

Solvencia	Nov. 2017	Abril 2018
Perspectivas	A	A
	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes ⁽¹⁾			
	2015	2016	2017
Ingresos Ordinarios	32.357	39.340	43.816
Ebitda Ajustado	20.776	21.414	25.152
Deuda Financiera	271.391	295.195	341.048
Margen Operacional	55,1%	49,3%	54,2%
Margen Ebitda Ajustado	64,2%	54,4%	57,4%
Endeudamiento Total	2,0	1,6	1,6
Endeudamiento Financiero	1,6	1,3	1,3
Ebitda Aj./Gastos Financieros	1,8	1,9	2,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	12,7	13,6	13,4
FCNOA/ Deuda Financiera	2,0%	5,4%	7,0%

(1) Definiciones en anexo.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva					
Diversificación de activos					
Presencia de contratos de largo plazo con alto componente fijo					
Conservadora estrategia de desarrollo comercial					
Diversificación y calidad de cartera de clientes					

Posición Financiera: Intermedia					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Estabilidad de márgenes y generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

Analista: Felipe Pantoja.
Felipe.pantoja@feller-rate.cl
(56) 22757-0470
Claudio Salin.
Claudio.salin@feller-rate.cl
(56) 22757-0463

Fundamentos

La clasificación "A" asignada a Vivocorp S.A. refleja un perfil de negocio "Satisfactorio" y una posición financiera "Intermedia".

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

A diciembre de 2017, el portafolio de activos propios de la entidad estaba constituido por 7 centros comerciales, 4 *outlets*, 55 *stand alone* y 24 *strip centers*. A su vez, administraba 3 centros comerciales y 24 *strip centers*. En total, la entidad cuenta un área locataria bruta (ABL) cercana a los 528.260 m².

A diciembre de 2017, los ingresos de la compañía exhibieron un aumento de 11,4%, alcanzando los \$43.816 millones. El incremento se encuentra asociado a una mayor recaudación por arriendo de locales (22,5%) y comisiones (4,8%), que compensaron la caída en la línea de negocios de proyectos en construcción (39,3%).

Lo anterior se encuentra en línea con la maduración de algunos activos inmobiliarios, en conjunto con la entrada en operación durante el año de los proyectos Vivo Outlet La Florida (marzo), Vivo Coquimbo (septiembre), Vivo Outlet Temuco (noviembre) y Vivo Imperio (noviembre).

El Ebitda ajustado ha mantenido la misma tendencia creciente que los ingresos, registrando un aumento del 17,5%. A su vez, el mayor crecimiento en el Ebitda ajustado se debió a mayores eficiencias operacionales, producto de la maduración de proyectos inmobiliarios y por una menor carga de costos de proyectos en construcción, lo que mitigó, en parte, la baja en los resultados con asociadas.

La mayor generación de Ebitda ajustado

compensó, en parte, el crecimiento en el nivel de deuda. Así, a diciembre de 2017 el indicador de deuda financiera sobre Ebitda ajustado disminuyó a 13,4 veces, desde las 13,6 veces obtenidas al cierre de 2016.

Por otro lado, la cobertura de gastos financieros continuó aumentando hasta las 2,0 veces, cifra similar a lo registrado en 2013.

El 25 de enero de 2018, posterior a los estados financieros consolidados, la entidad colocó en el mercado financiero dos bonos por un total de UF 2 millones. Estos correspondieron a la serie B, con vencimiento tipo bullet en 2023, y la serie C, con un perfil de vencimiento de 22 cuotas semestrales desde julio de 2028. Por una parte, los fondos recaudados, fueron utilizados para el refinanciamiento de pasivos financieros y, por otra, serán utilizados para el financiamiento de proyectos.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que la compañía mantenga una política financiera conservadora que, sumada a la maduración y rentabilización de los proyectos actuales, permita compensar el deterioro financiero asociado al plan de inversiones.

En particular, se espera una cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros en niveles cercanos a las 2 veces y un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado por debajo de las 12 veces en los próximos años.

ESCENARIO DE BAJA: Este escenario se podría dar en caso de que se observen políticas financieras más agresivas, incrementando los niveles de deuda por sobre lo esperado.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Factores Clave

- Buena posición competitiva, explicada por la calidad y ubicación estratégica de sus activos.
- Conservadora estrategia de desarrollo comercial mitiga riesgos asociados al inicio de nuevos proyectos inmobiliarios.
- Sensibilidad al nivel de actividad económica puede afectar el nivel de ocupación y, por ende, los resultados; mitigado por características contractuales en términos de plazos y de esquemas tarifarios.
- Acotados niveles de vacancia y adecuada cobertura de morosidad.
- Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones.

POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

Factores Clave

- Base de ingresos y márgenes relativamente estables, influenciados por componente fijo de su estructura tarifaria y la mantención de altas tasa de ocupación.
- Endeudamiento neto considerado alto, aunque estructurado en el mediano y largo plazo.
- Posición de liquidez clasificada como "Ajustada".
- Importantes necesidades de capital ligadas a plan de inversiones, exigiría la mantención de un mix equilibrado de financiamiento.
- Relevante volumen de activos madurando en el corto plazo.

Solvencia **A**
Perspectivas **Estables**

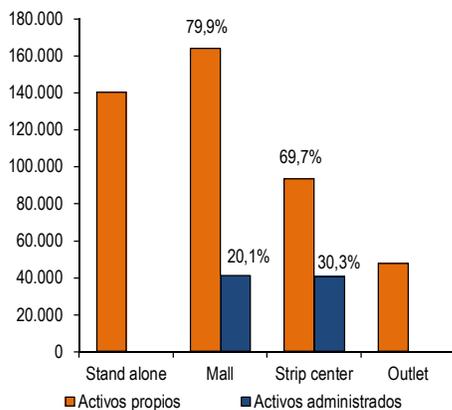
Estructura de propiedad

El control de la sociedad radica en Corpgroup mediante Vivocorp Holding S.P.A. que posee el 99,999998% de la propiedad.

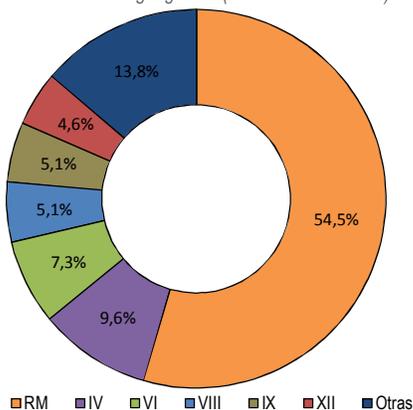
Al respecto, Vivocorp Holding S.P.A. es controlada por Inversiones Terra S.P.A., perteneciente al grupo, con el 63,39% y el saldo restante pertenece al Volcomacapital FIP.

Alta diversificación tanto de activos propios como administrados

Por tipo de locales (medido en ABL m²) a diciembre de 2017



Por ubicación geográfica (medido en unidades)



PERFIL DE NEGOCIOS **SATISFACTORIO**

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

En su estrategia operacional, la compañía se encarga tanto del diseño, como de la supervisión de la construcción (que es encargada a un tercero) y la posterior operación de los activos en los que mantiene propiedad.

➤ A diciembre de 2016, el portafolio de activos de la empresa estaba constituido por 5 centros comerciales, 2 *outlet*, 55 *stand alone* y 21 *strip center*, los que contaba con un Área Locataria Bruta (ABL) cercana a los 321.637 m².

Por otro lado, la compañía se dedica a administrar 3 centros comerciales y 25 *strip center*, los cuales aportan 82.161 m² de ABL. Al respecto, esta operación genera una mayor diversificación de ingresos y favorece la posición competitiva de la entidad al brindarle mayor poder de negociación con los locatarios.

➤ Durante 2017, entraron en operación los proyectos Vivo Outlet La Florida (marzo), Vivo Coquimbo (septiembre), Vivo Outlet Temuco (noviembre) y Vivo Imperio (noviembre), incrementando los m² de ABL propios de la compañía hasta los 418.130 m², un 30% mayor en comparación de 2016.

Alta diversificación de sus activos

➤ La cartera de activos inmobiliarios posee una alta diversificación, tanto desde el punto de vista del activo, como a nivel geográfico. Por otra parte es considerada adecuada desde el punto de vista de sus arrendatarios.

➤ La diversificación de activos por región, al considerar tanto los activos administrados como propio, a diciembre de 2017, si bien se observa una participación del 54,5% en la Región Metropolitana, acorde a la mayor población que se mantiene en dicha región, la entidad exhibe una amplia diversificación en el resto de las regiones.

➤ Por otro lado, en términos de ABL propios, a diciembre de 2017, la mayor participación corresponde a los centros comerciales con el 36,7%, seguido por *stand alone* (31,5%), *strip center* (21%) y, en menor medida, *outlet*. No obstante, se debe señalar que la mayor generación de ingresos proviene de los centros comerciales alcanzando el 49%.

➤ Adicionalmente, los ingresos por arriendo han presentado una mayor diversificación debido a la incorporación de activos en el último tiempo. Así, se observa una mayor participación de ingresos por parte de *strip center* y *outlet*, alcanzando en 2017 el 17,5% y 10,6%, respectivamente, disminuyendo la participación de activos bajo el formato *stand alone* (23%).

Modalidad de contratos a largo plazo y componente fijo permite mantener una alta predictibilidad de los flujos futuros

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

Por otro lado, las operaciones de los centros comerciales, *strip center* y *outlet* están influenciadas por el desempeño de la economía. En periodos adversos del ciclo, la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación y alzas en la morosidad por parte de los locatarios.

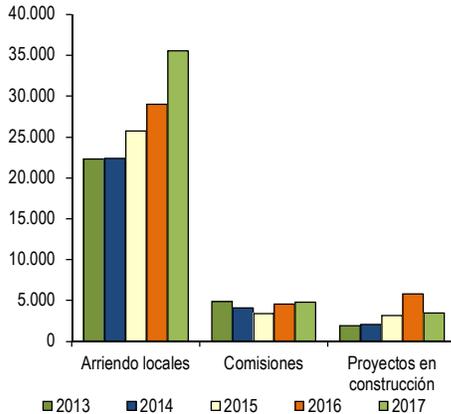
➤ A diciembre de 2017, los ingresos consolidados de la compañía se dividen en tres segmentos: por arriendo de locales, comisiones, y proyectos construcción.

Al respecto, los ingresos asociados a los arriendos locales, que representan el 81% del total, se encuentran compuestos en un 95% por arriendo fijo y el saldo restante corresponde al arriendo variable, el cual dependerá de los volúmenes de ventas de cada locatario según los respectivos contratos.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

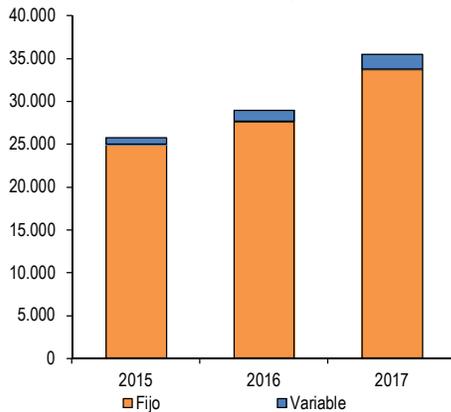
Diversificación de ingresos

Cifras en millones de pesos



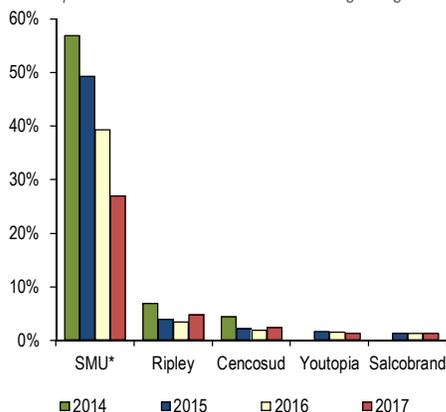
Arriendo comerciales con un alto componente fijo

Cifras en millones de pesos



Concentración de locatarios relevante en SMU, con tendencia hacia una mayor diversificación

Participación sobre el total de locatarios según ingresos



* SMU corresponde a sus filiales Unimarc, Alvi, Mayorista 10 y Construmart.

Por otro lado, los ingresos por comisiones, que alcanzaron el 11,0% del total de los ingresos corresponden a las remuneraciones asociadas a la administración de los activos inmobiliarios que no pertenecen a la compañía, como también a comisiones de proyectos propios y otros.

- La duración de los contratos que mantiene Vivocorp, en su mayoría son de largo plazo, permitiéndole mantener relaciones relativamente estables con su contraparte.

Al respecto, la actual cartera de contratos tiene una duración promedio por sobre los 10 años, de los cuales las tiendas anclas - que representan cerca del 80% de la superficie arrendable entre centros comerciales, *strip center* y *stand alone*- cuentan con una duración que varía entre 20 y 30 años. Adicionalmente, en el caso de los supermercados, utilizados en el formato *stand alone*, su duración es cercana a los 25 años.

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

Moderada calidad crediticia de su principal locatario es compensada al ser activos relevantes en términos de flujos para SMU, en conjunto con una mayor diversificación en los últimos años

- Al cierre de 2017, los cinco mayores clientes alcanzaron el 37% del total de los arriendos, de los cuales SMU con sus distinta filiales y formatos (Unimarc, Alvi, Mayorista 10, Construmart) representó la mayor participación (27,0% del total).

Si bien la concentración en SMU es relevante se ha observado en los últimos años una mayor diversificación de locatarios, lo cual sumado a la entrada en operación de los nuevos proyectos de la compañía generó una baja desde niveles del 56,9% en 2014.

- Por otro lado, su principal locatario mantiene una calidad crediticia moderada con una clasificación de riesgo local en "BBB-/Positivas" por Feller Rate. No obstante, los activos asociados a supermercados son relevantes para la generación de flujo de SMU, por lo cual la entidad mantiene una adecuada estructura de pago.
- Adicionalmente, dentro de los principales locatarios, a diciembre de 2017, se encuentran Ripley (4,8%) y Cencosud (2,4%) con una clasificación de riesgo por Feller Rate de "A/Positivas" y "AA-/Estables", respectivamente.

Niveles acotados de vacancia y adecuada cobertura de morosidad

- En los últimos años la entidad ha realizado un importante plan de crecimiento al incorporar distintos activos inmobiliarios en conjunto con la remodelación de algunos proyectos con el foco en generar una mayor incidencia en el mercado actual.

Lo anterior, ante la entrada de activos con una superficie importante en el mercado para su comercialización genera salto discretos en los niveles de ocupación.

- En el caso de los centros comerciales, *strip center* y *outlet*, su nivel de vacancia promedio durante 2014-2017 alcanzó el 6,2%, cifra acorde a lo esperado en la industria.

Por otro lado, las oficinas, las cuales mantienen una participación acotada dentro del total de activos, registraron un nivel de vacancia en 2014 del 75,1% producto de la apertura, que posteriormente disminuyó hasta el 26,9% a diciembre de 2017.

- Respecto a la morosidad, cabe señalar que para 2017, su cartera mayor a 90 días alcanza el 11,5%, con una adecuada cobertura del 60,2%. A su vez, Vivocorp mantiene cerca de 2% de la cartera por sobre el año, la cual está en su totalidad provisionada.

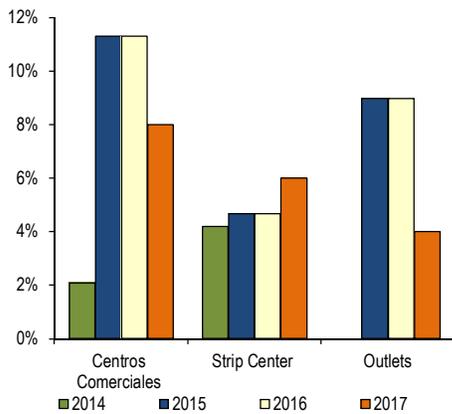
Participa en una industria competitiva y cada vez más madura

- La industria de centros comerciales en Chile se caracteriza por un creciente nivel competitivo. Se estima que cerca de un 25% de las ventas del comercio minorista son realizadas a través de los centros comerciales. Sin embargo, este porcentaje es bajo en comparación con economías desarrolladas, donde comúnmente supera el 50%, denotando el potencial que aún le queda a la industria.

- Asimismo, destaca la presencia de grandes operadores de *retail* ligados a la propiedad de los centros comerciales. El principal operador es Mall Plaza, perteneciente al Grupo Falabella,

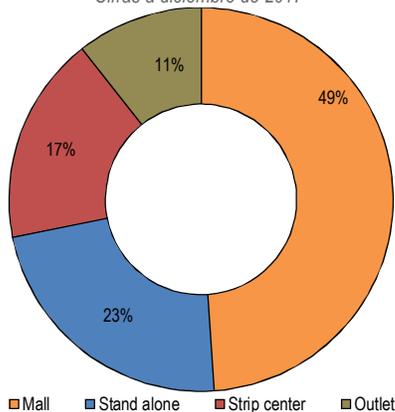
Solvencia **A**
Perspectivas **Estables**

Caída en los niveles de vacancia de la entidad acorde a lo esperado



Diversificación de Ebitda de la compañía

Cifras a diciembre de 2017



seguido por Cencosud *Shopping Centers* y Parque Arauco, los que concentran, aproximadamente, cerca del 70% de la superficie arrendable.

- La industria presenta importantes barreras de entrada y a la salida para estos formatos, favoreciendo el negocio de los actuales participantes. El elevado nivel de inversión en capital, la necesidad de bancos de terreno de gran tamaño con buen acceso y una adecuada ubicación dificultan la entrada de nuevos competidores. Esto se ha hecho más difícil con la nueva legislación que imposibilita instalar este tipo de locales en el centro de la ciudad.
- Por otra parte, los contratos de largo plazo, sus cláusulas de salida y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación del espacio también limitan la salida de estos operadores, disminuyendo el incentivo a nuevos participantes.

Actor con destacado posicionamiento en la Región Metropolitana en algunos de los segmentos en que participa

- Vivocorp es uno de los líderes dentro de la industria de renta no habitacional bajo el formato de strip center.
- Así, según cifras a diciembre de 2017 informadas en el estudio de GPS (Global Property Solutions) sobre el mercado de strip center en Santiago Vivocorp se encuentra en la 2° posición con el 13% de mercado, con 21 strip center y un total de 43.240 m².

Asimismo, se observa que Patio Comercial mantiene la 1° posición con el 15% y la tercera corresponde a BTG Pactual con el 9,9%.

- Respecto a la concentración en la Región Metropolitana de la oferta de strip center, se observa una mayor participación hacia la zona oriente (31% del total) seguido por la zona sur oriente (20%).

— CONSTANTE CRECIMIENTO EN LA OFERTA DE STRIP CENTER EN CONJUNTO CON UNA VACANCIA SIMILARES QUE FINES DE 2016

- Según las cifras informadas en el estudio de GPS (*Global Property Solutions*), se observa un relevante aumento en los metros cuadrados en el segmento de strip center pasando desde el 299.870 m² en junio de 2016 hasta alcanzar durante el segundo semestre de 2017 los 330.303 m².
- Asimismo, se exhibe un aumento en los niveles de vacancia, que alcanzaron durante el primer semestre de 2017 el 8%, potenciado por las zonas sur y centro de la región. A su vez, a igual fecha tanto los precios promedio de arriendo del 1° piso como de los otros pisos han presentado una baja, respecto de igual periodo de 2016, hasta alcanzar las 0,6 UF/m² y 0,54 UF/m², respectivamente.
- Asimismo, se exhibe una recuperación en los niveles de vacancia hasta el 6,5%, tras el aumento en el primer semestre del año, debido a una caída en todos los sectores de la región. A su vez, a igual fecha tanto los precios promedio de arriendo del 1° piso como de los otros pisos han presentado una baja, respecto de igual periodo de 2016, hasta alcanzar las 0,59 UF/m² y 0,56 UF/m², respectivamente.

Fuerte plan de inversiones genera una mayor diversificación de activos. No obstante, implica mayores presiones sobre perfil financiero

- La compañía ha mantenido políticas agresivas de inversión los últimos años, lo cual ha generado un importante crecimiento sustentado en la adquisición, renovación y construcción de nuevos activos para rentas inmobiliarias. Al respecto, cada proyecto mantiene asociado un financiamiento principalmente mediante arrendamiento financiero.
- Los planes de la entidad para 2017-2021 incluían la puesta en marcha de 4 activos durante 2017, los cuales actualmente se encuentran en operación, en conjunto con 2 proyectos que están en etapas de estudio y la construcción de Mall Vivo Santiago.

Al respecto, la entidad realizara, a partir de 2018, el proyecto Mall Vivo Santiago con una inversión estimada en los UF 5 millones, los cuales serán financiados mayoritariamente con deuda (75%), mediante un crédito sindicado, y el saldo restante se recaudara mediante generación propia.

Solvencia	A
Perspectivas	Estables

- El plan de inversiones realizado por la entidad ha generado que el perfil financiero se deteriore asociado a la construcción de los activos inmobiliarios, los cuales han presentado una alta tasa de ocupación con contratos a largo plazo. Sin embargo, la entidad mantiene proyectos en construcción y nuevas inversiones como Mall Vivo Santiago que generaran mayores presiones.

Con todo, Feller Rate, considera que el perfil financiero de la compañía se mantendrá debilitado hasta que los proyectos alcancen la madurez financiera, es decir, se disminuya su nivel de deuda acorde con los pagos establecidos, mediante la generación de flujos propios, y se mantenga la predictibilidad de estos flujos por medio de contratos a largo plazo, con una acotada vacancia.

Conservadora estrategia de desarrollo comercial mitiga riesgos asociados al inicio de nuevos proyectos inmobiliarios

- En el modelo de negocios en la industria en que participa la entidad, contempla la presencia de las tiendas ancla es clave para garantizar el flujo de público. Por tanto, el contar con la participación de éstas permite a los proyectos en desarrollo atraer a las tiendas menores.
- Vivocorp, al igual que los otros participantes de la industria, ha seguido una estrategia de desarrollo comercial que contempla la negociación de la participación de las tiendas ancla en las etapas iniciales del proyecto, estando el inicio de construcción supeditado al cierre del acuerdo comercial con las mismas

Solvencia
Perspectivas

A
Estables

POSICION FINANCIERA

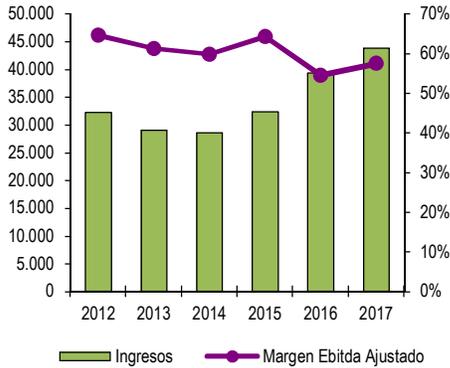
Intermedia

Resultados y flujos operativos:

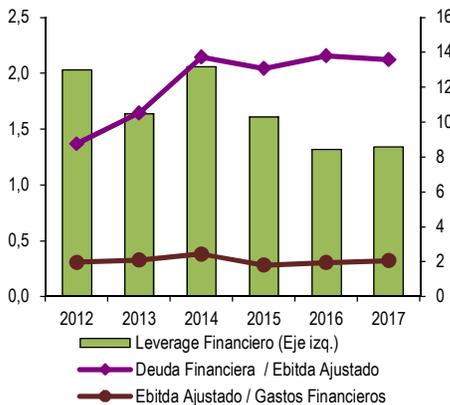
Relevante crecimiento de los ingresos, asociado al aumento en la superficie arrendable, con altos márgenes operacionales

Ingresos y márgenes consolidados

Cifras en millones de pesos

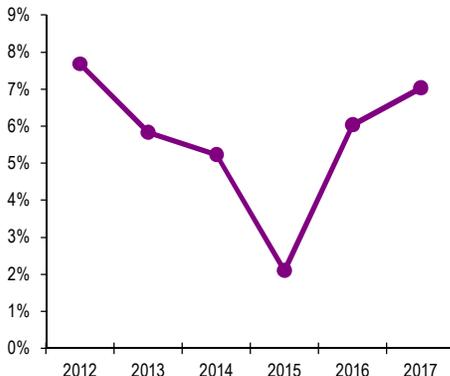


Índices de solvencia



Indicador de cobertura

FCNOA / Deuda Financiera (%)



- La actividad de la empresa se caracteriza por la obtención de altos márgenes operacionales, los que exhiben una fuerte estabilidad, incluso en periodos de desaceleración económica. Lo anterior, asociado principalmente a una estructura de contratos de arriendos con un componente mayoritariamente fijo y a la mantención de elevados niveles de ocupación.
- Acorde con el plan de crecimiento realizado por la entidad, se observa un significativo aumento en la superficie arrendable propia desde 2014, generando un sostenido crecimiento tanto en términos de generación de ingresos como de Ebitda.

A su vez, el margen Ebitda ajustado se ha mantenido en los últimos años por sobre el 50%, observándose una volatilidad en sus resultados debido a que la apertura de nuevos activos de renta inmobiliaria implica menores márgenes asociados al proceso de maduración, situación evidenciada principalmente en el crecimiento de los gastos operacionales y administrativos derivados de los procesos de puesta en marcha y apertura.

- A diciembre de 2017, los ingresos de la compañía exhibieron un aumento anual de 11,4% alcanzando los \$ 43.816 millones. El incremento se encuentra asociado a una mayor recaudación por arriendo de locales (22,5%) y comisiones (4,8%), que compensó la caída en la línea de negocios de proyectos en construcción (39,3%).

Lo anterior, se encuentra en línea con la maduración de algunos activos inmobiliarios en conjunto con la entrada en operación durante el año de los proyectos Vivo Outlet La Florida (marzo), Vivo Coquimbo (septiembre), Vivo Outlet Temuco (noviembre) y Vivo Imperio (noviembre).

- Por su parte, Ebitda ajustado (incorpora la participación en la ganancia de asociados) ha mantenido la misma tendencia creciente que los ingresos, con un aumento anual del 17,5%, registrando un monto por \$ 25.152 millones a fines de 2017.

A su vez, el mayor crecimiento en el Ebitda ajustado se debe a mayores eficiencias operacionales, producto de la maduración de proyectos inmobiliarios y por una menor carga de costos de proyectos en construcción, que mitigo, en parte, la baja en los resultados con asociadas.

- Con todo, a fines de 2017, el margen Ebitda ajustado de la compañía se incrementó hasta el 57,4% desde el 54,4% obtenido en 2016. Al respecto, estos márgenes se encuentran acorde a lo esperado debido a la etapa del plan de inversiones en que se encuentra la compañía.

- Durante los últimos años, se observó un constante crecimiento en la generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) de la compañía, tras la disminución en 2015, hasta alcanzar a fines de 2017 los \$ 23.837 millones, con un incremento anual del 35,6%.

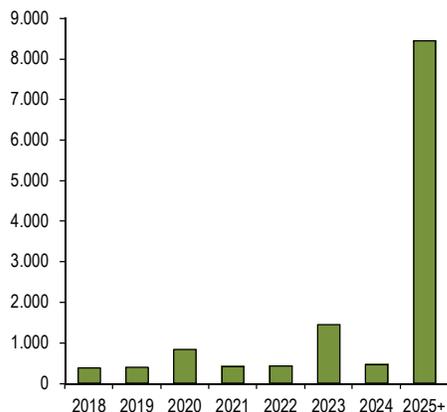
Lo anterior, se tradujo en la mantención del crecimiento de la cobertura de FCNOA sobre deuda financiera, 7% a diciembre de 2017, a pesar del aumento en los pasivos financieros.

- Feller Rate, considera que la inauguración de los 4 proyectos inmobiliarios en 2017 incrementará en los próximos años tanto los ingresos como el Ebitda, lo que se reflejaría en mayores márgenes y resultados. Asimismo, es de esperar que la entidad mantenga la estabilidad en su generación, pese a un escenario económico más desafiante, debido a la posibilidad de contar con una base conocida de ingresos.

Solvencia **A**
Perspectivas **Estables**

Perfil de vencimiento

Cifras en MUF, post colocación del bono



Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, a diciembre de 2017, por \$ 2.964 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordadas al calendario de vencimientos.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento según el plan de crecimiento comprometido.
- Dividendos según política de reparto.

Endeudamiento y coberturas:

Fuerte plan de inversiones generó aumento en los niveles de deuda, deteriorando los indicadores crediticios. No obstante, ante la generación futura de los proyectos se evidenciarían mejoras en largo plazo

- A contar de 2012, la compañía comenzó la ejecución de un importante plan de expansión que ha significado importantes necesidades de capital, el cual fue financiado a través de un equilibrado mix que incluye deuda financiera, generación propia y, en menor medida, aportes de capital.

- Esto, generó un relevante incremento en la deuda financiera de la entidad pasando de \$ 181.887 millones en 2012 hasta \$ 341.048 millones al cierre de 2017, con un crecimiento promedio anual del 15%.

En 2017, la deuda financiera de largo plazo alcanzaba el 91,6% del total, con un perfil de vencimiento holgado estructurado en el largo plazo, consistente con su giro de renta inmobiliaria. Al respecto, se observa un mayor vencimiento en 2020 (UF 827 mil) asociado a la amortización *bullet* para el financiamiento del terreno Copesa.

- El 25 de enero de 2018, posterior a los estados financieros, la entidad colocó en el mercado financiero dos bonos por un total de UF 2 millones, cuyos fondos fueron utilizados, en parte, para el refinanciamiento de pasivos financieros. Estos, fueron la serie B por UF 1 millón, con vencimiento tipo *bullet* en 2023, y la serie C con un perfil de vencimiento de 22 cuotas semestrales desde julio de 2028.

- Los aportes de capital sumado a la fusión por incorporación realizada en 2016 con la sociedad matriz del grupo (Corp Group Activos Inmobiliarios S.P.A.) han generado que el patrimonio continúe aumentando compensando el incremento en la deuda financiera.

Así el ratio de endeudamiento financiero disminuyó desde las 2,0 veces obtenido en 2014 hasta las 1,3 veces alcanzadas en 2016 y 2017.

- En los últimos años, los indicadores crediticios han presentado un constante deterioro debido al fuerte plan de inversión realizado por la entidad, el cual contempla la construcción de diversos activos inmobiliarios, generando una mayor carga financiera que será compensada en el mediano plazo con la generación de dichos proyectos.

No obstante, la mayor generación de Ebitda ajustado compensó, en parte, el crecimiento en el nivel de deuda. Así, a diciembre de 2017 el indicador de deuda financiera sobre Ebitda ajustado disminuyó desde las 13,6 veces obtenidas al cierre de 2016 hasta alcanzar las 13,4 veces.

Por otro lado, la cobertura de gastos financieros (Ebitda ajustados / Gastos financieros) continúa aumentando hasta alcanzar las 2,0 veces, cifra similar a lo registrado en 2013.

Liquidez: Ajustada

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Ajustada". Esto considera, a diciembre de 2017, un nivel de caja de \$ 2.964 millones, un Ebitda ajustado por \$ 25.152 millones y una generación de fondos (FCNOA) por \$ 23.837 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por \$ 28.557 millones en conjunto con las necesidades de inversiones proyectadas para 2018.

- Al respecto, cabe señalar que si bien los vencimientos y necesidades de financiamiento son relevantes, se consideran manejables, en atención a la amplia capacidad para acceder al mercado financiero nacional que mantiene Vivocorp.

- Adicionalmente, la liquidez se ve favorecida por la disponibilidad de líneas de crédito no comprometidas por cerca de \$ 11.000 millones.

Solvencia
Perspectivas

21 Noviembre 2017

20 Abril 2018

A
Estables

A
Estables

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2011 ⁽¹⁾	2012 ⁽¹⁾	2013 ⁽¹⁾	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽²⁾	2016	2017
Ingresos Ordinarios	29.210	32.236	29.147	28.544	32.357	39.340	43.816
Ebitda ⁽³⁾	16.828	20.234	17.179	16.982	17.886	19.582	24.047
Ebitda Ajustado ⁽⁴⁾	16.828	20.815	17.838	17.054	20.776	21.414	25.152
Resultado Operacional	16.828	20.234	17.179	16.966	17.819	19.401	23.766
Ingresos Financieros	193	294	1.708	2.009	3.062	3.931	3.547
Gastos Financieros	-7.287	-10.787	-8.636	-7.091	-11.648	-11.179	-12.351
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	6.716	22.014	28.703	1.037	25.979	32.991	35.367
Flujo Caja Neto de la Operación	-228	12.984	10.294	17.082	15.957	17.582	23.726
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽⁵⁾	-228	12.984	10.294	12.000	5.540	17.582	23.726
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁶⁾	-228	12.984	10.294	17.082	15.957	8.365	11.664
Inversiones en Activos fijos Netas	-4	-24.688	-30.452	-18.328	-62.306	-16.548	-54.952
Inversiones en Acciones			6.043	14.884	63.551		
Flujo de Caja Libre Operacional	-232	-11.704	-14.114	13.638	17.202	-8.183	-43.288
Dividendos pagados				-14.891			
Flujo de Caja Disponible	-232	-11.704	-14.114	-1.253	17.202	-8.183	-43.288
Movimiento en Empresas Relacionadas						3.243	4.477
Otros movimientos de inversiones	7.508					-4.681	-4.538
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	7.276	-11.704	-14.114	-1.253	17.202	-9.620	-43.349
Variación de capital patrimonial	6	23.414					
Variación de deudas financieras	-923	19.219	27.260	33.948	38.846	2.969	42.653
Otros movimientos de financiamiento						562	411
Financiamiento con EERR		-24.918	-15.086	-39.495	-52.916	2.434	3
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	6.359	6.010	-1.939	-6.800	3.131	-3.655	-282
Caja Inicial	140	6.499	12.509	10.570	3.770	6.901	3.247
Caja Final	6.499	12.509	10.570	3.770	6.901	3.247	2.964
Caja y equivalentes	6.499	12.509	10.570	3.770	6.901	3.247	2.964
Cuentas por Cobrar Clientes	10.102	7.392	7.432	6.009	11.171	12.155	12.147
Inventario		618	146		705	2.400	
Deuda Financiera ⁽⁷⁾	148.663	181.887	187.419	233.824	271.391	295.195	341.048
Activos disponibles para la Venta		277					
Activos Totales	245.068	296.021	329.279	374.071	507.268	575.997	672.483
Pasivos Totales	218.729	206.407	215.029	260.617	338.719	351.850	417.580
Patrimonio + Interés Minoritario	26.339	89.614	114.250	113.454	168.549	224.147	254.903

(1) Cifras corresponden a Corp Group Activos Inmobiliarios S.P.A.

(2) Cifras corresponden a Vivocorp S.P.A.

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

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

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

(6) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

(7) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

Principales Indicadores Financieros

	2011 ⁽¹⁾	2012 ⁽¹⁾	2013 ⁽¹⁾	2014 ⁽¹⁾	2015 ⁽¹⁾	2016	2017
Margen Bruto	59,3%	66,2%	85,1%	86,4%	82,6%	73,8%	79,7%
Margen Operacional (%)	57,6%	62,8%	58,9%	59,4%	55,1%	49,3%	54,2%
Margen Ebitda ⁽²⁾ (%)	57,6%	62,8%	58,9%	59,5%	55,3%	49,8%	54,9%
Margen Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (%)	57,6%	64,6%	61,2%	59,7%	64,2%	54,4%	57,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	25,5%	24,6%	25,1%	0,9%	15,4%	14,7%	13,9%
Costo/Ventas	40,7%	33,8%	14,9%	13,6%	17,4%	26,2%	20,3%
Gav/Ventas	1,6%	3,4%	26,1%	27,0%	27,6%	24,5%	25,5%
Días de Cobro	132,2	89,5	91,8	75,8	124,3	115,3	106,3
Días de Pago	130,8	198,4	768,7	581,3	434,3	275,0	611,4
Días de Inventario	0,0	20,4	12,1	0,0	45,2	83,9	0,0
Endeudamiento total	8,3	2,3	1,9	2,3	2,0	1,6	1,6
Endeudamiento financiero	5,6	2,0	1,6	2,1	1,6	1,3	1,3
Endeudamiento Financiero Neto	5,4	1,9	1,5	2,0	1,6	1,3	1,3
Deuda Financiera / Ebitda ⁽²⁾ (vc)	8,8	9,0	10,9	13,8	15,2	15,1	14,2
Deuda Financiera / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc)	8,8	8,7	10,5	13,7	13,1	13,8	13,6
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽²⁾ (vc)	8,4	8,4	10,3	13,5	14,8	14,9	14,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado ⁽³⁾ (vc)	8,4	8,1	9,9	13,5	12,7	13,6	13,4
Ebitda ⁽²⁾ / Gastos Financieros(vc)	2,3	1,9	2,0	2,4	1,5	1,8	1,9
Ebitda Ajustado ⁽³⁾ / Gastos Financieros (vc)	2,3	1,9	2,1	2,4	1,8	1,9	2,0
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera (%)	-0,2%	7,1%	5,5%	5,1%	2,0%	6,0%	7,0%
FCNOA ⁽⁴⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	-0,2%	7,7%	5,8%	5,2%	2,1%	6,0%	7,0%
Liquidez Corriente (vc)	0,6	0,8	0,9	1,8	1,0	0,9	0,4

(1) Cifras corresponden a Vivocorp S.P.A.

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

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

(4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

LINEAS DE BONOS

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

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

EMISIONES DE BONOS	Serie A	Serie B	Serie C
Fecha de inscripción	22-01-2018	22-01-2018	22-01-2018
Al amparo de Línea de Bonos	883	883	882
Monto inscrito	\$ 53.590.000.000	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto de la colocación		UF 1.000.000	UF 1.000.000
Plazo de amortización	1 cuota	1 cuota	22 cuota semestrales
Fecha de colocación		25-01-2018	25-01-2018
Fecha de inicio de amortización	05-01-2023	05-01-2023	05-07-2028
Fecha de vencimiento de amortización	05-01-2023	05-01-2023	05-01-2039
Tasa de Interés	5,5% anual	3% anual	3,5% anual
Rescate Anticipado	05-01-2020	05-01-2020	05-01-2020
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

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

- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

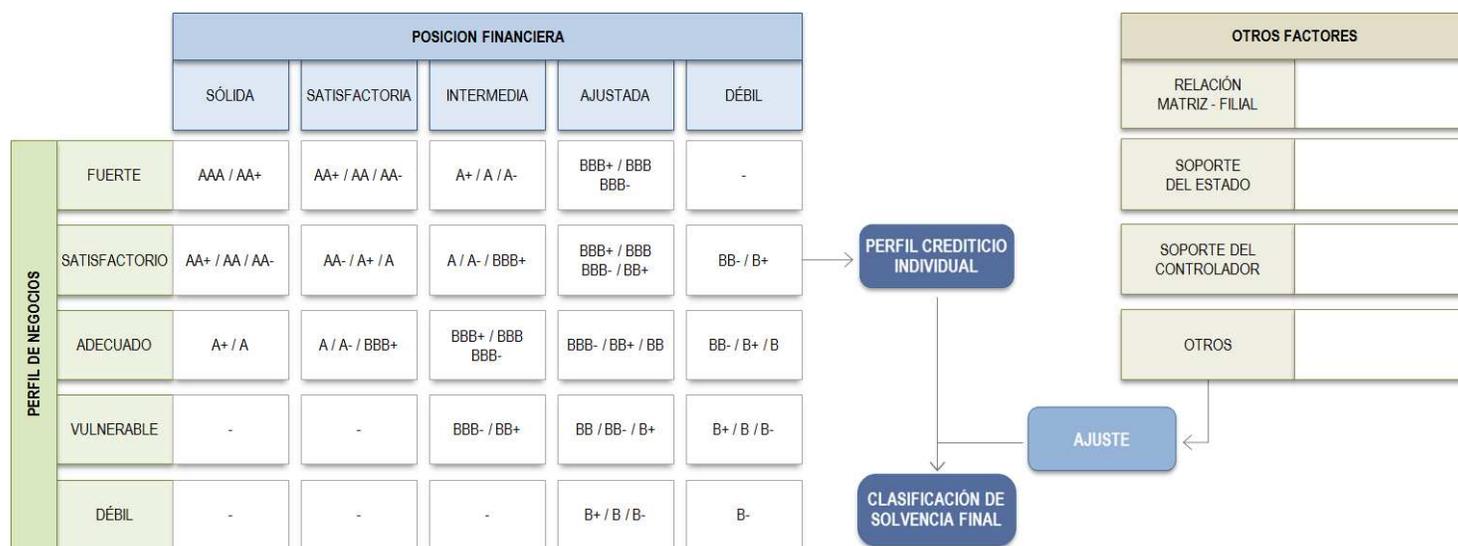
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Descriptorios de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.