

## Ratings

**Fernando Villa**  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

**Francisco Loyola**  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Instrumento	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / Líneas de Bonos	A	Confirmación	Estable	Confirmación	Metodología general de clasificación de empresas; Metodología industria de rentas inmobiliarias

## Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría A con tendencia estable**, la solvencia y bonos 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:

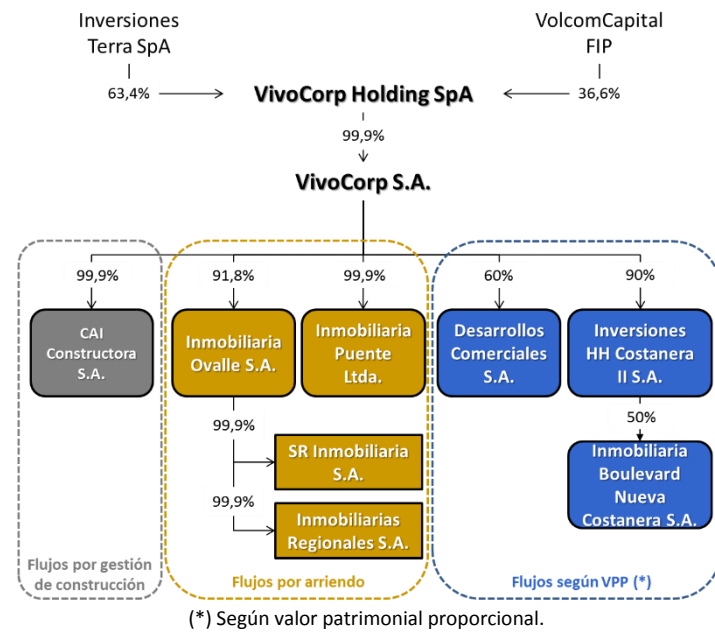
- Calidad de activos:** La compañía mantiene activos con una favorable tasa de ocupación, que, a junio de 2018, alcanzó un 99,0% en strip centers y stand alones, 96,5% en outlets, mientras que en centros comerciales alcanzó el 92,4%, luego de las aperturas de Coquimbo e Imperio en 2017. Asimismo, la duración promedio de los contratos que mantiene la compañía comprende un horizonte mayor a diez años, entregando estabilidad a los flujos de caja en el largo plazo. A lo anterior se suma que la componente fija de los ingresos por arriendo es superior al 90%.
- Portafolio y posición de mercado:** A junio de 2018, Vivocorp mantenía un total de 449.239 metros cuadrados de ABL propio (considerando activos que consolidan y no consolidados). 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 área bruta locataria (ABL), lo que le permite negociar contratos con tiendas ancla relevantes en sus nuevos activos. Finalmente, considerando el Same Store Rent (SSR<sup>1</sup>), los ingresos por arriendo tuvieron un crecimiento del 8,1% durante el primer trimestre de 2018 y de 7,8% durante el segundo cuarto, respecto a los respectivos trimestres del año 2017.
- Diversificación:** La compañía mantiene diversificación tanto geográficamente, como por formato de activos comerciales y por arrendatario; (i) diversificación geográfica: un 40% del ABL de centros comerciales se encuentra fuera de la Región Metropolitana (42% en el caso de outlets), ; (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 (24% del

total a junio de 2018) en el consolidado, al menos hasta el próximo año, lo que evidencia una mejora en la atomización de clientes. Por otro lado, la compañía mantiene una adecuada diversificación por arrendatario, considerando que después del cuarto locatario con mayor incidencia, existen más de mil arrendatarios, donde la exposición máxima no supera el 2% de los ingresos de la empresa.

- Madurez de activos y plan de inversión:** Los activos que entraron en operación en 2017 correspondieron al 30% de los m<sup>2</sup> arrendables totales del año 2016, los cuales, a la fecha de este informe, mantienen tasas de vacancia relativamente bajas. Respecto al plan de inversiones 2018-2021, la compañía mantiene en su cartera el proyecto Vivo Santiago, futuro activo cercano a los 100.000 m<sup>2</sup> de ABL, pero que a la fecha no tiene un cronograma definido de construcción. En el mediano plazo, las inversiones de la compañía se enfocan principalmente en ampliaciones y outlets, donde la adición anual de ABL de los próximos cuatro años, no debería superar los 25 mil metros cuadrados.
- Calidad crediticia de los locatarios:** La compañía mantiene una buena calidad crediticia de arrendatarios, destacando tiendas ancla como Ripley, Cencosud, Cine Hoyts, H&M y Falabella. Adicionalmente, además de reducir la exposición a empresas del grupo SMU, esta compañía ha exhibido mejoras en la clasificación de riesgo en el último tiempo, manteniendo actualmente un rating de BBB, con tendencia Positiva, asignado por ICR.
- Situación financiera:** Los indicadores de endeudamiento y cobertura de obligaciones han exhibido una tendencia favorable desde el año 2016, logrando reducir el indicador de Deuda Financiera Neta sobre EBITDA desde 14,91 veces a diciembre de 2016, hasta 12,87 veces a junio de 2018. Sin embargo, ICR considera que estos ratios se encuentran aún por sobre el promedio de empresas comparables, lo que justifica la disminución de un notch, con respecto a la clasificación de riesgo del negocio de la empresa. En el mediano plazo, el comportamiento de los indicadores financieros de la empresa dependerá en gran medida del desarrollo de su plan de inversiones, considerando que los niveles de ocupación de los activos en operación, se encuentran en niveles altos y reflejan estabilidad.

## Antecedentes de la Compañía<sup>2</sup>

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 Guzmán. 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 activos comerciales.



(\* ) 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). - 1 strip center. - 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	- 9 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 julio de 2017, y durarán en sus cargos tres años.

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

**Tabla 3:** Directorio.

(Fuente: CMF)

De acuerdo a la administración, Vivocorp cuenta con ejecutivos con más de diez 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: CMF)

## La Industria<sup>3</sup>

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, strip center, 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 strip center 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 4.000.000 de m<sup>2</sup> 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. Actualmente, existen más de 50 centros comerciales chilenos en el resto de la región.

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 Mall Plaza, Parque Arauco y Cencosud. Asimismo, existen fondos de inversión que agrupan diversos activos, no sólo comerciales, sino que también centros de distribución, oficinas, entre otros, a cargo de administradoras generales de fondos. En Chile, los mayores fondos de inversión de renta inmobiliaria son “Independencia Rentas Inmobiliarias” y “BTG Pactual Rentas Inmobiliarias II”, en términos de activos bajo administración.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio<sup>4</sup> y mitigadores aplicados por VivoCorp. Pese a que muchos de los riesgos mencionados tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudieran tener en el negocio de la compañía. Si bien toda la industria se encuentra afectada a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por VivoCorp
Riesgo de vacancia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Contratos de largo plazo con una duración promedio superior a 10 años.</li> <li>- La compañía mantiene un equipo de 20 personas en el área comercial con experiencia en compañías de la misma industria.</li> <li>- Los activos mantienen ubicaciones estratégicas que permiten a la compañía una alta tasa de ocupación.</li> </ul>
Riesgo de siniestralidad	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 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.</li> </ul>
Sensibilidad a la actividad económica	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Arriendos indexados a la UF con una tarifa de arriendo mínima y fija.</li> <li>- Duración de contratos: Mencionado en riesgo de vacancia.</li> <li>- Portafolio de outlets, activo que mantiene una adecuada rentabilidad en periodos de desaceleración.</li> </ul>

**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 muchos activos relevantes con capacidad para mantener una alta estabilidad en su flujo de caja. Al respecto, las tasas de vacancia, a junio de 2018, se encontraban bajo el 4% en strip centers y outlets, mientras que los malls mantenían aún una tasa de vacancia un poco mayor (7,6%) producto de las recientes aperturas de los centros comerciales Coquimbo e Imperio, pero que ha evidenciado una tendencia a mejorar en el tiempo, conforme maduran dichos activos.

Así mismo, a junio de 2018 el plazo promedio de los contratos con locatarios era mayor a diez años, con el 75% de los contratos vigentes, con plazos superiores a cuatro años, lo que refleja estabilidad en la capacidad de generación de ingresos en el 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.

La componente variable de los ingresos, de acuerdo a información contenida en el análisis razonado de los estados financieros de la compañía, no supera el 10% del total de ingresos por arriendo de la empresa.

Evolución de tasas de ocupación (%)

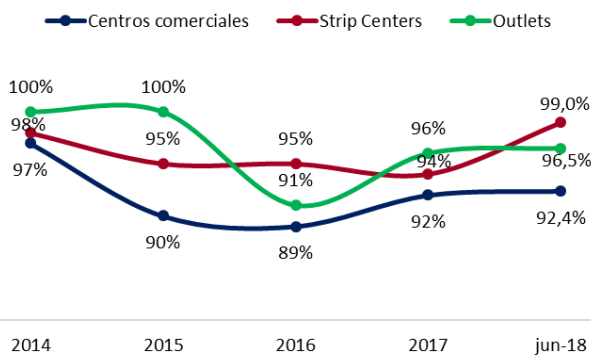


Gráfico 4: Evolución de las tasas de ocupación por formato.

(Fuente: Información entregada por la compañía y análisis razonado de los estados financieros a junio de 2018)

### PORTAFOLIO Y POSICIÓN DE MERCADO

A la fecha de este informe, VivoCorp mantenía aproximadamente 449.239 m<sup>2</sup> de superficie arrendables, considerando los activos consolidados y aquellos que reconoce en sus estados financieros según valor patrimonial proporcional.

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 strip center, manteniendo a su vez una alta participación de mercado.

Comparativo ABL (propios y administrados) en Chile de principales operadores y fondos de inversión (m<sup>2</sup>)

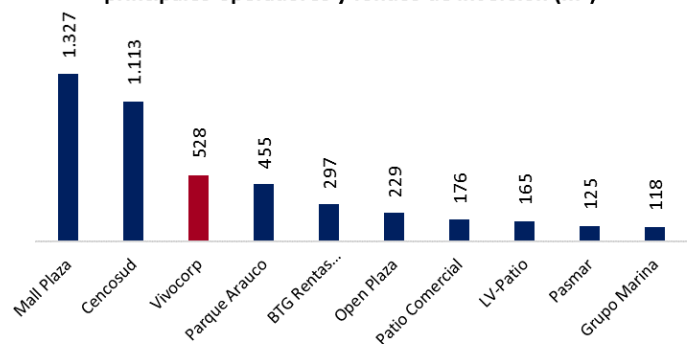


Gráfico 5: Principales compañías y fondos de inversión de la industria de rentas inmobiliarias en Chile en términos de Área Bruta Locataria (ABL).

(Fuente: Elaboración propia con información pública, datos a diciembre de 2017)

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 strip centers, medidos en m<sup>2</sup> arrendables, según el estudio semestral publicado por GPS Global Property Solutions.

Participación de mercado de strip centers en Santiago por m<sup>2</sup> arrendable (%)

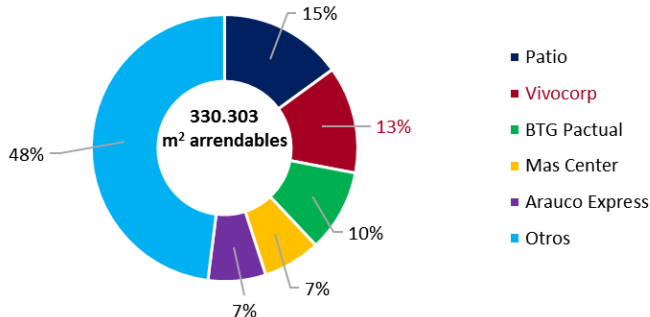


Gráfico 6: Participación de mercado de strip center en el segundo semestre 2017 en la Región Metropolitana, en términos de ABL. (Fuente: GPS Property Solutions)

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, si bien los contratos se encuentran indexados a la inflación, la compañía presenta una tasa de crecimiento en sus ingresos Same Store Rent (SSR), que supera el 6% en los últimos cinco trimestres, logrando un 7,8% durante el segundo trimestre de 2018.

Evolución de SSR (%)

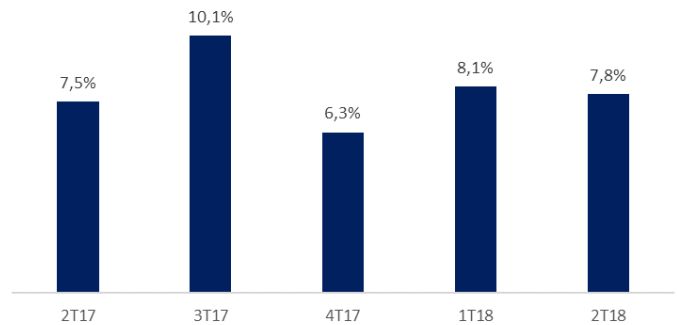


Gráfico 7: Evolución de Same Store Rent.

(Fuente: análisis razonado de los estados financieros, a junio de 2018)

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 de 2017 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 gran poder de negociación con sus locatarios de menor escala a cambio de ofrecerles un espacio con alto flujo de personas, exclusividad de tiendas ancla y locatarios de gran nivel dada la alta habilidad de atraerlos, 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 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, siendo éste último formato la principal fuente generadora de ingresos.

Diversificación por formato (ABL)

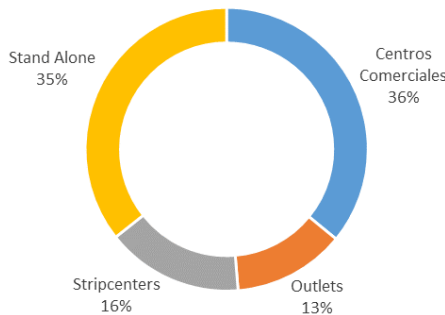


Gráfico 8: Diversificación de ABL por formato.

(Fuente: Análisis razonado de los estados financieros a junio de 2018)

• **Diversificación geográfica:** La compañía presenta una adecuada diversificación geográfica, destacando que sobre el 40% de la superficie arrendable de centros comerciales (malls) se encuentra fuera de la Región Metropolitana, donde Coquimbo aporta con un 26% del ABL, tras la inauguración de Vivo Coquimbo en 2017.

Diversificación de Centros Comerciales por comuna (ABL)

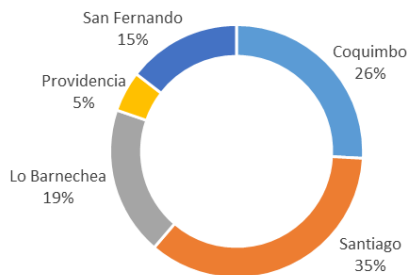


Gráfico 9: Diversificación de ABL de centros comerciales.

(Fuente: Análisis razonado de los estados financieros a junio de 2018)

Similar situación se observa en el formato de outlets, en el cual el 42,4% del ABL se distribuye entre La Serena y Temuco, lo que refleja

una adecuada diversificación regional, a la vez que mantiene una sólida presencia en la Región Metropolitana.

Diversificación de Outlets por comuna (ABL)

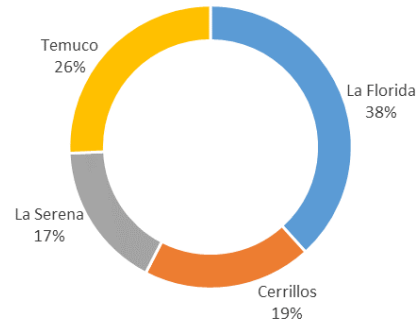


Gráfico 10: Diversificación de ABL de outlets.

(Fuente: Análisis razonado de los estados financieros a junio de 2018)

• **Diversificación por arrendatario:** El año 2014, SMU concentraba más de la mitad de los ingresos de la compañía. No obstante, a partir de 2015 se observa una tendencia decreciente en la exposición al grupo SMU (Unimarc y otros formatos), alcanzando un 24% a junio de 2018, y se espera que esta tendencia continúe.

Evolución de concentración de SMU (%)

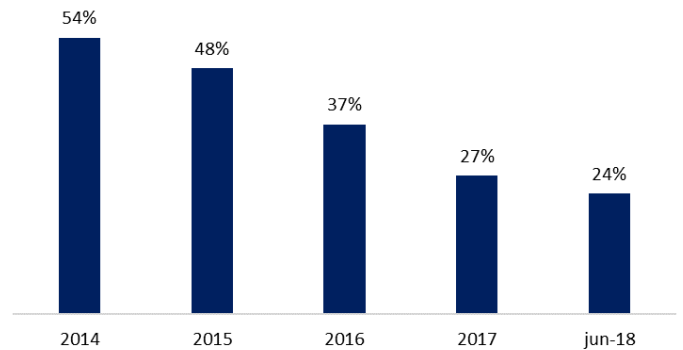


Gráfico 11: Evolución de concentración de ingresos de SMU en los últimos años.

(Fuente: Información entregada por la compañía)

A la fecha de elaboración de este informe, la compañía mantenía más de 1.000 locatarios distintos, donde los 30 mayores concentraban cerca del 52% de los ingresos totales. Excluyendo los cinco mayores clientes, cada uno del resto de los locatarios, concentraba menos del 2% de los ingresos de la compañía, dando cuenta de una adecuada atomización de cartera de clientes.

## 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 operación de la empresa.

Durante el año 2017, VivoCorp incorporó a su portafolio, cuatro nuevos activos que aportaron 96.490 m<sup>2</sup> de ABL al total. Según estima la compañía, se espera que estos activos generen aproximadamente UF 350.000 anuales de EBITDA. 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 (m <sup>2</sup> )	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 espera incorporar no más de 25 mil ABL anuales durante los próximos cuatro años, con una cartera de proyectos enfocada principalmente en expansiones y outlets.

En relación al proyecto Vivo Santiago, futuro activo de más de 110.000 m<sup>2</sup> de ABL que incluiría locales comerciales, edificio de departamentos y de oficinas, espacios gastronómicos y de esparcimiento; la compañía todavía no tiene definido su cronograma de desarrollo, por lo cual, en el mediano plazo, las proyecciones no incorporan capex ni deuda asociada a este proyecto.

Dado que el escenario base considera que las expansiones anuales estarían entre el 3% y 7% del ABL total (sin considerar Vivo Santiago), ICR estima que VivoCorp mantiene una baja proporción del espacio madurando por año. Esta situación cambiaría una vez que se apruebe el cronograma del proyecto Vivo Santiago.

## 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 grado de inversión, con categoría BBB, asignada a los bonos corporativos por ICR Clasificadora de Riesgo.

Dentro de las principales tiendas ancla de la compañía, y que representan los mayores porcentajes de los ingresos de VivoCorp (excluyendo SMU), figuran Ripley, Cencosud, Cine Hoyts, HYM, y Falabella. Dentro de este grupo, los retailers locales cuentan con altas clasificaciones de riesgo en escala nacional.

## Evaluación del Riesgo Financiero

### SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

En los últimos años, la compañía ha experimentado un crecimiento significativo, como consecuencia del plan estratégico que implicó la incorporación de propiedades de tamaño relevante a su superficie arrendable, como es el caso de Casa Costanera (no consolidado), Vivo Imperio y Vivo Coquimbo, entre otros.

De esta manera, entre los años 2014 y 2017, los activos exhibieron una tasa de crecimiento anual compuesto de 23,5%, mientras que, a junio de 2018, el activo total se incrementó en 4,8% en comparación con el cierre de 2017.

Activos Totales (millones de pesos)

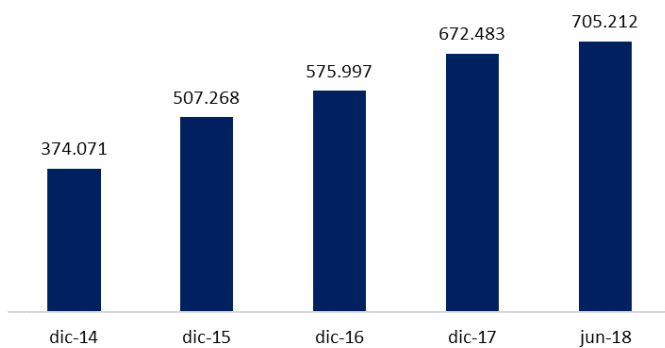


Gráfico 12: Evolución de Activos Totales.

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

Como consecuencia de lo anterior, la mayor base productiva de la compañía, evidenciada en el aumento sostenido en la superficie arrendable, se ve reflejada en el comportamiento de los ingresos totales.

De esta manera, el año 2017 VivoCorp obtuvo ingresos por \$43.816 millones, alcanzando sus niveles máximos, mientras que a junio de 2018 se mantenía la tendencia al alza, con ingresos por \$25.845 millones, creciendo un 21,2% respecto a igual semestre del año anterior.

Si sólo se consideran los ingresos por concepto de arriendos (la compañía también obtiene ingresos por comisiones de administración de activos en renta y en construcción), éstos aumentaron en un 52,1% con respecto a junio de 2017 (\$23.643 millones versus \$15.547 millones), debido a la intensa actividad de aperturas de activos durante el segundo semestre de 2017, donde destacaron las incorporaciones de Vivo Coquimbo, Vivo Imperio y Vivo Outlet Temuco. El crecimiento de ingresos también se vio influido por el alza en los ingresos Same Store Rent, mencionados en el apartado de riesgo del negocio.

Respecto a los ingresos por comisiones, que a junio de 2018 representaron el 8,5% del total de ingresos ordinarios de la compañía, éstos se redujeron levemente en un 2,8%, alcanzando \$2.265 millones.

Ingresos (millones de pesos)

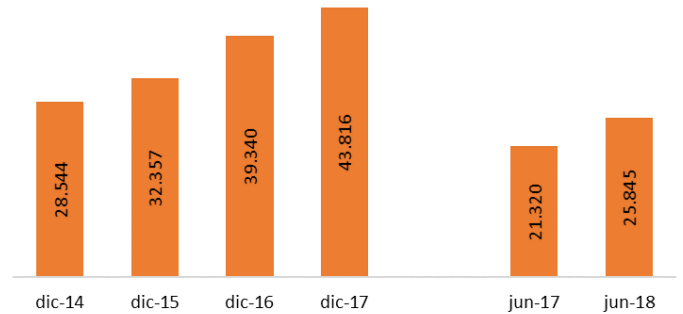


Gráfico 13: Evolución de ingresos ordinarios.

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

Respecto al EBITDA, éste creció 22,8% durante el periodo 2016-2017, mientras que, a junio de 2018, el incremento fue de 42,8% en comparación con igual semestre del año anterior. Asimismo, el margen EBITDA del primer semestre de este año evidenció una mejora (59,9% versus 50,8% a junio de 2017), gracias a la maduración de los nuevos activos en arriendo, que permite diluir gastos fijos.

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

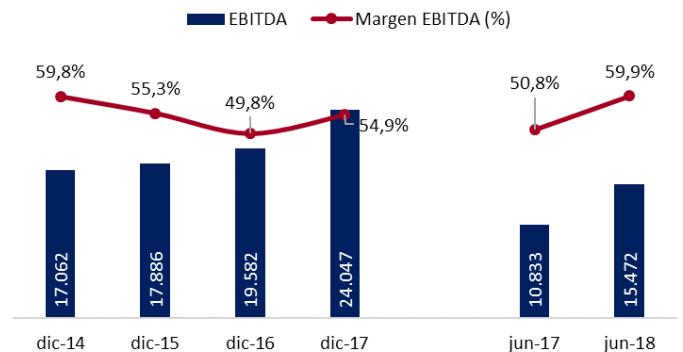


Gráfico 14: Evolución EBITDA y margen EBITDA.

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

En la medida que la superficie en maduración sea relativamente baja respecto al ABL total, los márgenes EBITDA de la compañía deberían tender a estabilizarse sobre un 60%, considerando que actualmente los niveles de vacancia consolidados son inferiores a 4%, y que el plazo medio de los contratos vigentes supera los diez años.

En relación a las inversiones, entre los años 2014 y 2017, la compañía desembolsó un total de \$179.881 millones, destacando los años 2015 y 2017 como los más intensivos en desembolsos.



Dado que, durante los últimos años, las inversiones de la compañía se enfocaron en expansión, los flujos de caja después de inversiones (EBITDA ajustado por Capex<sup>5</sup>), se mantuvieron negativos, siendo las inversiones financiadas principalmente con deuda, y mediante un aumento de capital por \$ 63.551 millones efectuado durante el año 2015.

A junio de 2018, el Capex alcanzó los \$ 23.578 millones, exhibiendo una variación de 13,2% respecto a junio del año anterior. Dentro de las inversiones del período, destaca la adquisición de un terreno de 71.124 m<sup>2</sup> en Puente Alto, destinado al desarrollo de un proyecto inmobiliario y un outlet. Asimismo, durante el año en curso se han desembolsado inversiones para la expansión de distintos activos de la compañía.

Durante los próximos años, y dado el plan de inversiones que mantiene la compañía, consistente en un crecimiento anual de al menos 15 mil ABL en los próximos cuatro años, es que se espera que los flujos de EBITDA-Capex continúen siendo negativos, pero en montos inferiores a los años anteriores, a menos que se gatille la construcción del

proyecto Vivo Santiago, cuya superficie es significativamente superior a los activos recientemente puestos en marcha.

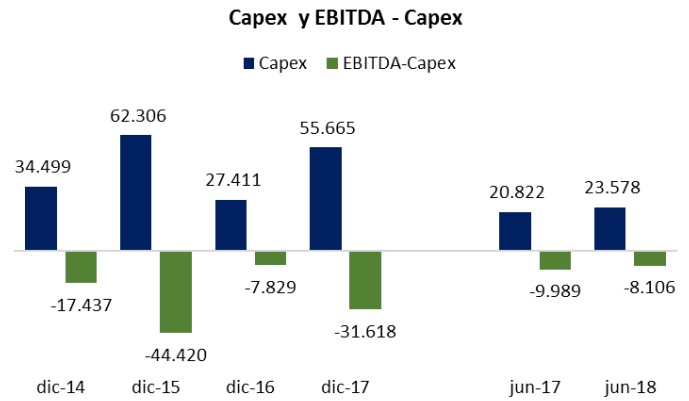


Gráfico 15: Evolución del capex bruto y EBITDA-Capex. (Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

A junio de 2018, la deuda financiera bruta de la compañía totalizó \$369.260 millones, exhibiendo un aumento de 8,3% respecto a diciembre de 2018. Durante enero de 2018, la compañía efectuó su primera colocación de bonos en el mercado local, recaudando UF 1 millón a través de la serie B, y UF 1 millón a través de la serie C. Dichas emisiones tuvieron como objetivo principal el refinanciamiento de pasivos de la empresa, y secundariamente para cubrir el Capex del período.

de amortizaciones de la deuda financiera, con un perfil de pagos anuales acotados, y mayores amortizaciones de capital a partir del año 2030, lo que permite mantener un adecuado calce con la naturaleza de largo plazo de los activos operacionales de la empresa.

Perfil de Amortización de la Deuda (UF)

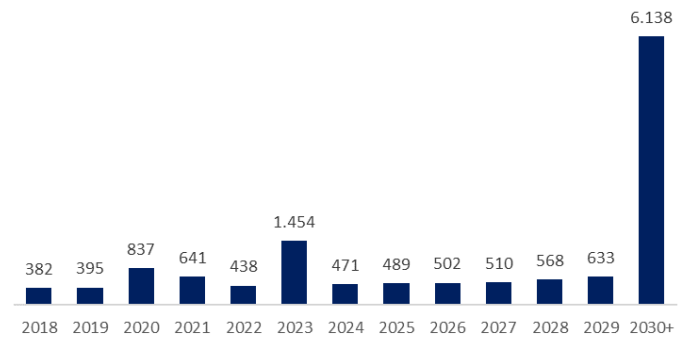


Gráfico 17: Perfil de amortización de deuda a octubre de 2018. (Fuente: Información entregada por la compañía)

Con respecto a los principales indicadores financieros considerados para la clasificación de riesgo, se observa que el ratio de Endeudamiento Total<sup>6</sup> se ha mantenido por debajo de las 2 veces desde el año 2016, mientras que el Endeudamiento Financiero Neto<sup>7</sup> presenta un comportamiento estable, cerrando en 1,40 veces a junio de 2018.

Por otra parte, el indicador de Deuda Financiera Neta<sup>8</sup> sobre EBITDA ha exhibido una evolución favorable, luego de alcanzar su peak en 2016 (14,91 veces).

Deuda financiera (millones de pesos)

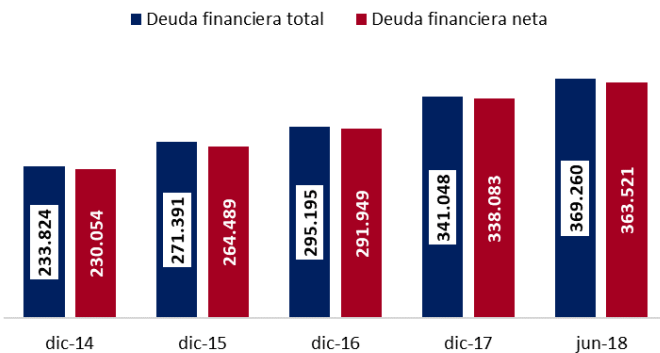


Gráfico 16: Evolución de la deuda financiera (Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Asimismo, la compañía cuenta con líneas de financiamiento por aproximadamente \$ 9.000 millones con los bancos Santander, Bice, Internacional y Estado, de las cuales, mantiene utilizadas \$5.000 millones.

Con respecto al perfil de la deuda financiera, la emisión de bonos efectuada durante este año, permitió a la compañía mejorar la estructura

Esta evolución se explica principalmente por las aperturas relevantes de centros comerciales del año 2017, que permitieron a la empresa generar flujos de caja relevantes en los últimos dos semestres.

Con respecto al ratio de Cobertura de Gastos Financieros Netos<sup>9</sup>, éste alcanzó 2,38 veces a junio de 2018, exhibiendo una reducción con respecto al cierre de 2017, principalmente por un mayor reconocimiento de gastos financieros, los que se mantienen activados durante el período de construcción de activos, y que comienzan a reconocerse en resultados una vez que éstos se encuentran operativos.

Indicadores (N° de veces)	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento total	2,30	2,01	1,57	1,64	1,72
Endeudamiento financiero neto	2,03	1,57	1,30	1,33	1,40
Deuda financiera neta / EBITDA	13,48	14,79	14,91	14,06	12,87
Cobertura de gastos financieros	2,41	1,54	1,75	1,95	1,81
Cobertura gastos financieros netos	3,36	2,08	2,70	2,73	2,38
Razón circulante	1,91	0,96	0,87	0,39	0,66

**Tabla 8:** Principales indicadores financieros.

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

ICR espera que los indicadores de Deuda Financiera Neta sobre EBITDA y Cobertura de Gastos Financieros Netos, exhiban una evolución favorable, dado el plan de inversiones actual de la empresa. Sin embargo, de iniciarse el proceso de construcción de Vivo Santiago, la magnitud de dicho proyecto y su consecuente requerimiento de financiamiento, tendrían un impacto negativo sobre dichos indicadores.

## 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](http://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](http://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.

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 mantiene inscritas las líneas de bonos N° 882 y N° 883, y vigentes los bonos A, B y C, según el siguiente detalle:

Series vigentes			
Serie	C	A	B
N° de línea	882	883	883
Fecha de inscripción	05-01-2018	05-01-2018	05-01-2018
Plazo	21 años	5 años	5 años
Monto inscrito	UF 2.000.000	\$53.590.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.000.000	-	UF 1.000.000
Deuda vigente	UF 1.000.000	-	UF 1.000.000
Tasa de emisión	3,5%	-	3,0%
Vencimiento	05-01-2039	-	05-01-2023

**Tabla 10:** Series de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

La emisión de las series tiene en común los siguientes resguardos:

## 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.

Covenant (n° de veces)	Exigido	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Endeudamiento financiero neto	<=2,0	1,55	2,03	1,57	1,30	1,33

**Tabla 11:** Covenant estipulado en el contrato de emisión.

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

Asimismo, a contar del 31 de diciembre de 2018, la compañía deberá 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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
21-nov-2017	A	Estable	Primera Clasificación
18-abr-2018	A	Estable	Informe CCR
31-oct-2018	A	Estable	Reseña Anual

## Anexo

Indicadores (millones de pesos)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Activos corrientes	47.588	30.764	23.124	19.031	24.765
Activos no corrientes	326.483	476.504	552.873	653.452	680.447
Activos totales	374.071	507.268	575.997	672.483	705.212
Efectivo y equivalentes	3.770	6.901	3.247	2.964	5.739
Pasivos corrientes	24.929	32.165	26.488	48.332	37.502
Pasivos no corrientes	235.688	306.555	325.362	369.248	408.173
Pasivos totales	260.617	338.719	351.850	417.580	445.674
Capital de trabajo	22.659	-1.401	-3.364	-29.301	-12.736
Deuda financiera corriente	17.339	20.941	15.303	28.557	20.192
Deuda financiera no corriente	216.485	250.450	279.892	312.491	349.068
Deuda financiera total	233.824	271.391	295.195	341.048	369.260
Deuda financiera neta	230.054	264.489	291.949	338.083	363.521
Patrimonio	113.454	168.549	224.147	254.903	259.538
Patrimonio controlador	110.165	166.283	220.314	249.315	253.343
Ingresos de explotación	28.544	32.357	39.340	43.816	25.845
Margen de explotación	24.675	26.739	29.042	34.936	20.992
Resultado operacional	16.966	17.819	19.401	23.766	15.352
Utilidad del ejercicio	1.037	25.979	32.991	35.367	9.843
Depreciación y amortización	96	67	181	281	121
Utilidad 12 meses	1.037	25.979	32.991	35.367	36.173
Razón circulante (veces)	1,91	0,96	0,87	0,39	0,66
Endeudamiento CP (veces)	0,22	0,19	0,12	0,19	0,14
Endeudamiento LP (veces)	2,08	1,82	1,45	1,45	1,57
Endeudamiento Total (veces)	2,30	2,01	1,57	1,64	1,72
Endeudamiento financiero (veces)	2,06	1,61	1,32	1,34	1,42
Endeudamiento financiero neto (veces)	2,03	1,57	1,30	1,33	1,40
Deuda corto plazo / deuda total (veces)	0,07	0,08	0,05	0,08	0,05
Deuda largo plazo / deuda total (veces)	0,93	0,92	0,95	0,92	0,95
EBITDA	17.062	17.886	19.582	24.047	15.472
Margen EBITDA (%)	59,8%	55,3%	49,8%	54,2%	59,9%
EBITDA 12 meses	17.062	17.886	19.582	24.047	28.244
Gastos financieros 12 meses	7.091	11.648	11.179	12.351	15.575
Gastos financieros netos 12 meses	5.082	8.586	7.249	8.803	11.848
Cobertura de gastos financieros (veces)	2,41	1,54	1,75	1,95	1,81
Cobertura de gastos financieros netos (veces)	3,36	2,08	2,70	2,73	2,38
Deuda financiera CP / EBITDA (veces)	1,02	1,17	0,78	1,19	0,71
Deuda financiera LP / EBITDA (veces)	12,69	14,00	14,29	13,00	12,36
Deuda financiera total / EBITDA (veces)	13,70	15,17	15,07	14,18	13,07
Deuda financiera neta / EBITDA (veces)	13,48	14,79	14,91	14,06	12,87

---

<sup>1</sup> Same Store Rent (SSR): Cambio porcentual en el arriendo recaudado de los arrendatarios que pagaron arriendo en ambos periodos comparados

<sup>2</sup> Fuente: La compañía (página web y presentaciones de la compañía).

<sup>3</sup> Fuente: Goldman Sachs, Cushman and Wakefield, ICSC, ANTAD y Euromonitor; Estudio semestral Strip center (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).

<sup>4</sup> Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía; Metodología ICR industria de rentas inmobiliarias.

<sup>5</sup> Capex = compras de otros activos a largo plazo (estado de flujos de efectivo).

<sup>6</sup> Endeudamiento Total= Tota de pasivos sobre patrimonio.

<sup>7</sup> Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes al efectivo) sobre patrimonio.

<sup>8</sup> Deuda Financiera Neta sobre EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes al efectivo) sobre EBITDA.

<sup>9</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA sobre (gastos financieros menos ingresos financieros).

*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 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 la misma.*