solminihac	Gerente General
Juan Pablo Lavín Tocornal	G. Administración y Finanzas
Rodrigo de Diego Calvo	G. Inversiones y Desarrollo Inmobiliario
Francisco Achelat Salvador	G. Comercial
Miguel Ángel Etcheverry Muñoz	G. Proyectos
Fernando Felbol Guajardo	G. Centros Comerciales y Marketing
Patricia Campillay Oyaneder	G. Contralor
Patricio Rivera Lobos	G. Gestión de Proyectos
Fernando Moyano Pérez	Fiscal

Tabla 4: Principales ejecutivos.

(Fuente: Información entregada por la compañía)

La Industria²

La industria de rentas inmobiliarias engloba a sociedades y fondos de inversión que participan de los siguientes cuatro subsectores: retail, oficinas, industrial y propiedades residenciales (multifamily).

Para efectos de este informe, se muestra la situación de la industria de los centros comerciales (retail).

SECTOR RETAIL - COMERCIAL

Las propiedades de retail – incluyendo centros comerciales regionales, vecinales y otros similares –, generalmente proveen un flujo de caja estable, producto de una cartera de arrendatarios diversificada y contratos de largo plazo. Pese a lo anterior, existen ciertas barreras de entrada derivadas de la calidad de las tiendas anclas y de las ubicaciones de las propiedades (buen acceso y/o densidad poblacional de altos ingresos). El mercado de rentas comerciales en Chile ha mantenido una constante evolución desde que Parque Arauco abrió el primer centro comercial en avenida Kennedy. La expansión de la industria comenzó a apuntar a segmentos medios y a regiones, convirtiéndose hoy en un exitoso fenómeno económico, social y cultural. Respecto a lo anterior, la industria ha generado confianza en los inversionistas que cada vez más prefieren invertir en activos inmobiliarios, considerando el factor riesgo retorno.

Respecto a la diversidad de formato de activos inmobiliarios que se pueden encontrar, estos pueden clasificarse principalmente en mall, outlet, stripcenter, stand alone, entre otros, cada uno de ellos con la capacidad para atender a públicos objetivos distintos. Asimismo, estos formatos de activos agrupan locatarios que brindan productos y servicios en un mismo lugar, a consumidores con escaso tiempo, además de permitir cierta complementariedad a las pymes (principalmente los formatos stripcenter y vecinales), perfeccionando servicios de comercio tradicional. Los formatos de activos más grandes (malls y power center) permiten además un mix de esparcimiento, gastronomía, servicios y recreación familiar, transformándose en una “plaza pública”.

Chile cuenta actualmente con más de 3.500.000 de m² de superficie arrendable, reflejo de una industria de centros comerciales consolidada, a diferencia de otros países en Latinoamérica, los cuales aún están en un periodo de crecimiento. Esta situación impulsó a compañías líderes en administración de centros comerciales del país a diversificar sus operaciones a países como Perú y Colombia, en los cuales se presenta la oportunidad de aplicar el know how adquirido en Chile. Adicionalmente, los yields asociados al sector retail de estos países, incluyendo a México, muestran cifras atractivas en comparación al resto del mundo. Al respecto, las tasas en Colombia y Perú se encuentran en un rango de 8% a 10%, mientras que en Chile mantiene un rango de 5% a 8% y México entre un 7% y 9%.

Asimismo, existen otros factores a considerar los cuales inciden en que un país sea atractivo a las rentas inmobiliarias. La composición del comercio formal vs el comercio informal es un indicador que refleja las oportunidades de crecimiento de centros comerciales.

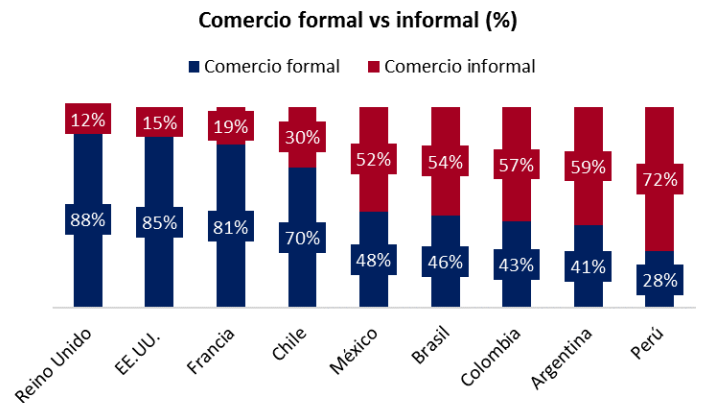


Gráfico 2: Composición del comercio formal vs informal por país. (Fuente: Goldman Sachs, Cushman and Wakefield, ICSC, ANTAD y Euromonitor)

Países como Inglaterra, Estados Unidos y Francia muestran una alta composición de comercio formal, mientras que países emergentes como Perú, Colombia y Brasil poseen una composición de comercio informal mayor al 50%. En el caso de Chile, esta estructura está compuesta por un 30% de comercio informal y 70% de comercio formal, según Goldman Sachs.

Por otro lado, los m² arrendables de centros comerciales por cada 1.000 habitantes, es otro de los indicadores que refleja la consolidación de la industria del retail en un país. Estados Unidos que encabeza la lista posee 2.200 m² arrendables por cada 1.000 habitantes, y entre 1.000-1.400 m² por cada 1.000 habitantes en otros países desarrollados como Canadá y Australia. Los niveles de ABL por habitante en EE.UU. son más de 10 veces mayores que en Chile.



Gráfico 3: ABL por cada 1.000 habitantes por país. (Fuente: Goldman Sachs, Cushman and Wakefield, ICSC, ANTAD y Euromonitor)

Finalmente, en la industria de rentas comerciales, se pueden identificar dos tipos de actores: (i) sociedades de inversión y (ii) fondos de inversión. Mientras que las sociedades de inversión suelen tener activos propios, estos pueden administrar tanto sus activos propios como activos de terceros. En Chile, los mayores actores de rentas comerciales son el Grupo Plaza, Parque Arauco y Cencosud. Asimismo, existen fondos de inversión que agrupan diversos activos, no sólo comerciales, sino centros de distribución, oficinas, entre otros, a cargo de administradoras generales de fondos. En Chile, el mayor fondo inmobiliario es Independencia Rentas Inmobiliarias, en términos de activos bajo administración.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio³ y mitigadores aplicados por Vivocorp:

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por Vivocorp
Riesgo de vacancia	<ul style="list-style-type: none"> - Contratos de largo plazo con una duración promedio, a julio de 2017, de 14 años. - La compañía mantiene un equipo de 20 personas en el área comercial con experiencia en compañías de la misma industria. - Los activos mantienen ubicaciones estratégicas que permiten a la compañía una alta tasa de ocupación.
Riesgo de siniestralidad	<ul style="list-style-type: none"> - Contratos de seguro sobre sus propiedades, existiendo pólizas para riesgo de bienes físicos, responsabilidad civil, terrorismo y accidentes personales. Además, las constructoras que licitan para las obras en construcción cuentan con pólizas de responsabilidad civil y todo riesgo de construcción.
Sensibilidad a la actividad económica	<ul style="list-style-type: none"> - Arriendos indexados a la UF con una tarifa de arriendo mínima y fija. - Duración de contratos: Mencionado en riesgo de vacancia. - Portafolio de outlets, activo que mantiene una adecuada rentabilidad en periodos de desaceleración.

Tabla 5: Principales riesgos del negocio y mitigadores de Vivocorp. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación

a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

CALIDAD DE LOS ACTIVOS

Vivocorp posee activos con capacidad para mantener una alta estabilidad en su flujo de caja. Al respecto, las tasas de vacancia, a julio de 2017, se encontraban en torno al 2% para los malls, 5% para los strip centers y 14% para outlets, considerando la apertura en marzo de este año de outlet La Florida.

Respecto a la duración de los contratos de los activos que entraron en operación durante el 2017. Respecto a lo anterior, el 96,6% de los contratos, medidos a través de ABL, tienen una duración mayor a 4 años. Vale decir, que la compañía tendrá flujos estables por los próximos 4 años, tomando en consideración estos 4 activos nuevos.

Evolución de tasas de vacancia por formato (%)

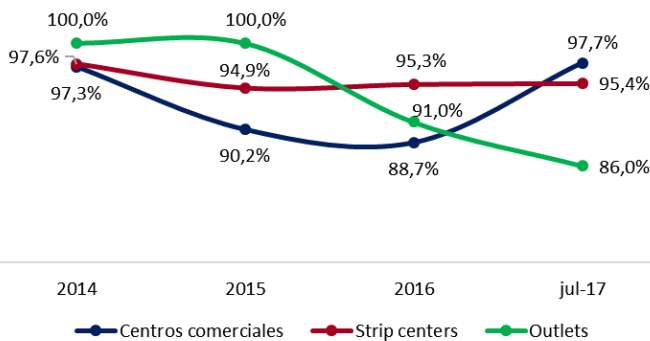


Gráfico 4: Evolución de las tasas de vacancia por formato. (Fuente: Información entregada por la compañía)

De acuerdo a la duración de los contratos que mantenía Vivocorp con sus locatarios, a julio de 2017, el 78%, de estos, (en términos de ABL), tenían una duración mayor a 4 años y sólo el 16% correspondía a con-

Duración de contratos de arriendo (%)

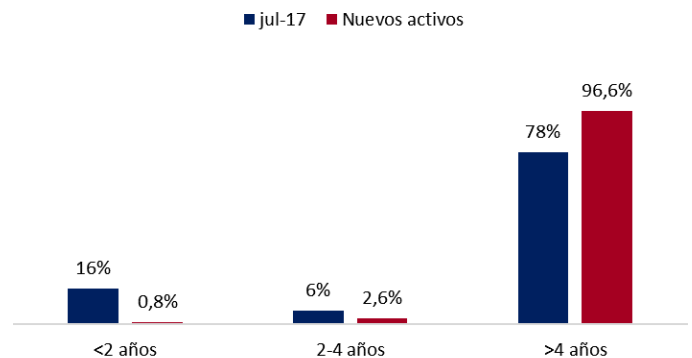


Gráfico 5: Composición de la duración de los contratos de arriendo. (Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía)

Respecto a los ingresos por arriendo, a julio de 2017, Vivocorp mantenía un alto componente fijo de ingresos, que correspondían a 96% del total, y que refleja una adecuada reajustabilidad de sus tarifas con sus

locatarios, permitiendo finalmente a la compañía proyectar sus flujos a largo plazo.

Finalmente, al igual que la gran mayoría de las compañías pertenecientes a la industria de rentas inmobiliarias, los ingresos se encuentran indexados a la UF, aportando estabilidad a los flujos de caja y cobertura de inflación.

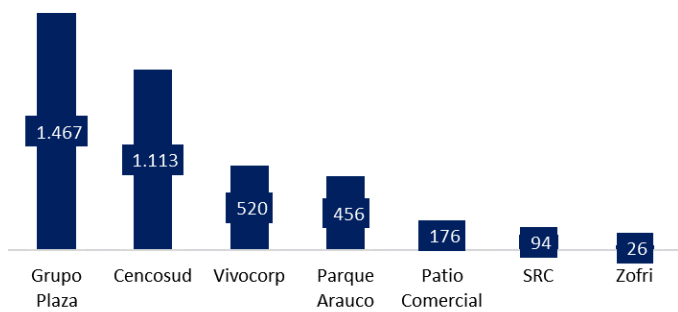
PORTAFOLIO Y POSICIÓN DE MERCADO

A la fecha de este informe, Vivocorp mantenía aproximadamente 520.000 m² de superficie arrendables, considerando todos los activos que administra la compañía (propios y de terceros).

que se sumarían a sus 1.200 contratos vigentes al 2016, incluyendo los contratos con Cinehoys en sus cuatro nuevas aperturas en 2017.

Durante el 2017, la compañía incorporó a su cartera de activos, nuevos malls y outlets que permitieron crecer en tamaño y escala, posicionando a Vivocorp como el tercer operador de rentas comerciales más grande en Chile en los formatos mall, outlet y stripcenter.

Comparativo de ABL retail (propios y administrados) en Chile (miles de m²)



(*) Grupo Plaza considera Mall Plaza y Open Plaza.

Gráfico 6: Principales compañías de la industria en Chile en términos de ABL. (Fuente: Elaboración propia con información pública)

Respecto a lo anterior, Vivocorp mantiene el liderazgo, junto a Grupo Patio, como operador de strip centers a nivel metropolitano. Vivocorp mantiene el 13% del total de los stripcenters, medidos en m² arrendables, según el estudio semestral publicado por GPS Global Property Solutions. Sin embargo, el foco de la compañía desde hace un par de años, apunta a formatos más grandes y con mayor rentabilidad, además de centrarse en la administración de sus propios activos, debido a las ineficiencias que se pueda generar en caso contrario.

Por otro lado, el mix de locatarios que mantiene Vivocorp se incrementó desde 327 en el 2014, y 445 en el 2015, hasta 569 locatarios distintos al cierre de 2016. Asimismo, a la fecha de este informe, la compañía logró cerrar más de 350 contratos, lo que se tradujo finalmente en una ocupación del 91,3% de ABL de los activos nuevos y los

Participación de mercado strip centers en Santiago según ABL (%)

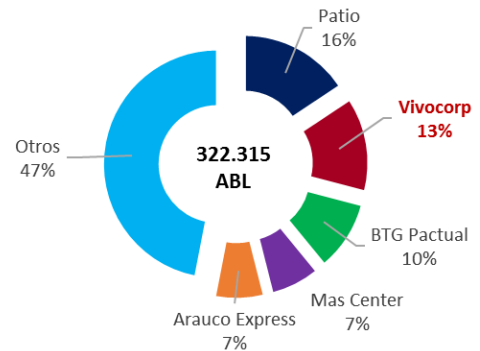


Gráfico 7: Participación de mercado de strip center en el primer semestre 2017 en la Región Metropolitana, en términos de ABL. (Fuente: GPS Property Solutions)

Asimismo, a través de negociaciones, la sociedad logra fortalecer sus relaciones con sus locatarios clave (tiendas ancla) como es el caso de H&M, la principal tienda ancla fashion que se instaló en el mall Vivo Imperio e inauguró su primera tienda fuera de Santiago en septiembre en el mall Vivo Coquimbo.

Activos nuevos	Principales tiendas ancla
Vivo Imperio	H&M, Cinehoys, Nike, Corona.
Vivo Coquimbo	H&M, Cinehoys, Paris, Hites, Ripley.
Vivo Outlet La Florida	Cinehoys, Supermercado Mayorista 10, Intersport, Tricot, Corona (estas dos últimas incursionando en formato outlet).
Vivo Outlet Temuco	Cinehoys, Maui, Corona, Surprice outlet, Intersport

Tabla 6: Tiendas ancla presente en los nuevos activos.

(Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía)

Finalmente, Vivocorp mantiene un alto poder de negociación con sus locatarios de menor escala a cambio de ofrecerles un espacio con alto flujo de personas, exclusividad de tiendas ancla, estrategia del centro comercial o ser el primer centro comercial de la ciudad, como es el caso de Coquimbo o el primer outlet en Temuco.

DIVERSIFICACIÓN

La compañía mantiene diversificación tanto geográficamente, como por formato de activos comerciales, y finalmente por arrendatario. Al respecto:

- **Diversificación geográfica:** El 54% de los ABL totales provienen de la región metropolitana, y los que concentran los activos más relevantes de Vivocorp, mientras que el porcentaje restante está ligado a formatos stand alone y strip center, salvo en la IV Región que considera al nuevo mall de Coquimbo.

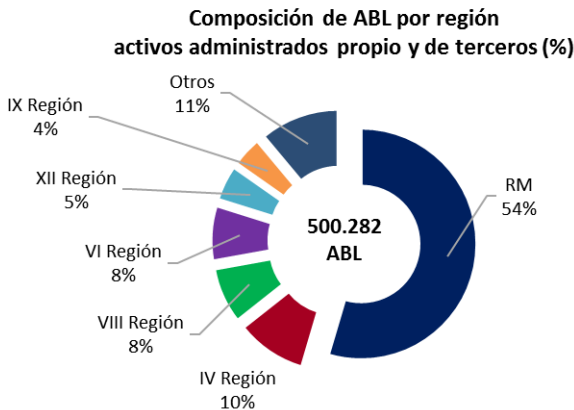


Gráfico 8: Composición de ABL por región

(Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía)

• **Diversificación por formato de activos:** Si bien la compañía concentra todos sus activos en el segmento de retail, ésta diversifica sus operaciones a través de distintos formatos. Entre estos se encuentran stands alones, strip centers, outlets y malls.

Composición de ABL por formato de activo administrado propio y de terceros (%)

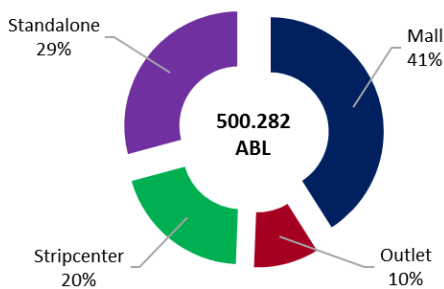


Gráfico 9: Composición ABL según formato de activos

(Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía)

• **Diversificación por arrendatario:** El año 2015, SMU concentraba el 48% de los ingresos de la compañía. Sin embargo, este escenario ha cambiado, y durante 2016, los ingresos percibidos desde SMU sólo concentraron el 37% de los ingresos totales. Esta clasificadora incorpora en su análisis la disminución de esta concentración al menos hasta el próximo año. Adicionalmente, al cierre de 2017, los ingresos que se perciban podrían disminuir la concentración de SMU por debajo del 28% estimado, producto de la incorporación de los nuevos activos en 2017.

Evolución ingresos de SMU sobre el total

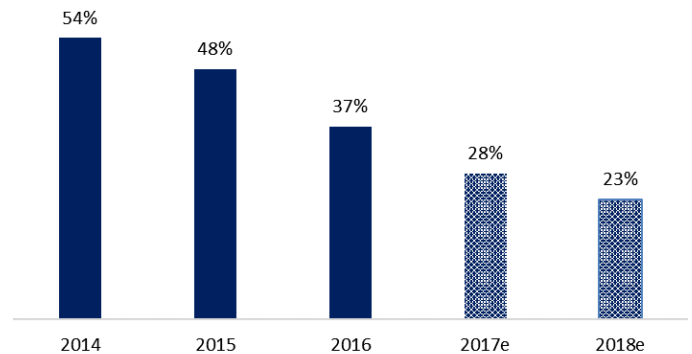


Gráfico 10: Evolución de concentración de ingresos de SMU en los últimos años

(Fuente: Información entregada por la compañía)

En opinión de esta clasificadora, se concluye que la compañía mantiene una alta diversificación del portafolio, a través de sus arrendatarios (y menor concentración de SMU), formato de activos y ubicación geográfica.

MADUREZ DE ACTIVOS Y PLAN DE INVERSIONES

Esta clasificadora considera tanto el plan de inversiones de la compañía como los activos actualmente en maduración que finalmente reflejan en qué etapa de maduración se encuentra la compañía.

Durante el 2017, Vivocorp incorporó a su portafolio, cuatro nuevos activos que aportaron 96.490 de ABL al total. Según estima la compañía, se espera que estos activos generen aproximadamente UF 350.000 anuales de EBITDA, representando un 48% adicional respecto al 2016. Pese a que los centros comerciales tienen menos de un año de inaugurado, la compañía logró cerrar contratos en estos nuevos centros, logrando altas tasas de ocupación. Junto a lo anterior, el 96,6% de los ABL incorporados poseen una duración de contratos mayor a cuatro años.

Activo	Fecha de apertura	ABL	Tasa de vacancia (al momento de apertura)
Vivo Outlet La Florida	Mar-17	19.295	1,59%
Vivo Coquimbo	Sep-17	36.590	8,72%
Vivo Outlet Temuco	Nov-17	10.260	2,64%
Vivo Imperio	Nov-17	30.348	15,12%
Casa Costanera	Oct-15	19.759	26,2%
Vivo San Fernando	Mar-16	20.049	19,9%
Outlet Peñuelas	Mar-16	8.253	10,7%

Tabla 7: Principales características de los nuevos activos.

(Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía)

Paralelamente, respecto a los demás activos de Vivocorp, el outlet Peñuelas, el mall de San Fernando y Casa Costanera se consolidaron en el mercado, logrando una tasa de vacancia relativamente baja, luego de tener más de un año de operación.

Respecto al plan de inversiones 2018-2021, la compañía mantiene en su cartera el proyecto Vivo Santiago, futuro activo de más de 110.000 de ABL que incluiría locales comerciales, edificio de departamentos y de oficinas, espacios gastronómicos y de esparcimiento. El centro comercial incorporaría un 19% de ABL adicional y una inversión de UF 5 millones.

En conclusión, esta clasificadora considera que la compañía mantiene una baja cantidad de espacio madurando por año.

CALIDAD CREDITICIA DE TIENDAS ANCLA

Vivocorp mantiene arrendatarios con una alta calidad crediticia que reflejan una buena capacidad de pago en cuanto a los arriendos.

Por un lado, la compañía firmó contratos en sus cuatro nuevas aperturas 2017 con Cinehoys, marca que usa Cinépolis en Chile y que es la compañía de exhibición cinematográfica más grande de Latinoamérica y la cuarta a nivel mundial.

Asimismo, se considera dos efectos por parte de la principal tienda ancla de la compañía, SMU. Por un lado, la menor concentración de los ingresos, y por el otro, la evolución de la clasificación de riesgo de ésta en los últimos años. Actualmente, la tienda ancla cuenta con una categoría BB+ con tendencia positiva, asignado a los bonos corporativos por ICR Clasificadora de Riesgo.

Finalmente, el índice de morosidad se mantiene a la baja, llegando a septiembre a 2,2%.

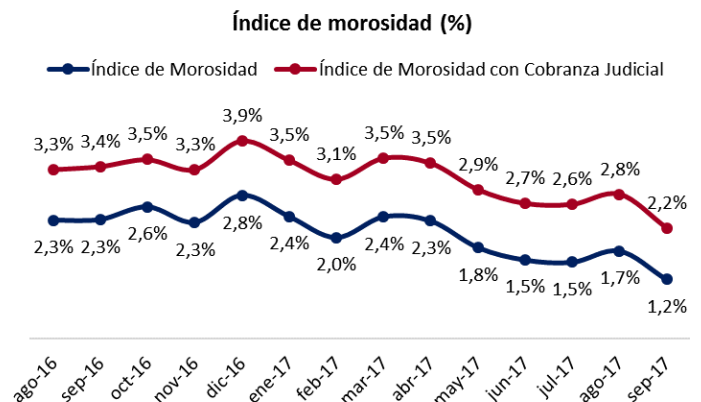


Gráfico 11: Evolución del índice de morosidad. (Fuente: Información entregada por la compañía)

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

Los ingresos de la compañía aumentaron 21,6% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, debido a la maduración de los malls Los Trapenses, San Fernando y el outlet La Serena que derivaron en mayores ingresos variables por arriendo. Asimismo, los ingresos por proyectos de construcción aumentaron, principalmente por el desarrollo del Centro Cívico de Lo Barnechea.

Respecto a los ingresos a julio de 2017, estos crecieron 23,9%, principalmente por la entrada en operación del outlet La Florida y la maduración de los activos indicados anteriormente. Se estima que la compañía mantendrá un crecimiento de sus ingresos de dos dígitos, producto de la entrada en operación del mall Coquimbo, el outlet Temuco y con la reciente inauguración de mall Imperio, los que, al cierre de 2018, incrementarían los ingresos de la compañía en al menos un 30% respecto al 2017.

Evolución de ingresos por actividad (millones de pesos)

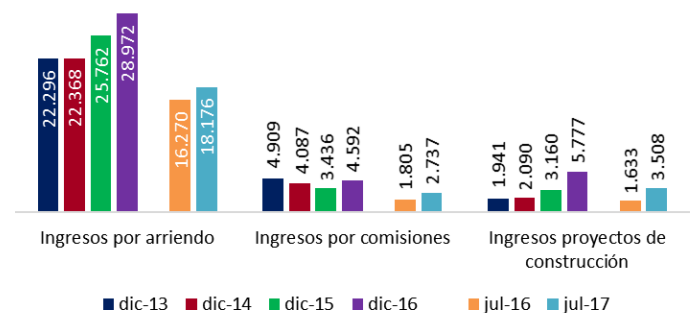


Gráfico 12: Evolución de ingresos por actividad. (Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

EBITDA (millones de pesos) y margen EBITDA (%)

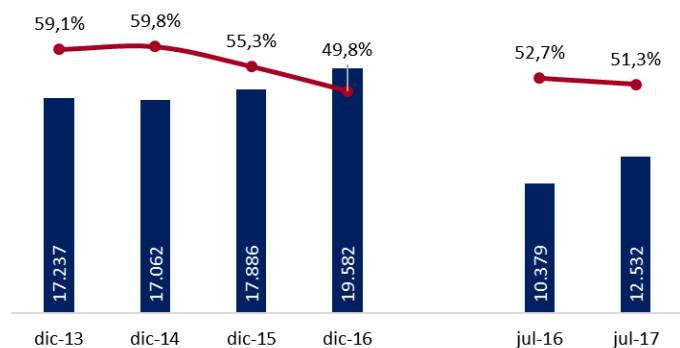


Gráfico 13: Evolución EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Respecto al EBITDA, éste creció 12% durante el periodo 2015-2016, mientras que el margen EBITDA disminuyó desde 55,3% hasta 51,2%. Asimismo, entre julio de 2016 y julio de 2017, el EBITDA creció 20,7% y el margen alcanzó 51,3%. Se espera que éste último aumente conforme los centros comerciales alcancen su etapa de maduración, junto con una mayor eficiencia administrativa por parte de Vivocorp, principal objetivo establecido por la compañía durante el 2018.

Principales resultados (millones de pesos)

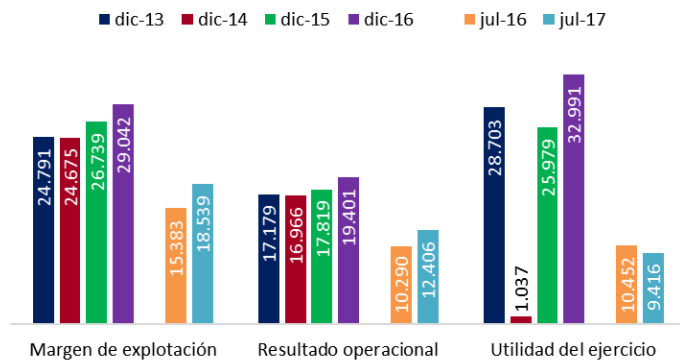


Gráfico 14: Evolución de los principales resultados.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Respecto a la utilidad de la compañía, en los últimos cinco años, la sociedad adecuó su tasa de descuento, otorgada por una empresa externa y luego, auditada por Deloitte. Producto de lo anterior, se produjeron variaciones en la valorización en las propiedades de inversión a valor justo, a través del método de flujos descontados. Junto a lo anterior, los nuevos centros comerciales que pasaron a formar parte de la cartera de activos de la compañía, se valorizaron a su valor justo⁴.

Cuentas con relacionadas (millones de pesos)

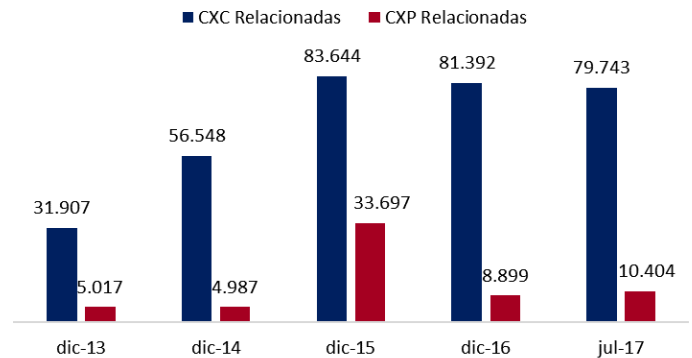


Gráfico 15: Evolución de las cuentas con relacionadas.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Respecto a las cuentas con entidades relacionadas, Vivocorp entregó un préstamo por UF 2,1 millones a CorpGroup Inversiones Limitada al 5,46% (tasa máxima convencional, definida por la SBIF) con pagos de interés semestrales. La amortización del capital contempló un desembolso de la matriz por UF 150.000 durante el año 2016, mientras que el capital remanente será pagado en octubre de 2023. No obstante, CorpGroup inversiones tiene la posibilidad de ir prepagando la deuda durante el periodo vigente.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

A julio de 2017, la deuda financiera aumentó en 5,8% respecto a diciembre de 2016, compuesta principalmente por leasings financieros de largo plazo con compañías aseguradoras (72,8% del total), seguido de préstamos bancarios con entidades bancarias para la construcción de los activos comerciales (24,2%).

Asimismo, durante el 2017 la compañía negoció líneas de financiamiento por aproximadamente \$ 7.000 millones con los bancos Santander, Bice e Internacional, contando con liquidez para hacer frente a las obligaciones de corto plazo.

Por otro lado, en octubre de 2017, la compañía obtuvo una propuesta de financiamiento de un reconocido banco para el desarrollo y construcción del proyecto de Mall Vivo Santiago, asegurando un monto aproximado de UF 1.690.000, y como contrapartida Vivocorp entregaría en hipoteca sobre el terreno, prenda sobre los principales contratos (principalmente tiendas “ancla”) y sin posibilidad que el deudor pueda preñar el resto de los contratos.

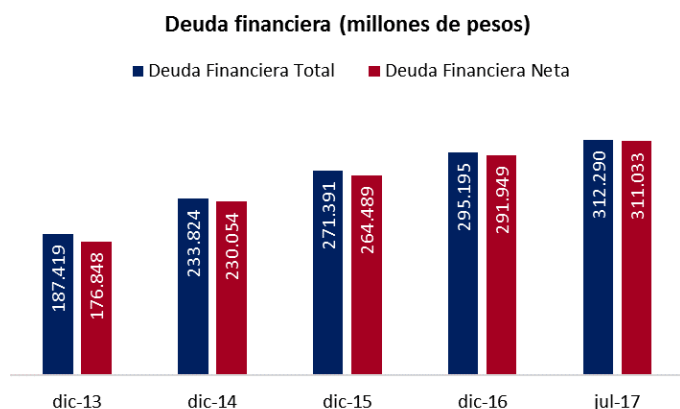


Gráfico 16: Evolución de la deuda financiera

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Respecto a los indicadores financieros, a julio de 2017 la compañía mantenía un endeudamiento total de 1,64 veces, mientras que el endeudamiento financiero neto resultó 1,35 veces. Ambos indicadores se incrementaron respecto a diciembre de 2016, producto de la incorporación de deuda financiera.

En tanto, el indicador deuda financiera neta sobre EBITDA alcanzó 14,31 veces, menor al mostrado en 2016, debido al mayor EBITDA proveniente de la maduración de los activos. Se estima que este indicador

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios/adicionales establecido en la Metodología de Industria de Rentas Inmobiliarias (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Factores Primarios/Adicionales de Clasificación de Riesgo del Negocio.
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios/adicionales, establecido en la Metodología de Industria de Rentas Inmobiliarias (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia.

disminuya en los próximos años, conforme los nuevos activos generen ingresos por arriendo en el año completo.

Indicadores (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Jul-17
Endeudamiento total	1,88	2,30	2,01	1,57	1,64
Endeudamiento financiero neto	1,55	2,03	1,57	1,30	1,35
Deuda financiera neta / EBITDA	10,26	13,48	14,79	14,91	14,31
Cobertura de gastos financieros	2,00	2,41	1,54	1,75	1,87
Cobertura gastos financieros netos	2,49	3,36	2,08	2,70	2,73
Razón circulante	0,89	1,91	0,96	0,87	0,54

Tabla 8: Principales indicadores financieros

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Según la cobertura de gastos financieros, la compañía mantiene niveles por el momento adecuados, llegando a 1,87 veces a julio de 2017. La cobertura de gastos financieros netos aumenta hasta 2,43 producto de ingresos financieros provenientes principalmente del préstamo a la matriz, por aproximadamente UF 1,9 millones, el cual mantiene vencimiento el 2023. Estos ingresos son exclusivamente destinados al pago de dividendos.

Finalmente, el ratio de cobertura de servicio de la deuda⁵ indica que la compañía cumpliría con sus obligaciones de 2017.

Para el caso de Vivocorp, la evaluación del riesgo del negocio, esto es calidad de los activos, posición de mercado, portafolio, diversificación y madurez de los negocios de la compañía, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría A+. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda (lo que incluye la exposición con empresas relacionadas), rebajan esta clasificación hasta categoría A, al tratarse de una situación financiera, por el momento, “Débil”, y que podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación, toda vez que estos niveles de deuda se incrementen de manera tal, que su indicador de deuda financiera sobre EBITDA supere su máximo histórico de los últimos cinco años, incluso si la compañía lograra cubrir el servicio de la deuda. Sin embargo, la clasificación podría variar positivamente si la compañía lograra evidenciar una disminución de sus niveles de deuda financiera actuales, mejorando la cobertura de sus obligaciones financieras y reduciendo su indicador deuda financiera neta sobre EBITDA.

Instrumentos Clasificados

1) Bonos:

La compañía ha solicitado la inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, de dos líneas de bonos de hasta UF 2 millones, cuyo vencimiento será a 10 y 30 años, cuyos fondos serán destinados principalmente al refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo, permitiendo además liberar parte de sus garantías reales.

Dentro de la escritura pública que contiene las características de la emisión, se establece que la compañía deberá dar cumplimiento al covenant de endeudamiento indicado en la tabla siguiente y a modo de referencia se presentan los niveles históricos obtenidos por Vivocorp.

Covenant (n° de veces)	Exigido	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Jul-17
Endeudamiento financiero neto	<=2,0	1,55	2,03	1,57	1,30	1,35

Tabla 9: Covenant estipulado en el contrato de emisión

(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión)

Asimismo, la compañía debería mantener activos libres de gravámenes por un valor de al menos uno coma tres veces, definido como la suma de los activos inmobiliarios libres de gravámenes más las inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación libres de gravámenes dividido por deuda financiera neta sin garantías reales.

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Definición de Categoría

SOLVENCIA

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
21-nov-2017	A	Estable	Primera Clasificación

Anexo

INDICADORES (MILLONES DE PESOS)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Jul-16	Jul-17
Activos corrientes	37.034	50.870	47.588	30.764	23.124	-	19.049
Activos no corrientes	254.560	278.410	326.483	476.504	552.873	-	588.338
Activos totales	291.595	329.279	374.071	507.268	575.997	-	607.387
Efectivo y equivalentes	12.509	10.570	3.770	6.901	3.247	-	1.258
Pasivos corrientes	47.636	57.147	24.929	32.165	26.488	-	35.321
Pasivos no corrientes	155.552	157.882	235.688	306.555	325.362	-	342.091
Pasivos totales	203.189	215.029	260.617	338.719	351.850	-	377.412
Deuda financiera corriente	38.191	44.933	17.339	20.941	15.303	-	18.501
Deuda financiera no corriente	143.696	142.486	216.485	250.450	279.892	-	293.790
Deuda financiera total	181.887	187.419	233.824	271.391	295.195	-	312.290
Deuda financiera neta	169.377	176.848	230.054	264.489	291.949	-	311.033
Patrimonio	88.406	114.250	113.454	168.549	224.147	-	229.975
Patrimonio controlador	72.981	96.784	110.165	166.283	220.314	-	225.266
Ingresos de explotación	32.236	29.147	28.544	32.357	39.340	19.708	24.421
Margen de contribución	27.879	24.791	24.675	26.739	29.042	15.383	18.539
Resultado operacional	20.234	17.179	16.966	17.819	19.401	10.290	12.406
Ingresos financieros	294	1.708	2.009	3.062	3.931	2.349	2.090
Gastos financieros	-10.787	-8.636	-7.091	-11.648	-11.179	-6.163	-6.614
Gastos financieros netos	10.493	6.928	5.082	8.586	7.249	3.814	4.524
Gastos financieros netos 12 meses	22.014	28.703	1.037	25.979	32.991	10.452	9.416
Gastos financieros 12 meses	32.236	29.147	28.544	32.357	39.340	19.708	24.421
Utilidad del ejercicio	27.879	24.791	24.675	26.739	29.042	15.383	18.539
Depreciación	64	58	96	67	181	89	126
Razón circulante (Nº de veces)	0,78	0,89	1,91	0,96	0,87	-	0,54
Endeudamiento total (Nº de veces)	2,30	1,88	2,30	2,01	1,57	-	1,64
Deuda corto plazo / Deuda total (%)	23,4%	26,6%	9,6%	9,5%	7,5%	-	9,4%
Deuda largo plazo / Deuda total (%)	76,6%	73,4%	90,4%	90,5%	92,5%	-	90,6%
Endeudamiento financiero (Nº de veces)	2,06	1,64	2,06	1,61	1,32	-	1,36
Endeudamiento financiero neto (Nº de veces)	1,92	1,55	2,03	1,57	1,30	-	1,35
EBITDA	20.299	17.237	17.062	17.886	19.582	10.379	12.532
Margen EBITDA (%)	63,0%	59,1%	59,8%	55,3%	49,8%	52,7%	51,3%
EBITDA 12 meses	20.299	17.237	17.062	17.886	19.582	-	21.734
Cobertura de gastos financieros 12 meses (Nº de veces)	1,88	2,00	2,41	1,54	1,75	-	1,87
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (Nº de veces)	1,93	2,49	3,36	2,08	2,70	-	2,73
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de veces)	8,96	10,87	13,70	15,17	15,07	-	14,37
Deuda financiera neta / EBITDA (Nº de veces)	8,34	10,26	13,48	14,79	14,91	-	14,31
Capex	24.688	34.386	34.499	61.426	35.253	15.424	25.248
Capex 12 meses	24.688	34.386	34.499	61.426	35.253	-	45.077
Margen bruto (%)	86,5%	85,1%	86,4%	82,6%	73,8%	78,1%	75,9%
Margen operacional (%)	62,8%	58,9%	59,4%	55,1%	49,3%	52,2%	50,8%
ROE (%)	7,5%	8,7%	0,3%	5,9%	6,1%	-	10,5%
ROA (%)	24,9%	25,1%	0,9%	18,4%	15,6%	-	27,8%
CXC relacionadas	16.015	31.907	56.548	83.644	81.392	-	79.743
CXP relacionadas	2.842	5.017	4.987	33.697	8.899	-	10.404

¹ Fuente: La compañía (página web y presentaciones de la compañía).

² Fuente: Goldman Sachs, Cushman and Wakefield, ICSC, ANTAD y Euromonitor; Estudio semestral Stripcenter (GPS Property Solutions); Metodología de Industria de Rentas Inmobiliarias (ICR); Centros Comerciales Chilenos, empresas en permanente transformación (ISCS – Cámara Chilena de Centros Comerciales); Latam Cap Rate Report 2017 (Colliers International).

³ Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía; Metodología ICR industria de rentas inmobiliarias.

⁴ Los activos que se mantienen en construcción son valorizados a su costo histórico.

⁵ Servicio de la deuda = (Caja inicial + EBITDA – Impuesto – Capex) / (Servicio de la deuda).

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.