



Covenants:

Cumplimiento restricciones financieras de contratos de bonos

Período cubierto: **1Q-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

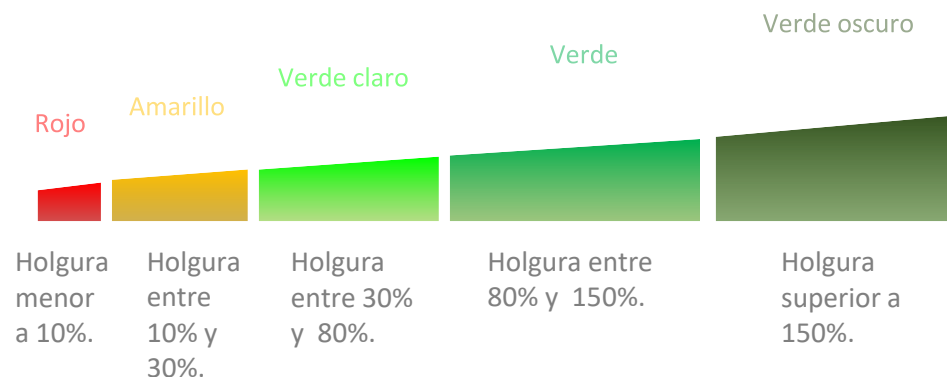
Antecedentes generales

- Dentro de los emisores clasificados por ICR, **48** mantenían colocaciones de bonos vigentes al 1Q-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 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 48 **emisores con bonos vigentes** clasificados por ICR al 1Q-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*

El 20,3% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con **holgura menor a 10%**

		Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
	Aguas Andinas S.A. (N° de veces)								1,85	
	Grupo Security S.A. (N° de veces)						0,37		2,00	
	Clínica Las Condes S.A. (1) (N° de veces / MM\$)	1,26			1,39	1,30				145.189
	Empresa de Servicios Sanitarios de Los Lagos S.A. (2) (N° de veces / MM\$)	1,20	3,13		1,40	1,40				68.906
	Inversiones Eléctricas Del Sur S.A. (3) (N° de veces)		2,73	6,04						60.000
	Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (N° de veces / MMUF)	1,92				3,41			5,80	1,46
	Inversiones Southwater Limitada (4) (N° de veces)	1,30	4,68	6,28		4,17			6,28	1,00
	Sociedad Austral de Electricidad S.A. (N° de veces)		10,20	3,23						
	Essbio S.A. (5) (N° de veces)		7,23	5,12					1,00	
	Esva S.A. (6) (N° de veces)		4,52	5,35					1,50	
			2,00	5,50					1,50	

(1) 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 deja de medir el ratio de endeudamiento financiero.

(2) Incumplimiento de Empresa de Servicios Sanitarios Los Lagos se encuentra en período de cura. Adicionalmente, tiene un *covenant* de DFN/EBITDA con *waiver* (ver anexo en Power BI).

(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) Inversiones Southwater además tiene un *covenant* de cobertura del servicio de la deuda (ver anexo en Power BI). Actualmente está en proceso de formalización del *waiver* del indicador de DFN/EBITDA.

(5) En Essbio, 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). Actualmente está en proceso de formalización del *waiver* del indicador de DFN/EBITDA.

(6) Esva tiene dos mediciones sobre el *covenant* de gastos financieros: el *Heat Map* considera el que, por metodología de cálculo, tiene menos holgura (serie M). Actualmente está en proceso de formalización del *waiver* del indicador de DFN/EBITDA.

II. Principales restricciones financieras: *Heat Map*

El 31,3% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con holgura entre 30% y 80%

		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
	Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana (1) (N° de veces)					2,43				
	Cristalerías de Chile S.A. (N° de veces)					4,06			0,96	
	Forum Servicios Financieros S.A. (2) (N° de veces)	0,99			7,07	6,36			1,40	
	Masisa S.A. (3) (N° de veces)							0,78		
	Redmegacentro S.A. (N° de veces)					1,83		1,40		
	Santander Consumer Chile S.A. (N° de veces)	1,12				2,50			6,91	
	SMU S.A. (N° de veces)		4,14			1,21			10,00	
	Vivocorp S.A. (N° de veces)	1,75				1,36				
	Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A. (N° de veces / MM\$)	1,67							1,50	78.696
	Ingevec S.A. (N° de veces / MMUF)					0,58			2,20	42.905
	SalfaCorp S.A. (4) (N° de veces)		4,49			0,89				1,30
	Sistema de Transmisión del Sur S.A. (N° de veces)		12,04	4,06						
	Sonda S.A. (N° de veces / MMUF)	2,00	7,66					0,80		17,83
	Sun Dreams S.A. (N° de veces)			2,56		0,62		1,30		8,00
	Tecno Fast S.A. (N° de veces / MMUF)			2,82		0,70				2,80
				5,00		1,50				1,80

(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).

(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) Masisa, además, tiene un *covenant* de DFN/EBITDA actualmente con *waiver*.

(4) 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).

II. Principales restricciones financieras: *Heat Map*

El 18,8% de los emisores clasificados por ICR tiene al menos un *covenant* con holgura entre 80% y 150%

		Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
	Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Andes (N° de veces / MMUF)	Valor 1,68 Límite 0,80						1,31 3,20		28,14 12,00
	Inversiones La Construcción S.A. (1) (N° de veces)	Valor Límite					0,32 0,60			
	Parque Arauco S.A. (N° de veces)	Valor Límite				0,67 1,50				
	Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroes (N° de veces / MM\$)	Valor Límite						1,04 3,50		201.247 100.000
	Sociedad Anónima Viña Santa Rita S.A. (N° de veces)	Valor Límite	7,58 2,75						0,95 1,90	
	Coca Cola Embonor S.A. (N° de veces)	Valor Límite	9,12 2,50	1,79 4,00		0,51 1,30				
	Compañía Cerveceras Unidas S.A. (2) (N° de veces / MM\$)	Valor 7,29 Límite 1,20	11,41 3,00			0,06 1,50			0,62 1,50	1.358.303 312.517
	Quiñenco S.A. (N° de veces / MM\$)	Valor 4,60 Límite 1,30					0,21 0,49		0,24 0,63	3.753.443 859.219
	Sigdo Koppers S.A. (3) (N° de veces / MMUF)	Valor 13,67 Límite 1,50					0,15 0,50		0,53 1,20	35,08 11,00

(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) 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).

(3) Sigdo Koppers tiene un *covenant* de patrimonio mínimo consolidado y otro individual. En ambos casos los límites y los valores coinciden al 1Q-20 (ver anexo en Power BI).

II. Principales restricciones financieras: *Heat Map*

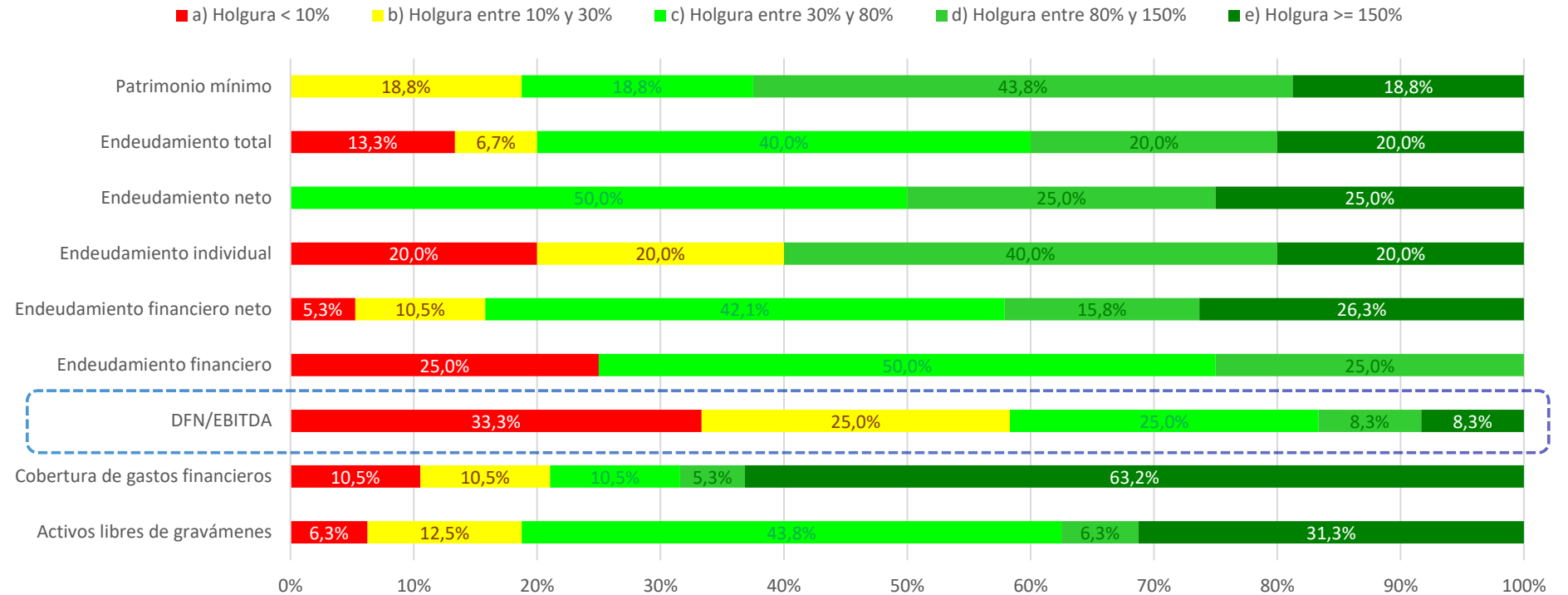
El 8,3% de los emisores clasificados por ICR tiene una **holgura superior a 150%** en el cumplimiento de sus principales *covenants*

		Activos libres de gravámenes	Cobertura de gastos financieros	DFN/EBITDA	Endeudamiento financiero	Endeudamiento financiero neto	Endeudamiento individual	Endeudamiento neto	Endeudamiento total	Patrimonio mínimo
■	Compañía Sudamericana de Vapores S.A. (1)	Valor	4,50						0,26	
	(N° de veces)	Límite	1,30						1,30	
■	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	Valor	9,60	1,54						
	(N° de veces)	Límite	2,20	4,50						
■	Enlasa Generación Chile S.A.	Valor				0,28				
	(N° de veces)	Límite				1,50				
■	Sociedad de Rentas Comerciales S.A.	Valor							0,45	
	(N° de veces)	Límite							1,50	

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

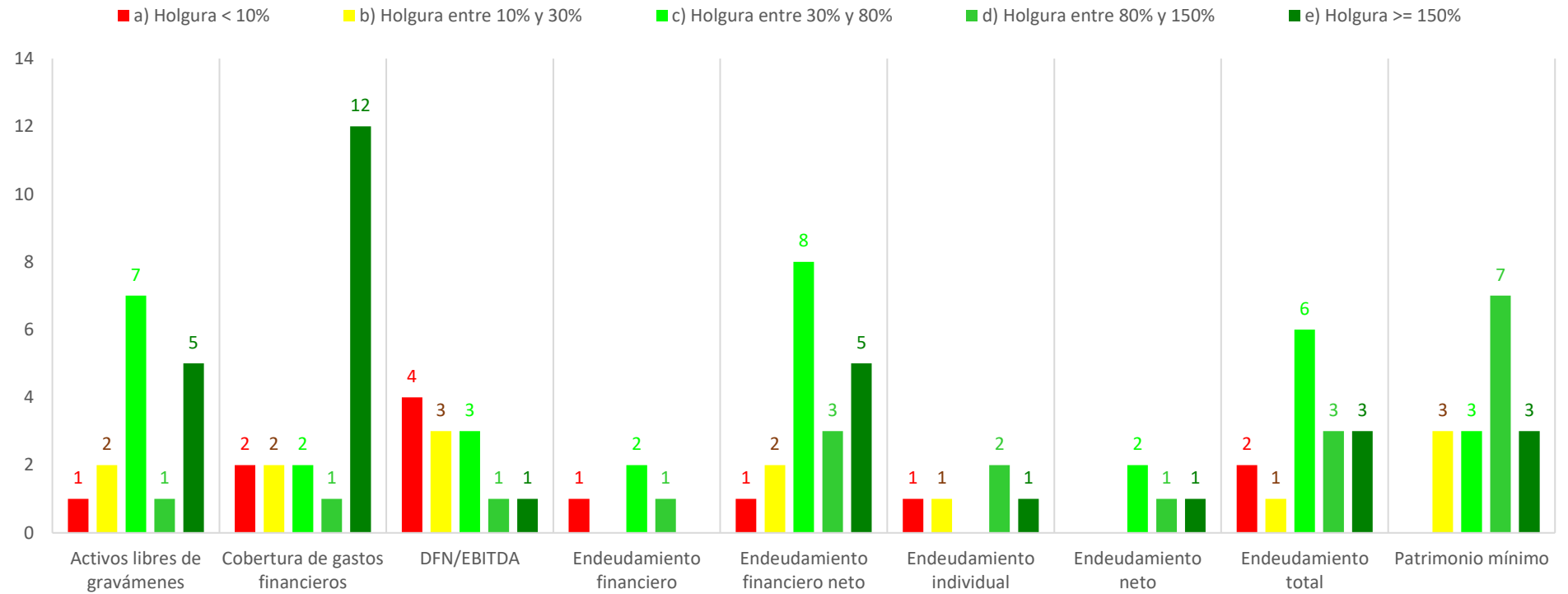
III. Comentarios

Covenants de DFN/EBITDA corresponde al indicador que presenta mayor estrechez en el cumplimiento de su límite exigido



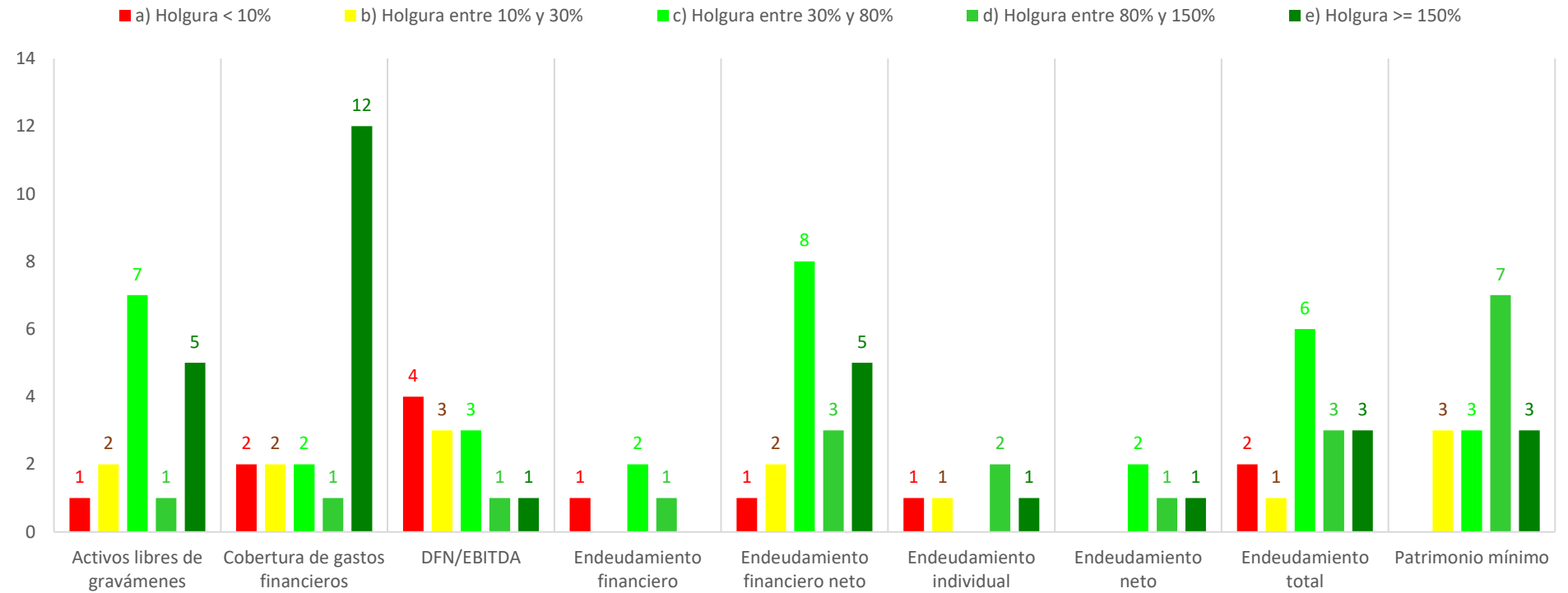
III. Comentarios

Los *covenants* más utilizados son de cobertura de gastos financieros y de endeudamiento financiero neto.



III. Comentarios

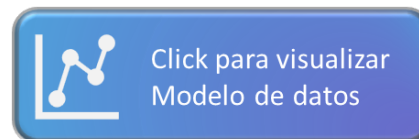
Los *covenants* de mayor holgura son los de patrimonio mínimo y endeudamiento neto



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 1Q-20. Cualquier modificación a los contratos de bonos posterior a esta fecha, será incluido en la próxima medición de *covenants*, vale decir, al 2Q-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 1Q-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 1Q-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: **1Q-20**

