



ACCIÓN DE RATING

16 de mayo, 2019

Nuevas líneas de bonos

RATINGS

VivoCorp S.A.

Nuevas líneas de bonos	A
Tendencia	Estable
Estados Financieros	4Q - 2018

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de rentas inmobiliarias](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

VivoCorp S.A.

Informe de Nuevo Instrumento

ICR clasifica en categoría A/Estable, las nuevas líneas de bonos a 10 y 30 años plazo de VivoCorp S.A. La clasificación se sustenta en la calidad de los activos, portafolio, diversificación, madurez de las propiedades, calidad de locatarios, situación financiera de la empresa y objeto de las emisiones de bonos.

Respecto a la calidad de los activos, ICR destaca que éstos mantienen tasas de ocupación consistentemente altas, alcanzando un 98,6% al cierre de 2018, y con plazos promedio de contratos en torno a 10 años, permitiendo mantener estabilidad en la generación de flujos de caja.

Sumado a lo anterior, VivoCorp mantiene un tamaño relativo relativamente alto, con una superficie arrendable de cerca de 348 mil ABL, considerando los activos que consolida, y 323 mil ABL tomando en cuenta la participación proporcional que mantiene en sus activos.

Adicionalmente, la clasificación considera un buen nivel de diversificación tanto por tipo de activo como por ubicación geográfica, destacando que ningún activo individual representa más del 10% del portafolio, y que existe una exposición de en torno al 48% de la superficie arrendable a ciudades fuera de la Región Metropolitana.

Por otro lado, favorece la clasificación la mejora consistente en la diversificación por tipo de locatario, donde la compañía ha logrado reducir en forma paulatina, la exposición a SMU, que a diciembre de 2018 representaba un 21,3% del total de ingresos.

Finalmente, la clasificación considera que la compañía mantiene un plan de inversiones relevante en Outlets y Malls, que podría intensificarse en forma relevante, con el inicio de construcción de Vivo Santiago, Los Toros en Puente Alto, y los nuevos activos en Chillán y Antofagasta; adicionando en torno a 160 mil metros cuadrados.

Respecto a la situación financiera, ICR considera que los principales indicadores crediticios de la compañía se encuentran aún por sobre el promedio de empresas comparables, justificando la reducción de un notch, con respecto a la clasificación de riesgo del negocio de la empresa, quedando finalmente su solvencia y bonos clasificados en categoría A, estable.

Respecto a las emisiones en proceso de inscripción, éstas consideran un monto máximo individual de UF 2 millones, y se destinarían principalmente a refinanciamiento de pasivos del emisor por lo que ICR no espera cambios significativos en los niveles de endeudamiento ni de deuda financiera sobre EBITDA de la compañía, pero sí eventuales mejoras en la carga financiera, producto de la sustitución de pasivos más caros y una mayor proporción de activos libres de garantía, obteniendo mayor holgura el covenant asociado.

Clasificación de riesgo del negocio: **A**

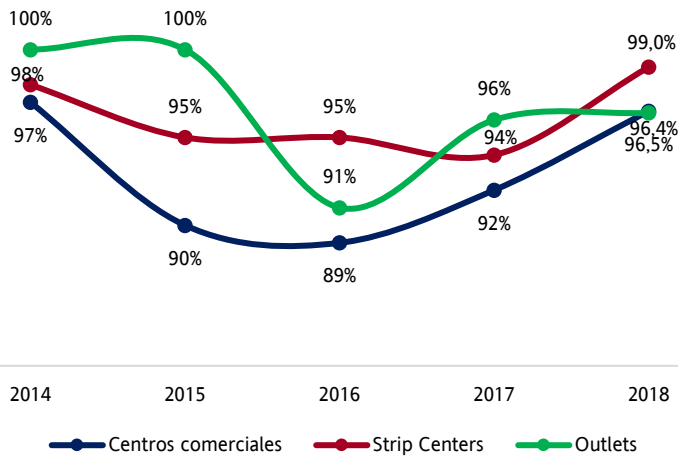
Compañía mantiene activos con la capacidad de mantener alta estabilidad de flujos de caja

VivoCorp posee muchos activos relevantes con capacidad para mantener una alta estabilidad en sus flujos de caja. Al respecto, las tasas de vacancia se han mantenido consistentemente bajas en todos sus formatos de activos, alcanzando niveles consolidados de ocupación de 98,6% al cierre de 2018, y manteniendo una vida media de contratos en torno a 10 años, lo que respalda la capacidad de generación de flujos en el largo plazo.

Compañía ha mantenido históricamente una alta ocupación en todos sus formatos

Evolución de tasas de ocupación

Evolución de tasas de ocupación (%)



Fuente: análisis razonados de la compañía

Tamaño relativo alto respecto a otros operadores de la industria

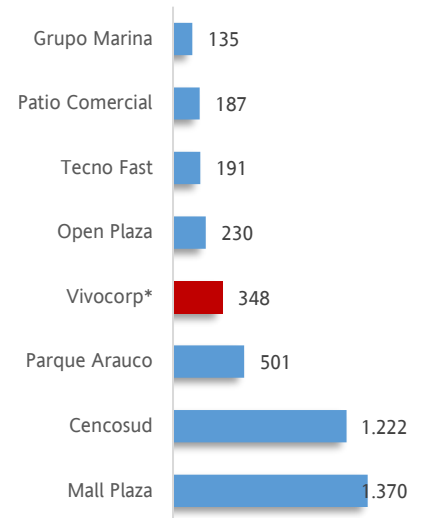
A la fecha de este informe, VivoCorp mantenía aproximadamente 348 mil m² de superficie arrendable, considerando los activos que consolida, y de 323 mil m² de ABL si se considera su participación proporcional en las distintas propiedades.

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.

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 m² arrendables, según el estudio semestral publicado por GPS Global Property Solutions.

Compañía de tamaño medio-alto en el mercado local

Superficie arrendable en Chile (miles de metros cuadrados)

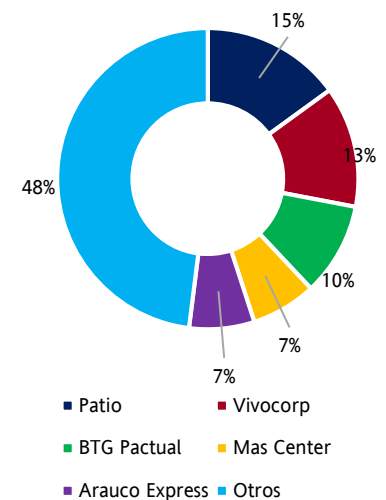


Fuente: Memorias, análisis razonados y presentaciones de las compañías

*considera el ABL que VivoCorp consolida

VivoCorp es una de las empresas líderes en activos de renta comercial de menor escala

Participación de mercado en strip centers, en Santiago



Fuente: GPS Global Property Solutions.

Buena diversificación geográfica, por activo y por locatario

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 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 19,1% del ABL de estos formatos, tras la inauguración de Vivo Coquimbo en 2017.

Activos en operación maduros, pero con un plan de inversiones relevante

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 m2 de ABL al total. Según estima la compañía, se espera que estos activos generen aproximadamente UF 350.000 anuales de EBITDA.

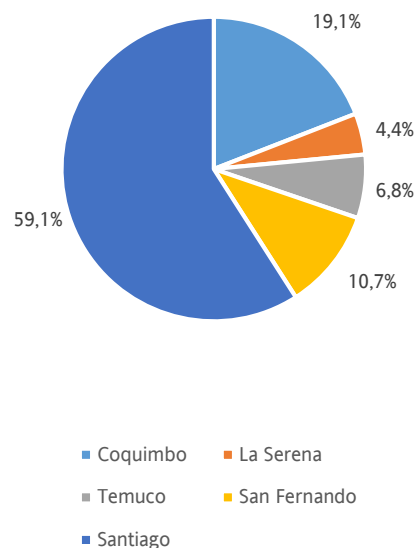
Paralelamente, respecto a los demás activos de VivoCorp, el outlet Peñuelas, el mall de San Fernando y Casa Costanera se consolidaron en el mercado, logrando una tasa de vacancia relativamente baja, luego de tener más de un año de operación.

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 m2 de ABL que incluiría locales comerciales, edificio de departamentos y de oficinas, espacios gastronómicos y de esparcimiento; éste se encuentra en fase de obras preliminares.

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.

Compañía presenta una favorable diversificación geográfica
Distribución de superficie de malls y outlets, por ciudad



Fuente: La compañía

PRINCIPALES ACTIVOS	
Propiedad	ABL
Vivo Coquimbo	36.624
Vivo El Centro	19.828
Vivo Imperio	30.266
Vivo Los Trapenses	26.891
Vivo Panorámico	7.343
Vivo San Fernando	20.566
Vivo Outlet La Florida	19.295
Vivo Outlet Maipú	9.743
Vivo Outlet Peñuelas	8.431
Vivo Outlet Temuco	12.961
Casa Costanera	23.109

Fuente: La compañía

Alta calidad crediticia de arrendatarios, y exposición a relacionados se reduce en el tiempo

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+, estable, asignada a los bonos corporativos por ICR Clasificadora de Riesgo, y la exposición de la compañía se ha reducido significativamente, hasta alcanzar un 21% al cierre de 2018.

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.

En la misma línea, la empresa cuenta con un importante plan de expansión, que busca incorporar más de 160 mil metros cuadrados de superficie en el mediano plazo.

Evaluación de la fortaleza financiera: Débil

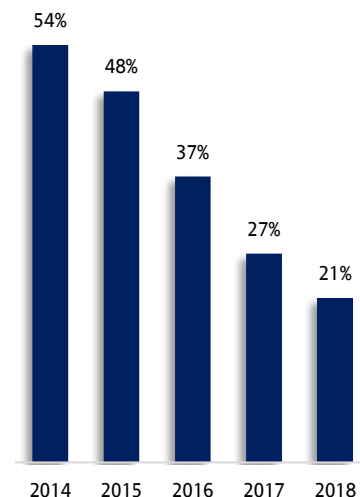
Ingresos y EBITDA crecientes producto de incorporación de nueva superficie arrendable

La compañía presenta una tendencia creciente en los ingresos de explotación, como consecuencia del incremento paulatino de superficie arrendable y posterior maduración de los activos. De esta manera, durante el año 2018, los ingresos de la empresa alcanzaron \$51.059 millones, lo que significó un crecimiento de 17% con respecto al año 2017, y una tasa de crecimiento anual compuesto de 15,6% entre los años 2014 y 2018, dando cuenta de una buena capacidad de traducir en ingresos, el aumento en la superficie disponible para arriendo.

En línea con lo anterior, el EBITDA¹ de la compañía muestra un crecimiento sostenido en el tiempo, con un similar comportamiento en la tasa de crecimiento anual compuesto, que alcanzó 16% entre los años 2014 y 2018, y un crecimiento de 30% entre 2017 y 2018, producto de la maduración y consolidación de activos que iniciaron operaciones durante 2017.

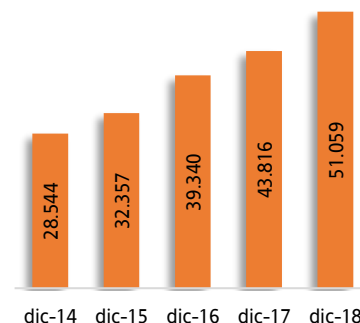
Se espera que, dado el plan de inversiones de la compañía, tanto los ingresos como el EBITDA continúen con una senda creciente en los próximos años. En la medida que el plan de inversiones se mantenga en rangos moderados, las nuevas aperturas y su posterior maduración, permitirían fortalecer los principales indicadores financieros de la empresa.

Exposición a SMU se reduce en forma continua, mejorando diversificación de la compañía
Concentración porcentual de ingresos en SMU



Fuente: La compañía

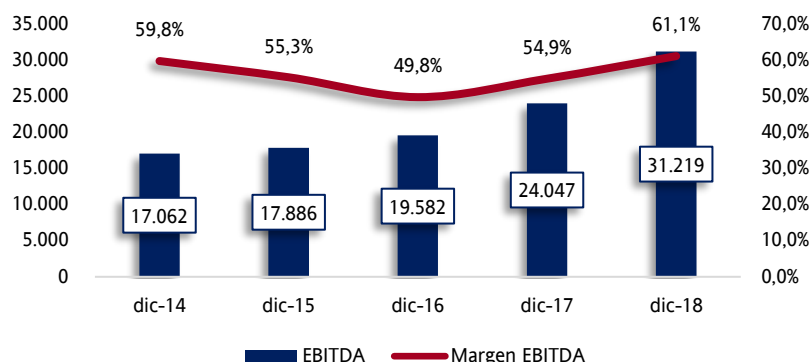
Ingresos crecientes en el tiempo, en línea con maduración de superficie incorporada
Evolución de ingresos ordinarios, en millones de pesos



Fuente: estados financieros de la compañía

EBITDA creciente en línea con ingresos, y márgenes mejorando de acuerdo a maduración de nuevos activos

Evolución de EBITDA (millones de pesos) y margen EBITDA



Fuente: estados financieros de la compañía

Plan de expansión continúa, pero se evidencian menores presiones en flujos de caja netos de inversiones, al menos hasta la ejecución de Vivo Santiago

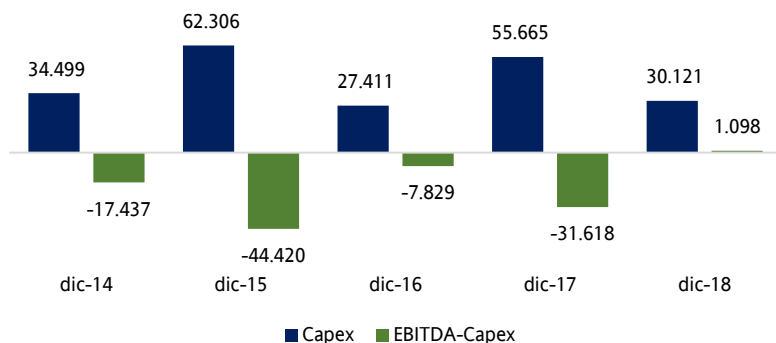
La compañía mantuvo un plan de inversiones intenso durante los años anteriores a 2018, lo que implicó fuertes desembolsos de capex hasta el año 2017, período en que hubo diversas inauguraciones de centros comerciales de gran tamaño, como Vivo Coquimbo y Vivo Imperio.

Si bien, durante 2018 el capex² de la compañía se mantuvo en niveles relevantes, éstos fueron relativamente menores en comparación con el EBITDA generado por la empresa, por lo cual, los flujos de caja después de inversiones (EBITDA-capex), se mantuvieron ligeramente positivos, quitando presión sobre requerimientos de deuda.

Considerando el plan de expansión actual de la compañía, lo antes mencionado debería mantenerse al menos, hasta que se inicie la construcción de la obra gruesa de Vivo Santiago, que, dada su envergadura, implicará mayores requerimientos de deuda por parte de la compañía.

Menores inversiones mantienen flujos operacionales equilibrados en el último año

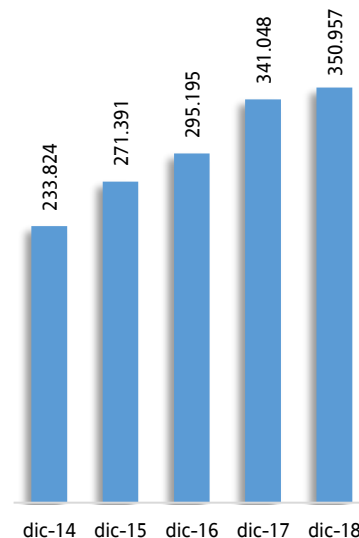
Capex y EBITDA-Capex (millones de pesos)



Fuente: estados financieros de la compañía

Deuda financiera se estabiliza en 2018, ante menores necesidades de inversión

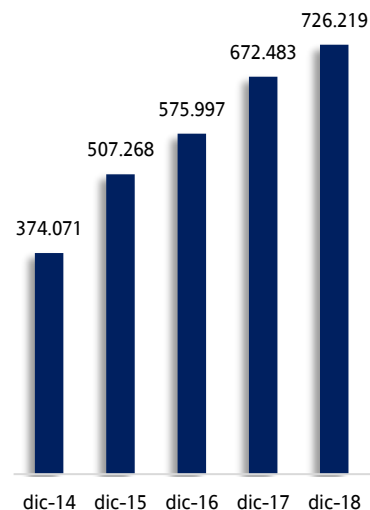
Deuda financiera (millones de pesos)



Fuente: estados financieros de la compañía

Stock de activos crece en forma significativa, por efecto de adiciones y revalorización de propiedades

Activo total, en millones de pesos



Fuente: estados financieros de la compañía

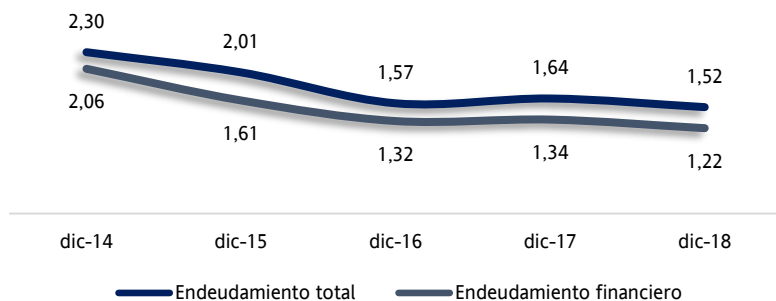
Durante los últimos tres años, los niveles de endeudamiento de VivoCorp se han mantenido estables, alcanzando al cierre de 2018 un endeudamiento total³ de 1,52 veces, fortalecido principalmente por los incrementos patrimoniales producto de la retención de utilidades.

Como se explicó, en la medida que se mantenga un ritmo de inversiones moderado, los niveles de endeudamiento de la empresa no deberían exhibir aumentos significativos, hasta el inicio de construcción de Vivo Santiago.

Alto endeudamiento podría mejorar significativamente con capitalización de deudas relacionadas

Endeudamiento esperado, según estructura actual y capitalización de deuda relacionada

Endeudamiento (n° de veces)



Fuente: La compañía

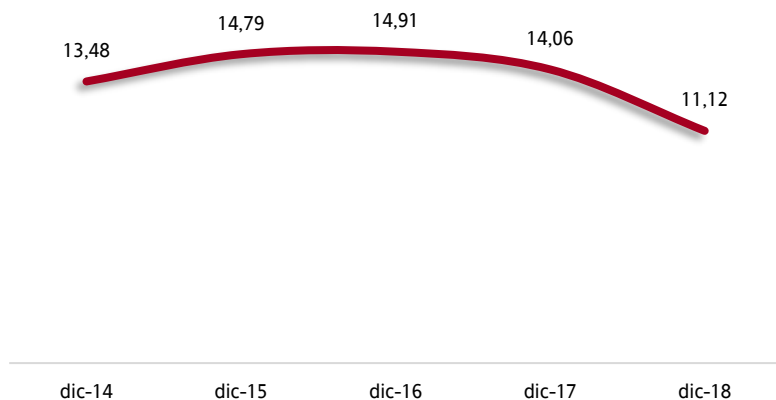
Indicadores de cobertura mejoran, pero se mantienen en rangos elevados

La compañía ha mostrado una senda creciente en generación de EBITDA, lo que le ha permitido mejorar sus indicadores de cobertura (deuda financiera neta sobre EBITDA y cobertura de gastos financieros netos), en los últimos tres períodos.

Al cierre de 2018, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se ubicó en 11,12 veces, alcanzando su menor nivel en al menos cinco años, pero aún encontrándose por sobre ratios considerados por ICR como “adecuados”, lo que implica que si bien, existe una tendencia a la baja, no justifica, por el momento, un cambio en la evaluación de la fortaleza financiera; y eventualmente podría deteriorarse con la ejecución del proyecto Vivo Santiago.

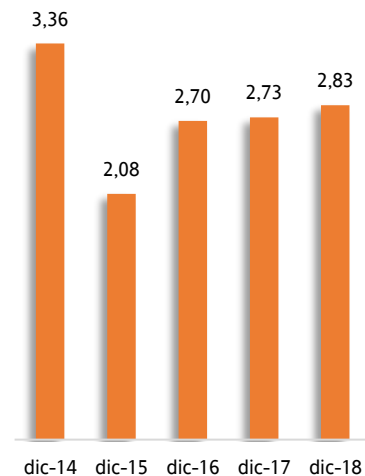
Indicadores de Deuda Neta sobre EBITDA muy elevados por ritmo de inversiones

Deuda financiera neta sobre EBITDA (veces)



Fuente: estados financieros de la compañía

Cobertura de gastos financieros netos se mantiene consistentemente sobre 2,7x EBITDA / gastos financieros netos (veces)



Fuente: Estados financieros de la compañía

Anexo: Resumen financiero VivoCorp S.A.

Indicadores (millones de pesos)	Denominación	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos corrientes	Millones de pesos	47.588	30.764	23.124	19.031	22.893
Activos no corrientes	Millones de pesos	326.483	476.504	552.873	653.452	703.326
Activos totales	Millones de pesos	374.071	507.268	575.997	672.483	726.219
Efectivo y equivalentes	Millones de pesos	3.770	6.901	3.247	2.964	3.885
Pasivos corrientes	Millones de pesos	24.929	32.165	26.488	48.332	39.693
Pasivos no corrientes	Millones de pesos	235.688	306.555	325.362	369.248	397.790
Pasivos totales	Millones de pesos	260.617	338.719	351.850	417.580	437.482
Capital de trabajo	Millones de pesos	22.659	-1.401	-3.364	-29.301	-16.800
Deuda financiera corriente	Millones de pesos	17.339	20.941	15.303	28.557	20.523
Deuda financiera no corriente	Millones de pesos	216.485	250.450	279.892	312.491	330.434
Deuda financiera total	Millones de pesos	233.824	271.391	295.195	341.048	350.957
Deuda financiera neta	Millones de pesos	230.054	264.489	291.949	338.083	347.072
Patrimonio	Millones de pesos	113.454	168.549	224.147	254.903	288.737
Patrimonio controlador	Millones de pesos	110.165	166.283	220.314	249.315	279.589
Ingresos de explotación	Millones de pesos	28.544	32.357	39.340	43.816	51.059
Margen de explotación	Millones de pesos	24.675	26.739	29.042	34.936	42.097
Resultado operacional	Millones de pesos	16.966	17.819	19.401	23.766	30.901
Utilidad del ejercicio	Millones de pesos	1.037	25.979	32.991	35.367	41.527
Depreciación y amortización	Millones de pesos	96	67	181	281	247
Razón circulante	Veces	1,91	0,96	0,87	0,39	0,58
Endeudamiento CP	Veces	0,22	0,19	0,12	0,19	0,14
Endeudamiento LP	Veces	2,08	1,82	1,45	1,45	1,38
Endeudamiento total	Veces	2,30	2,01	1,57	1,64	1,52
Endeudamiento financiero	Veces	2,06	1,61	1,32	1,34	1,22
Endeudamiento financiero neto	Veces	2,03	1,57	1,30	1,33	1,20
Deuda corto plazo / deuda total	Veces	0,07	0,08	0,05	0,08	0,06
Deuda largo plazo / deuda total	Veces	0,93	0,92	0,95	0,92	0,94
EBITDA	Millones de pesos	17.062	17.886	19.582	24.047	31.219
Margen EBITDA	Veces	59,8%	55,3%	49,8%	54,9%	61,1%
Gastos financieros 12 meses	Millones de pesos	7.091	11.648	11.179	12.351	13.218
Gastos financieros netos 12 meses	Millones de pesos	5.082	8.586	7.249	8.803	11.015
Cobertura de gastos financieros	Veces	2,41	1,54	1,75	1,95	2,36
Cobertura de gastos financieros netos	Veces	3,36	2,08	2,70	2,73	2,83
Deuda financiera total / EBITDA	Veces	13,70	15,17	15,07	14,18	11,24
Deuda financiera neta / EBITDA	Veces	13,48	14,79	14,91	14,06	11,12

Fuente: estados financieros y análisis razonados de la compañía

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

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 y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor en conjunto con otros antecedentes estipulados en la [Reseña Anual de Clasificación \(octubre de 2018\)](#). 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, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía se encuentra en proceso de inscripción de dos líneas de bonos, según el siguiente detalle:

Principales características de los instrumentos

Instrumentos	Línea de bonos	Línea de bonos
Monto	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Plazo (años)	10	30
Rescate anticipado	Sí contempla	Sí contempla
Garantías	No contempla	No contempla
Uso de los fondos	i) Refinanciamiento de pasivos; ii) financiamiento del programa de inversiones; iii) otros fines corporativos del emisor.	iv) Refinanciamiento de pasivos; v) financiamiento del programa de inversiones; otros fines corporativos del emisor.
Covenants	i) Endeudamiento total ⁴ <= 2,0 veces ii) Activos libres de gravámenes sobre deuda financiera neta sin garantías ⁵ >= 1,3 veces	

Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión.

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

Respecto a los resguardos financieros asociados a la futura emisión, a modo de referencia se presentan los niveles obtenidos a diciembre de 2018:

Indicador	Exigencia	Diciembre 2018
Endeudamiento total	<= 2,0 veces	1,20
Activos libres de gravámenes / deuda neta sin garantía	>= 1,3 veces	1,67

La clasificación asignada por esta clasificadora a la línea de bonos estipula que la compañía destina gran parte de los recursos a refinanciamiento de pasivos, sin alterar en forma significativa sus niveles de endeudamiento ni de deuda neta sobre EBITDA, y existiendo una potencial mejora en la cobertura de gastos financieros en el mediano plazo, como consecuencia del prepago de pasivos de mayor costo financiero.

En caso contrario, esto es, que la empresa destine los fondos para fines que impliquen deteriorar sus indicadores de deuda actuales, podría producirse un cambio negativo en el rating asignado a VivoCorp.

Evolución de ratings

Fecha	Solvencia	Bonos	Tendencia	Motivo
21-nov-2017	A	A	Estable	Primera Clasificación
18-abr-2018	A	A	Estable	Informe CCR
31-oct-2018	A	A	Estable	Reseña Anual
09-may-2019	A	A	Estable	Nuevas líneas de bonos

Definición de categorías

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.

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.

¹ Fuente: análisis razonado de los estados financieros.

² Capex = compras de propiedades, planta y equipo + compras de activos intangibles + compras de otros activos de largo plazo (estados de flujos de efectivo).

³ Endeudamiento total = total de pasivos sobre patrimonio.

Endeudamiento financiero = total de pasivos financieros sobre patrimonio.

⁴ Endeudamiento total según escrituras de emisión = deuda financiera neta sobre patrimonio neto total.

⁵ Los activos libres de gravámenes incluyen activos inmobiliarios que consolida la compañía e inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación.