



Covenants:

Cumplimiento restricciones financieras de contratos de bonos

Período cubierto: **2Q-20**



Información importante

EQUIPO ICR

Francisco Loyola
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Pablo Galleguillos
Jefe Área de Instituciones Financieras
pgalleguillos@icrchile.cl

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.

Contenidos

I. Resumen ejecutivo

II. Principales restricciones financieras: *Heat Map*

I. *Emisores con holgura menor a 10%*

II. *Emisores con holgura entre 10% y 30%*

III. *Emisores con holgura entre 30% y 80%*

IV. *Emisores con holgura entre 80% y 150%*

V. *Emisores con holgura sobre 150%*

III. Comentarios

IV. Anexos

I. Resumen ejecutivo

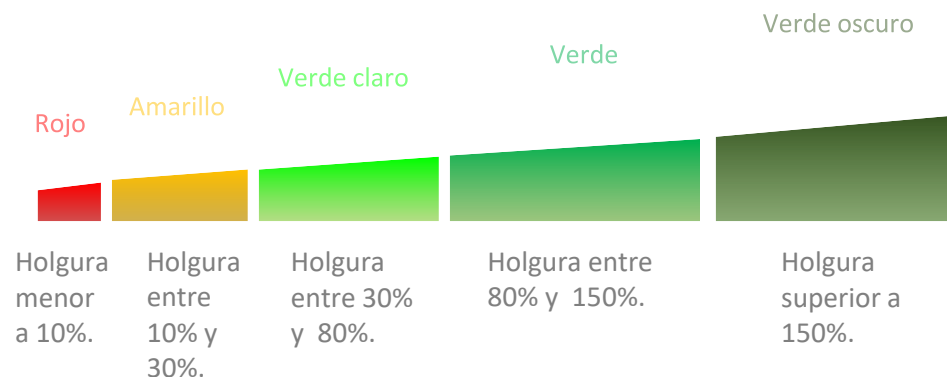
Antecedentes generales

- Dentro de los emisores clasificados por ICR, **51** tuvieron medición de restricciones financieras al 1Q-20 y **54** al 2Q-20.
- De ellos, los **covenants más usados** corresponden a: (1) activos libres de gravámenes; (2) cobertura de gastos financieros; (3) deuda financiera neta sobre EBITDA; (4) endeudamiento financiero; (5) endeudamiento financiero neto; (6) endeudamiento individual; (7) endeudamiento neto; (8) endeudamiento total y; (9) patrimonio mínimo.
- En ICR hemos confeccionado un **Heat Map** para identificar los emisores y covenants que al 1Q-20 y 2Q-20 mantenían: muy baja holgura; cierta holgura; holgura; amplia holgura o; muy amplia holgura en el cumplimiento de sus restricciones financieras.
- Para el caso de aquellos emisores que tienen un **mismo covenant con distinta definición o límite** entre sus series de bonos, se consideró en el *Heat Map* el indicador de menor holgura.
- Hemos adjuntado el modelo de datos elaborado por ICR al final de este documento, de modo tal que pueda visualizarse interactivamente a través de **Power BI** el universo completo de datos.

I. Resumen ejecutivo: *Antecedentes Heat Map*

- Se han segmentado las **restricciones financieras** según el siguiente criterio:

Segmentación restricciones financieras



- Adicional a la segmentación de cada *covenant* de acuerdo a la holgura correspondiente, hemos aplicado un criterio para segmentar a cada uno de los **emisores con bonos vigentes** clasificados por ICR al 1Q-20 y 2Q-20:

Segmentación emisores

Corresponde a aquellos [emisores](#) con al menos uno de sus *covenant* en rojo (esto es, con holgura menor a 10%).

Corresponde a aquellos [emisores](#) con al menos uno de sus *covenant* en amarillo (esto es, con holgura entre 10% y 30%) y que no tengan ningún *covenant* en rojo.

Corresponde a aquellos [emisores](#) con al menos uno de sus *covenant* en verde claro (esto es, con holgura entre 30% y 80%) y que no tengan ningún *covenant* ni en rojo ni amarillo.

Corresponde a aquellos [emisores](#) con al menos uno de sus *covenant* en verde (esto es, con holgura entre 80% y 150%) y que no tengan ningún *covenant* en rojo, amarillo ni verde claro.

Corresponde a aquellos [emisores](#) con todos sus *covenants* en verde oscuro (esto es, con holgura mayor a 150%).

II. Principales restricciones financieras – Heat Map: **Emisores con holgura menor a 10%**

El 11,1% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con **holgura menor a 10%**

Holgura 1Q-20	Holgura 2Q-20	Emisor		Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
		Empresa de Servicios Sanitarios de Los Lagos S.A. (1)	Valor		3,79							72.340
		veces / MM\$	Límite		3,50							60.000
		CAAF 18 de Septiembre	Valor				1,59					67.182
		veces / MM\$	Límite				3,00					51.850
		Sun Dreams S.A. (2)	Valor			4,42		0,73				
		veces	Límite			4,50		2,00				
		Inversiones Eléctricas del Sur (3)	Valor		2,66	4,93						
		veces	Límite		2,50	6,75						
		Nexus Chile Health SpA (4)	Valor					1,10				43.365
		veces / MM\$	Límite					2,75				17.500
		Embotelladora Andina S.A. (5)	Valor	1,55	-86,01		1,17					
		veces	Límite	1,30	3,00		1,20					

(1) En diciembre de 2019 los tenedores de bonos de Empresa de Servicios Sanitarios de Los Lagos aprobaron un *waiver* para el *covenant* de DFN/EBITDA desde el 4Q-19 hasta el 4Q-20 (incluidos).

(2) Con fecha 1 de noviembre de 2020, los tenedores de bonos de Sun Dreams aprobaron que el límite exigido para el *covenant* de DFN/EBITDA fuera de 7,0 veces desde la medición del 3Q-20 y hasta la medición del 4Q-21.

(3) En Inversiones Eléctricas del Sur, el *covenant* de gastos financieros del *Heat Map* corresponde al bono serie E cuyo límite es mas restrictivo que el de las series H y J (2,0 veces). *Covenant* de DFN/EBITDA corresponde al bono serie E, que tiene menor holgura que los bonos H y J, dada la metodología de cálculo establecida (ver anexo en Power BI).

(4) Desde el 2Q-20 comienzan a medirse los *covenants* de Nexus Chile Health, luego que materializara su primera colocación de bonos en mayo de 2020.

(5) Con fecha 28 de octubre de 2020, los tenedores de los bonos de Embotelladora Andina (series B1 y B2) aprobaron reemplazar la restricción de endeudamiento financiero por el de endeudamiento financiero neto, homologando con ello, este contrato con el resto de los bonos vigentes.

II. Principales restricciones financieras – Heat Map: **Emisores con holgura entre 10% y 30%**

El 29,6% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con **holgura entre 10% y 30%**

Holgura 1Q-20	Holgura 2Q-20	Emisor	Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
Red	Yellow	Aguas Andinas S.A. veces	Valor Límite							1,82 2,00	
Red	Yellow	Grupo Security S.A. veces	Valor Límite					0,34 0,40			
Green	Yellow	Inversiones Previsión Security Ltda. veces	Valor Límite					0,40 0,50			
Yellow	Yellow	Sociedad Nacional de Oleoductos S.A. veces	Valor Límite				1,13 1,30				
Yellow	Yellow	Empresa Eléctrica de la Frontera S.A. veces	Valor Límite	7,91 2,50	2,76 3,50						
Green	Yellow	Vivocorp S.A. veces	Valor Límite	1,48 1,30			1,40 2,00				
Red	Yellow	CCAF La Araucana (1) veces	Valor Límite				2,19 3,94				
Yellow	Yellow	Coagra S.A. veces / MMUF	Valor Límite	1,50 1,20		2,56 4,00				3,35 6,00	0,90 0,40

(1) Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana, además tiene *covenants* de cartera neta/deuda neta; gasto en provisión e índices de eficiencia, mora total, mora temprana y recaudación (ver anexo en Power BI).

II. Principales restricciones financieras – Heat Map: **Emisores con holgura entre 10% y 30%**

El 29,6% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con **holgura entre 10% y 30%**

	Holgura 1Q-20	Holgura 2Q-20	Emisor		Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
			Compañía Agropecuaria Copeval S.A.	Valor	1,91				2,97			5,02	1,49
			veces / MMUF	Límite	1,30				4,17			6,29	1,00
			Corporación Universidad de Concepción (1)	Valor		3,48	5,11		0,86				
			veces	Límite		2,30	6,00		1,50				
			Forum Servicios Financieros S.A. (2)	Valor	0,95			6,94	5,95				
			veces	Límite	0,75			10,00	10,00				
			Hortifrut S.A (3)	Valor		5,85	3,74		0,66				
			veces	Límite		4,00	4,50		1,00				
			Inversiones Confuturo S.A.	Valor	2,95					0,52			10,13
			veces / MMUF	Límite	1,50					0,60			2,50
			Patio Comercial SpA (4)	Valor		2,35			1,16				188.074
			veces / MM\$	Límite		2,00			1,75				80.000
			SMU S.A.	Valor		3,49			1,32				
			veces	Límite		2,50			1,66				
			Esva S.A. (5)	Valor		4,38	5,52					1,07	
			veces	Límite		2,00	7,00					1,50	

(1) La medición de los *covenants* de Corporación Universidad de Concepción se realiza a junio y diciembre de cada año.

(2) El *covenant* de activos libres de gravámenes de Forum Servicios Financieros tiene dos metodologías de cálculo. En el *Heat Map* se incluye el de menor holgura (ver anexo en Power BI).

(3) Los *covenants* de Hortifrut se miden sólo a junio de cada año. Adicionalmente, el *covenant* de DFN/EBITDA se mide a diciembre, pero con un límite exigido de 6,5 veces en lugar del 4,5 veces exigido a junio.

(4) Patio Comercial tiene, además, un *covenant* de ingreso mínimo (ver anexo en Power BI).

(5) En junio de 2020, los tenedores de bonos de Esva aprobaron modificar el nivel exigido al *covenant* de DFN/EBITDA desde 5,5 veces hasta 7,0 veces aplicables para el período comprendido entre el 2Q-20 y 3Q-21 (incluidos). Adicionalmente, la compañía tiene dos mediciones sobre el *covenant* de gastos financieros: el *Heat Map* considera el que, por metodología de cálculo, tiene menos holgura (serie M).

II. Principales restricciones financieras – Heat Map: **Emisores con holgura entre 30% y 80%**

El 29,6% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con **holgura entre 30% y 80%**

Holgura 1Q-20	Holgura 2Q-20	Emisor		Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento o financiero	Endeudamiento o financiero neto	Endeudamiento o individual	Endeudamiento o neto	Endeudamiento o total	Patrimonio mínimo
		Cristalerías de Chile S.A.	Valor								0,94	
		veces	Límite								1,40	
		Factoring Security S.A.	Valor	1,20							5,02	53.744
		veces / MM\$	Límite	0,75							7,50	30.000
		Redmegacentro S.A.	Valor					1,90				
		veces	Límite					2,50				
		Santander Consumer Finance Ltda.	Valor	1,14							5,66	
		veces	Límite	0,75							10,00	
		Bicercorp S.A. (1)	Valor	4,86					0,26			
		veces	Límite	0,50					0,35			
		Clínica Las Condes S.A. (2)	Valor	2,09				0,72				252.031
		veces / MM\$	Límite	1,20				1,40				124.678
		Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A.	Valor	1,69							1,46	81.609
		veces / MM\$	Límite	1,10							2,20	42.905
		Ingevec	Valor					0,61				1,91
		veces / MMUF	Límite					1,50				1,30

(1) En BICECORP, el *covenant* de endeudamiento individual del *Heat Map* corresponde al de los bonos series A y C, cuyo límite es mas restrictivo que el de la serie D (0,45 veces). *Covenant* de activos libres de gravámenes tiene dos límites establecidos: en el *Heat Map* se presenta el más restrictivo (ver anexo en Power BI).

(2) Clínica Las Condes homologó las restricciones de la serie B a los de las series E y F en abril de 2020, vale decir, desde junio 2020 se dejó de medir el ratio de endeudamiento financiero.

II. Principales restricciones financieras – Heat Map: **Emisores con holgura entre 30% y 80%**

El 29,6% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con **holgura entre 30% y 80%**

Holgura 1Q-20	Holgura 2Q-20	Emisor	Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
		Inversiones La Construcción S.A. (1)	Valor					0,30			
		veces	Límite					0,60			
		Sistema de Transmisión del Sur S.A.	Valor	9,10	4,10						
		veces	Límite	2,00	6,75						
		Sonda S.A.	Valor	1,96	6,86				0,76		17,04
		veces / MMUF	Límite	1,25	2,50				1,30		8,00
		Tecno Fast S.A.	Valor		2,43		0,69				2,82
		veces / MMUF	Límite		5,00		1,50				1,80
		Compañía Sudamericana de Vapores S.A. (2)	Valor	4,25						0,27	
		veces / MM USD	Límite	1,30						1,30	
		Essbio S.A. (3)	Valor	7,04	5,13					1,03	
		veces	Límite	2,50	7,00					1,50	
		Nuevosur S.A. (4)	Valor	10,01	3,77						
		veces	Límite	2,00	6,00						
		Inversiones Southwater Limitada (5)	Valor	4,46	6,46						
		veces	Límite	2,00	8,50						

(1) ILC, además tiene un *covenant* de ingresos mínimos provenientes de los negocios de Isapre, salud, asegurador y bancario (ver anexo en Power BI).

(2) Compañía Sudamericana de Vapores, además tiene un *covenant* de total de activos (ver anexo en Power BI).

(3) En junio de 2020, los tenedores de bonos de Essbio aprobaron modificar el nivel exigido al *covenant* de DFN/EBITDA desde 5,5 veces hasta 7,0 veces aplicables para el período comprendido entre el 2Q-20 y 3Q-21 (incluidos). Adicionalmente el *covenant* de gastos financieros del *Heat Map* corresponde al de las series H e I, que por metodología de cálculo tiene menos holgura que las series D y E. Del mismo modo, el *covenant* de DFN/EBITDA presentado corresponde al de los bonos H e I, que tiene menos holgura que el de la serie E (ver anexo en Power BI).

(4) En junio de 2020, los tenedores de bonos de Nuevosur aprobaron modificar el nivel exigido al *covenant* de DFN/EBITDA desde 4,5 veces hasta 6,0 veces aplicables para el período comprendido entre el 2Q-20 y 1Q-21 (incluidos). Adicionalmente, la compañía tiene un *covenant* de cobertura del servicio de la deuda (ver anexo en Power BI).

(5) En junio de 2020, los tenedores de bonos de Inversiones Southwater aprobaron modificar el nivel exigido al *covenant* de DFN/EBITDA desde 6,5 veces hasta 8,5 veces aplicables para el período comprendido entre el 2Q-20 y 3Q-21 (incluidos). Adicionalmente, la compañía tiene un *covenant* de cobertura del servicio de la deuda (ver anexo en Power BI).

II. Principales restricciones financieras – Heat Map: *Emisores con holgura entre 80% y 150%*

El 20,4% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con holgura entre 80% y 150%

Holgura 1Q-20	Holgura 2Q-20	Emisor		Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
		Parque Arauco S.A.	Valor					0,72				
		veces	Límite					1,50				
		SalfaCorp S.A.	Valor		4,91			0,84				
		veces	Límite		2,50			2,00				
		CCAF Los Andes	Valor	1,69						1,25		28,07
		veces / MMUF	Límite	0,80						3,20		12,00
		CCAF Los Héroes	Valor							0,97		200.829
		veces	Límite							3,50		100.000
		Coca Cola Embonor S.A.	Valor		8,06	1,95		0,53				
		veces	Límite		2,50	4,00		1,30				
		Quiñenco S.A.	Valor	4,36					0,23		0,27	3.674.647
		veces / MM\$	Límite	1,30					0,49		0,63	858.300
		Sociedad Anónima Viña Santa Rita S.A.	Valor		7,23						0,99	
		veces	Límite		2,75						1,90	
		Sociedad Austral de Electricidad S.A.	Valor		9,58	1,62						
		veces	Límite		2,50	3,50						
		Compañía Cerveceras Unidas S.A.	Valor	4,59	9,92			0,18			0,68	1.334.001
		veces / MM\$	Límite	1,20	3,00			1,50			1,50	312.517
		Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	Valor		9,64	1,57						
		veces	Límite		2,20	4,50						
		Sigdo Koppers S.A.	Valor	13,38							0,53	35,78
		veces / MMUF	Límite	1,50							1,20	11,00

(1) Metodología de cálculo del *covenant* de gastos financieros de SalfaCorp difiere levemente entre sus series. En el *Heat Map*, se incorpora el de menor holgura (ver anexo en Power BI).

(2) En Inversiones Eléctricas del Sur, el *covenant* de gastos financieros del *Heat Map* corresponde al bono serie E cuyo límite es más restrictivo que el de las series H y J (2,0 veces). *Covenant* de DFN/EBITDA corresponde al bono serie E, que tiene menor holgura que los bonos H y J, dada la metodología de cálculo establecida (ver anexo en Power BI).

(3) El *covenant* de activos libres de gravámenes de Compañía Cerveceras Unidas tiene distintas metodologías de cálculo para las series H y J. En el *Heat Map* se incluye el de menor holgura (ver anexo en Power BI).

(4) Sigdo Koppers tiene un *covenant* de patrimonio mínimo consolidado y otro individual. En ambos casos los límites y los valores coinciden al 2Q-20 (ver anexo en Power BI).

II. Principales restricciones financieras – Heat Map: *Emisores con holgura mayor a 150%*

El 9,3% de los emisores clasificados por ICR tiene una **holgura superior a 150%** en el cumplimiento de sus principales *covenants*

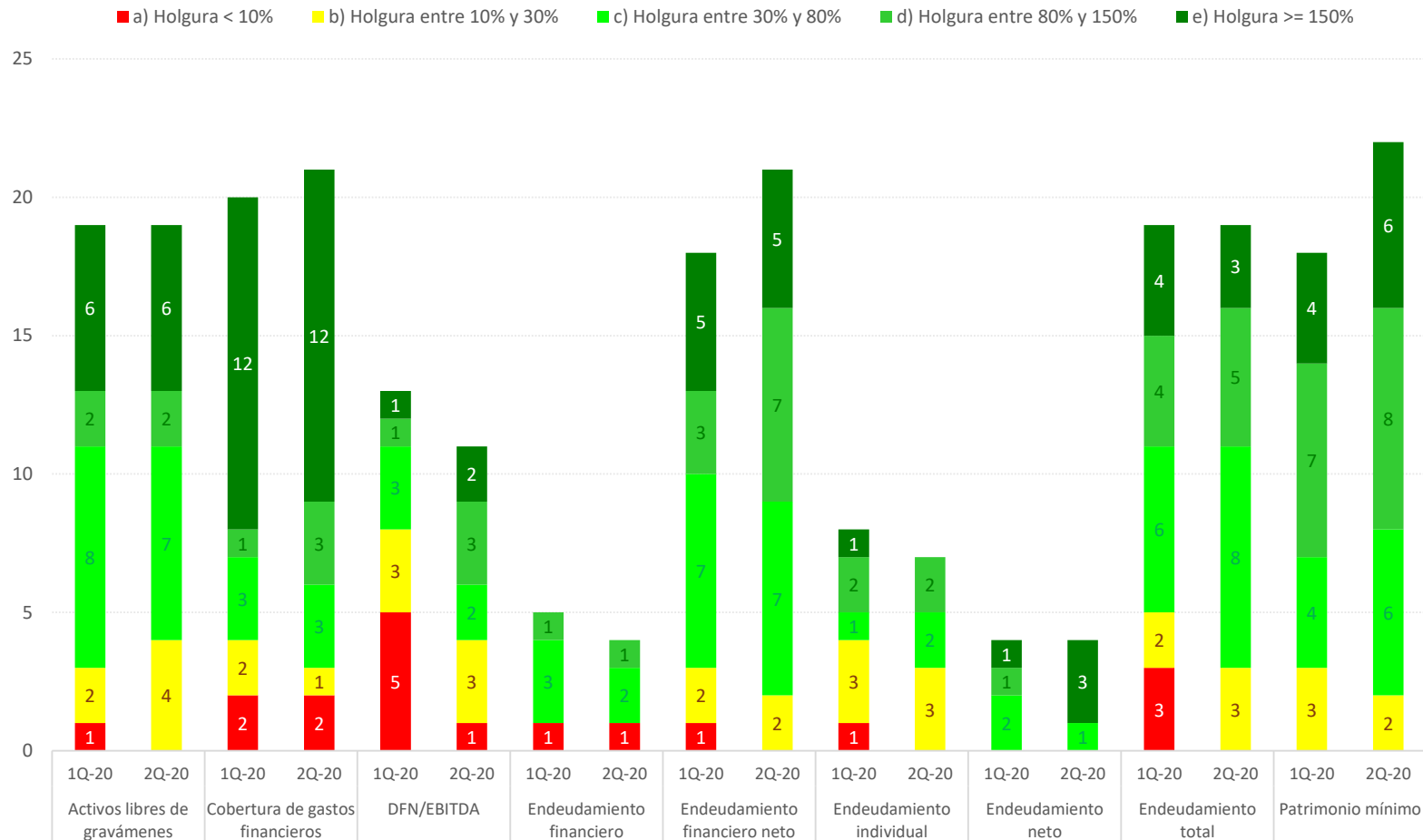
Holgura 1Q-20	Holgura 2Q-20	Emisor	Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
		Compañía industrial el Volcán S.A.	Valor		0,07				0,17		
		veces	Límite		3,50				1,50		
		Enlasa Generación Chile S.A.	Valor				0,35				
		veces	Límite				1,50				
		Masisa S.A. (1)	Valor						0,30		
		veces	Límite						1,40		
		Sociedad de Rentas Comerciales S.A.	Valor							0,44	
		veces	Límite							1,50	
		Viña San Pedro Tarapacá S.A. (2)	Valor	26,84			0,17				
		veces	Límite	2,50			1,50				

- (1) En julio de 2020, se aprobaron las últimas modificaciones a los contratos de bonos (serie L) de Masisa el que contempla: (i) *Waiver* del *covenant* de DFN/EBITDA (sujeto a la consumación de la venta de activos forestales en Chile) en el período comprendido entre el 2Q-20 y hasta el 3Q-22 (ambas fechas inclusive). Desde el 4Q-22 y hasta el 3Q-23, el emisor deberá mantener una razón DFN/EBITDA \leq 3,5 veces y desde el 4Q-23 en adelante el nivel exigido será 2,5 veces. Una vez que se materialice la venta de los activos forestales argentinos, el indicador de DFN/EBITDA no podrá superar las 2,5 veces desde el 4Q-22 en adelante; (ii) Durante el período de *waiver* y/o mientras el límite sea superior a 2,5 veces, el emisor no podrá realizar distribuciones de dividendos por sobre el mínimo legal, devoluciones de capital o efectuar préstamos a sus accionistas; (iii) Sujeto a la Consumación de la Venta de los Activos Forestales Chilenos, se elimina la obligación de mantener una caja mínima de US\$ 45 millones. Sujeto a la Consumación de la Venta de los Activos Forestales Argentinos, el emisor deberá mantener una caja mínima de US\$ 25 millones por un plazo de 12 meses; (iv) El incumplimiento del límite DFN/EBITDA de 2,5 veces, no dará lugar a la exigibilidad anticipada del capital insoluto e intereses devengados de los bonos, mientras esta sea igual o menor que 3,0 veces. Sin embargo en dicho caso el Emisor no podrá realizar distribuciones de dividendos por sobre el mínimo legal, ni devoluciones de capital, ni préstamos a sus accionistas mientras persista el incumplimiento.
- (2) A partir del 2Q-20 se comienzan a medir los *covenants* de Viña San Pedro Tarapacá, luego de su colocación de junio 2020.

III. 10 de los indicadores más estrechos al 1Q-20 reportan mayor holgura al 2Q-20

Covenants del 2Q-20 presentan menor estrechez en su cumplimiento, dadas las flexibilizaciones aprobadas por los tenedores de bonos en algunos emisores.

Comparativo de indicadores por tramo de holgura. Mediciones al 1Q-20 y 2Q-20 (N° por tramo)

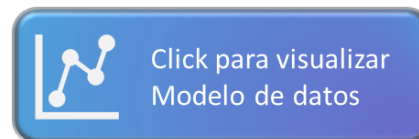


Los *covenants* más utilizados al 2Q-20 continúan siendo los de patrimonio mínimo, cobertura de gastos financieros y endeudamiento financiero neto.

IV. Anexos

Alcance del reporte

- Emisores que **no son cubiertos** por ICR han sido excluidos de este *Heat Map*.
- Dada la baja profundidad del mercado de **efectos de comercio**, se ha excluido del *Heat Map* aquellos emisores con este tipo de obligaciones, acotándolo sólo al mercado de bonos locales.
- El **período de corte** de la información es al 2Q-20. Cualquier modificación a los contratos de bonos posterior a esta fecha, será incluido en la próxima medición de *covenants*, vale decir, al 3Q-20.
- Aquellos *covenants* que se encuentran actualmente con **waiver** han sido excluidos de este reporte.
- Emisores que se encuentran en **Reorganización Judicial** han sido excluidos del *Heat Map*, al igual que aquellos que, teniendo líneas de bonos inscritas al 2Q-20 no habían materializado colocaciones a esa fecha.
- El término “**holgura**” al que se hace relación en este reporte, significa la variación entre el límite exigido en los contratos de bonos y su valor realmente alcanzado al 2Q-20.
- La holgura definida para segmentar el *Heat Map* ha sido definida **a discreción de ICR**, por lo que podría diferir de la apreciación de los emisores o analistas.
- Si el lector necesita visualizar con mayor detalle el **modelo de datos** de los *covenants* elaborado por ICR, puede revisar en el siguiente link que contiene: el universo completo de *covenants* de los emisores que clasificamos, incluyendo el nivel de holgura, un *Heat map* interactivo y una biblioteca con la metodología de cálculo de los indicadores.





Covenants:

Cumplimiento restricciones financieras de contratos de bonos

Período cubierto: **2Q-20**

