

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Línea de efectos de comercio	N1+/AA	Primera clasificación (nuevo instrumento)	Estable	Primera clasificación (nuevo instrumento)	<ul style="list-style-type: none"> - General de empresas; - Criterio: Clasificación de compañías holdings y sus filiales; - Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y largo plazo.

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **clasifica en categoría N1+/AA con tendencia estable**, la nueva línea de efectos de comercio (en proceso de inscripción) de BICECORP S.A. (en adelante BICECORP, la compañía o el holding).

La clasificación de la línea está alineada con la solvencia de BICECORP, dada la relación estándar que existe entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia), salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa.

La clasificación de solvencia, por su parte, se sustenta principalmente en el riesgo financiero/de liquidez del holding, en la fortaleza financiera de sus principales filiales y en el impacto que esta nueva emisión tendría en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- **Riesgo financiero/liquidez del holding:** En opinión de esta clasificadora, la compañía presenta buenos niveles de liquidez y un endeudamiento individual históricamente conservador. Respecto al nivel de dividendos, el holding percibe flujos relevantes, lo que le permite cubrir con holgura su servicio de deuda estructurada.

El calendario de amortización de la deuda, por su parte, está compuesto por una fracción menor de deuda estructurada, existiendo una porción relevante de deuda destinada al financiamiento del plan de crecimiento de su filial automotriz, lo que es traspasado vía préstamos relacionados y cuenta con un calendario de pago establecido.

- **Fortalecimiento de sus principales filiales y otros factores:** En primer lugar, se destaca la estabilidad de los flujos entregados por sus filiales, principalmente del banco y de la compañía de seguros, desde las cuales se reciben dividendos año a año. En segundo lugar, la situación financiera y el modelo de negocio de las filiales, permiten que éstas mantengan buena clasificación de riesgo en el mercado local. En tercer lugar, BICECORP mantiene una participación controladora en casi todas sus inversiones, por tanto, tiene incidencia en la política de dividendos.

- **Impacto de la nueva emisión de efectos de comercio:** La compañía está en proceso de inscripción de una línea de efectos de comercio por UF 1.300.000 a diez años, cuyos principales *covenants* estipulan un endeudamiento individual menor o igual a 0,45 veces y activos libres de gravámenes mayores o iguales a 1,2 veces el pasivo exigible financiero individual no garantizado. Dado el uso de los fondos contemplado por la compañía, estos indicadores se cumplirían con suficiente holgura y no se espera un impacto significativo en los indicadores de deuda de la empresa derivado de este nuevo instrumento.

ICR hace hincapié que, en línea con lo anunciado en el [Informe de Nuevo Instrumento](#) (junio 2018) y el [Comunicado de Hecho Esencial](#) (abril 2018), el endeudamiento individual de BICECORP se incrementaría muy por sobre su nivel histórico luego de materializada la compra de activos de Sura, lo que no necesariamente impactaría a la baja en su clasificación, dado que el endeudamiento individual aumentaría (cerca de 0,3 veces), pero se situaría por debajo de su *covenant* actual de 0,35 veces (bonos series A y C) y de lo establecido en la metodología de clasificación de ICR de 0,3 veces, el que disminuiría progresivamente los años siguientes.

Para BICECORP, tanto su riesgo financiero a nivel individual como la fortaleza de sus filiales y otros factores detallados en la [Reseña Anual de Clasificación](#) (agosto 2018), impactan en su clasificación de solvencia actual. Por una parte, el rating ponderado asignado por esta clasificadora a sus filiales es categoría AA y, por otra parte, dado el perfil crediticio conservador de BICECORP a nivel individual, el rating asignado a la compañía iguala al del ponderado de sus filiales, quedando clasificado, por tanto, en categoría AA.

Lo anterior significa que, considerando la clasificación de solvencia de categoría AA del holding, sus instrumentos de corto plazo califican en N1+, que 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.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADA DE LA COMPAÑÍA

Las operaciones de BICECORP se desarrollan en tres segmentos de negocios: (1) Banco BICE y filiales; (2) BICE Vida Compañía de Seguros (clasificada en categoría AA+ por ICR) y filial; (3) Matriz y otras filiales.

A septiembre de 2018, la utilidad atribuible a los controladores de la compañía disminuyó 22,3%, llegando a \$70.763 millones (\$86.574 millones a septiembre de 2017), debido principalmente al menor desempeño de la filial BICE Vida (-44,2%) en sus inversiones en renta variable.

Utilidades controladores (MM\$)

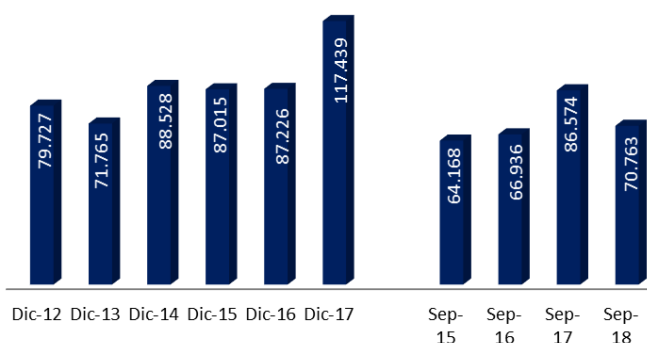


Gráfico 1: Utilidad atribuible a los controladores.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Con todo, de la trayectoria del holding se observa que la utilidad a septiembre de este año se encuentra dentro de los niveles históricos alcanzados por BICECORP, pese a la disminución mencionada.

Los niveles de utilidad alcanzados por el holding a septiembre de 2018, permitieron que BICECORP mantuviera la rentabilidad de los activos sobre 10% (ROE)¹ y un ROA² similar a los períodos anteriores.

Utilidad por segmento de negocio (MM\$)

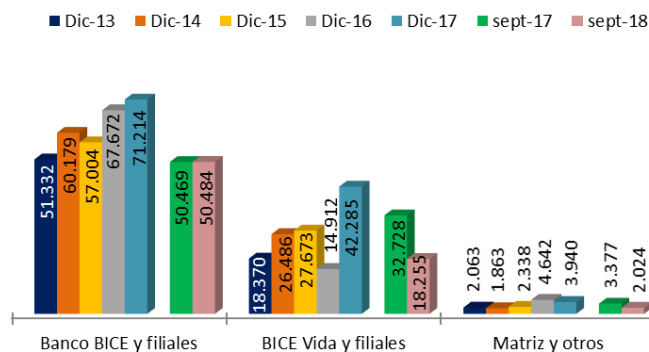


Gráfico 2: Utilidad por segmento de negocio sin incluir participación minoritaria.

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

Rentabilidades consolidadas (%)

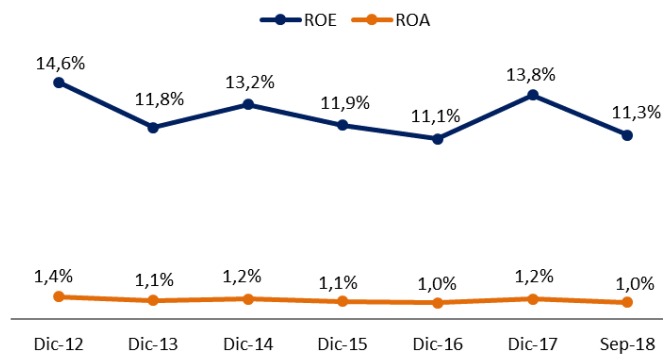


Gráfico 3: Rentabilidades del grupo a nivel controlador.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

SITUACIÓN FINANCIERA INDIVIDUAL

Para BICECORP, la relevancia de la agregación de valor a las compañías en las cuales invierte, radica en la capacidad de generación de flujos de éstas y en la distribución de dividendos hacia su matriz.

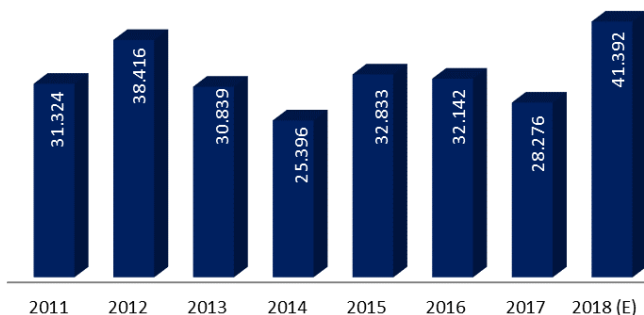
Durante el 2018 la compañía percibió dividendos por aproximadamente \$41.000 millones (\$28.276 millones durante el 2017), donde la contribución histórica ha estado relativamente equilibrada entre el aporte de Banco BICE y BICE Vida, aun cuando el banco suele repartir un monto levemente superior.

El incremento del dividendo de BICE Vida en 2018, se explica por la baja base de comparación de 2017, período en el cual la compañía de seguros entregó un menor flujo por sus menores resultados de 2016, influidos por la mayor venta de rentas vitalicias y menor desempeño del SIS.

Estos niveles de dividendos, han permitido que el holding satisfaga adecuadamente el servicio de su deuda³, cubriendo con amplia holgura sus obligaciones estructuradas de 2018.

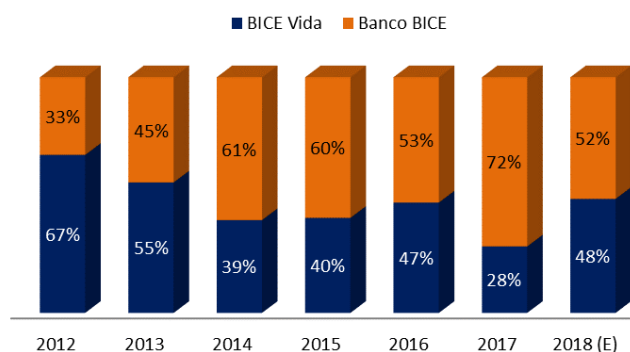
Entre diciembre de 2012 y septiembre de 2018, la compañía ha aumentado sus pasivos totales individuales⁴ a una tasa muy inferior respecto al crecimiento del patrimonio, lo que ha permitido reducir el nivel de endeudamiento total individual⁵ (calculado de acuerdo a la metodología de ICR, por lo que podría diferir de lo publicado por la compañía) desde 0,19 veces (diciembre 2012) hasta 0,14 veces (septiembre de 2018) y mantener un muy bajo nivel de endeudamiento financiero⁶ dado el stock de deuda que mantiene el holding por \$95.285 millones, compuesto por efectos de comercio, bonos (serie A y C) y créditos bancarios.

Evolución de dividendos (MM\$)

**Gráfico 4:** Evolución de dividendos percibidos.

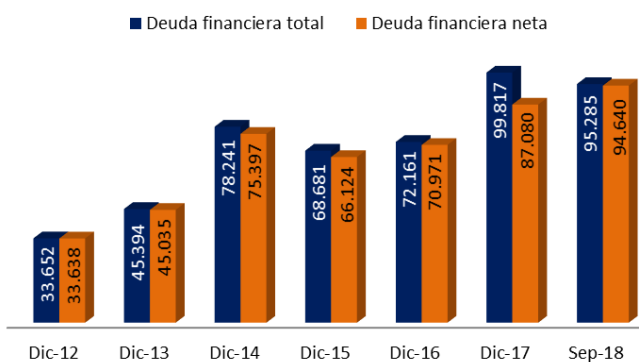
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Composición de dividendos (%)

**Gráfico 5:** Evolución composición dividendos.

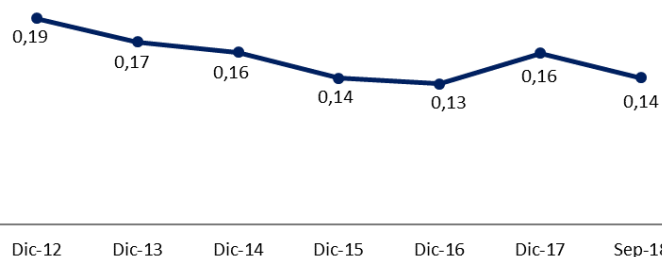
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Deuda financiera (MM\$)

**Gráfico 6:** Evolución deuda financiera del holding.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Endeudamiento total individual (N° de veces)

**Gráfico 7:** Evolución endeudamiento total individual del holding (por metodología de cálculo, podría diferir del *covenant* calculado por la empresa).

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Durante este año debería materializarse una nueva colocación de bonos destinada a cubrir la compra de los activos de rentas vitalicias de Sura, con lo cual la deuda financiera y el endeudamiento total individual del holding se incrementarían muy por sobre los niveles históricos de BICECORP.

Consistente con lo anunciado por ICR en el [Informe de Nuevo Instrumento](#) de junio 2018 y el [Comunicado de Hecho Esencial](#) de abril 2018, la clasificación de BICECORP no necesariamente se impactaría a la baja luego de materializada la compra de activos a Sura, dado que, según las estimaciones de esta clasificadora, el endeudamiento individual se incrementaría (cerca de 0,3 veces), pero se situaría por debajo de su *covenant* actual de 0,35 veces (bonos series A y C) y de lo establecido en la metodología de clasificación de ICR de 0,3 veces, el que disminuiría progresivamente los años siguientes.

El perfil de amortización de la deuda muestra que en el año 2018 las obligaciones estructuradas están compuestas por el vencimiento del bono serie A, mientras que el resto de la deuda corresponde a obligaciones que adquiere el holding para cubrir el capital de trabajo de su filial automotriz, lo que es traspasado vía préstamos relacionados y que cuenta con un calendario de pago establecido.

Para el 2019, el calendario de amortización de la deuda continúa mostrando holgura, debiendo cubrir con flujo de dividendos sólo la cuota del bono serie A. El resto de la deuda, por su parte, corresponde a capital de trabajo a ser cubierto con flujo proveniente desde las filiales financiadas por el holding mediante préstamos relacionados (bono serie C y efectos de comercio).

Finalmente, el bono en proceso de colocación tendría los años de gracia suficientes para no presionar la liquidez del holding.

Solvencia del Emisor

Generalmente, la clasificación de riesgo de solvencia refleja el riesgo de crédito de una compañía, dada su deuda total, sin tomar en cuenta la prelación de pagos de los distintos instrumentos. Los holdings son un caso especial, ya que, en general, no son compañías operativas. Por lo tanto, el riesgo de crédito se explica directa e indirectamente por diversos factores, incluyendo: (1) el riesgo financiero/de liquidez del holding; (2) la fortaleza financiera de sus principales filiales; (3) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo del holding, de acuerdo a lo complementado mediante la [Reseña Anual de Clasificación](#) de agosto 2018.

Para establecer clasificaciones de riesgo para holdings, ICR generalmente considera lo siguiente:

Primero, se analiza la estructura corporativa, con el fin de determinar si opera como una entidad única (área de tesorería central, con deuda y toma de decisiones centralizada) o si los miembros del grupo operan de manera independiente, cuyo caso sería el de BICECORP, según lo detallado en Grupo II de Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus filiales.

Segundo, se evalúa la solvencia para las filiales más relevantes. Hecho esto, se determina una clasificación de riesgo para el grupo de empresas que conforman el conglomerado, el que es ajustado de ser necesario y asignado a la compañía matriz del holding.

El ajuste en la clasificación puede obedecer a muchos factores, sin embargo, generalmente los factores más relevantes son la subordinación estructural (los acreedores de las filiales poseen prelación de pagos frente a los acreedores de la matriz, vale decir, los acreedores de las filiales poseen prioridad sobre los activos y flujos de éstas en caso de default) y el endeudamiento del holding a nivel individual. Usualmente, esto deriva en que el rating del holding sea ajustado a la baja respecto a sus filiales, pero bajo escenarios favorables este rating podría ser igual o hasta superior que el de sus filiales.

Respecto al riesgo financiero, en opinión de esta clasificadora la compañía presenta buenos niveles de liquidez y un endeudamiento individual conservador durante todos los períodos de medición, aun cuando en ocasiones es el holding quien se endeuda para apoyar a sus filiales de menor tamaño.

Instrumentos Clasificados

La compañía ha solicitado la inscripción en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero, de una línea de efectos de comercio a ser utilizada para refinanciamiento de pasivos, financiamiento de filiales y otros fines corporativos.

Respecto a la fortaleza de sus filiales, primero se destaca la estabilidad de los flujos percibidos desde sus subsidiarias, principalmente del banco y de la compañía de seguros, desde las cuales se reciben flujos año a año. En segundo lugar, la situación financiera y el modelo de negocio de las filiales, permite que éstas mantengan buena clasificación de riesgo en el mercado local. En tercer lugar, BICECORP mantiene una participación controladora en sus filiales principales, por tanto, tiene incidencia en la política de dividendos de éstas.

En resumen, y en opinión de ICR, el holding tiene suficiente acceso a liquidez derivado de: (1) flujos de dividendos proveniente de una cantidad de filiales reducida, pero con alta generación de resultados y; (2) acceso a financiamiento en el mercado.

Por otra parte, si bien existe baja diversificación – en el sentido que las inversiones se concentran en el sector financiero o en áreas de negocios complementarias a éste solamente, lo que no significa que exista más riesgo por ello –, el grupo tiene experiencia en la industria a través de años de participación en ella, según lo detallado en la [Reseña Anual de Clasificación](#) de agosto 2018. Adicionalmente, sus filiales operativas están insertas en mercados con un marco regulatorio favorable para su solvencia (como es el caso del banco y la compañía de seguros, quienes poseen exigencias normativas respecto a la constitución de reservas, por ejemplo).

Para BICECORP, tanto su riesgo financiero a nivel individual, como la fortaleza de sus filiales impactan en su clasificación de riesgo actual. Por una parte, el rating ponderado asignado por esta clasificadora a sus filiales es categoría AA y, por otra parte, dado el perfil crediticio conservador de BICECORP a nivel individual, el rating asignado a la compañía iguala al del ponderado de sus filiales, quedando clasificado, por tanto, en categoría AA.

Este rating podría variar al alza, conforme se produzca un incremento relevante (y estable) de dividendos desde los aportantes actuales. En contraposición, la clasificación podría ajustarse a la baja conforme los dividendos disminuyan, se vuelvan muy volátiles o si la deuda financiera individual aumentara estructuralmente de forma tal, que sus indicadores se deterioraran significativamente respecto a sus niveles actuales y a lo establecido en la [metodología de clasificación de ICR](#).

Respecto a la clasificación de esta nueva línea de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa ([Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo](#)).

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios, posibles conflictos laborales futuros y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de comercio de corto plazo. Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

Lo anterior significa que, considerando que BICECORP mantiene una clasificación de solvencia de categoría AA, sus instrumentos de corto plazo califican en N1+, que 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.

La clasificación asignada por ICR a la línea de efectos de comercio estipula que los fondos son destinados para financiar capital de trabajo del holding y/o sus filiales, lo que implica que no corresponde a deuda estructurada que el holding deba asumir directamente, sino que tiende a tratarse como deuda financiera *revolving*, no teniendo impacto negativo en la situación financiera de BICECORP.

Definición de Categorías

SOLVENCIA

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.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 1 O N1

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.

La Subcategoría “+” denota una mayor o menor protección dentro de la categoría N1.

Las principales características de esta nueva línea son las siguientes:

Principales características del instrumento	
Instrumento	Línea de efectos de comercio.
Monto	UF 1.300.000
Plazo	10 años.
Rescate anticipado	No contempla.
Garantías	No contempla.
Uso de los fondos	<ul style="list-style-type: none"> • Refinanciamiento de pasivos. • Financiamiento de filiales. • Otros fines corporativos.
Covenants	<ul style="list-style-type: none"> • Endeudamiento total individual⁷ <= 0,45 veces. • Activos libres de gravámenes⁸ >= 1,2 veces.

Tabla 1: Principales características del instrumento.

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

Respecto a los *covenants*, a modo de referencia se muestran los niveles históricos obtenidos por el holding:

Indicador (N° de veces)	Restricción (N° de veces)	Obtenido dic-2017	Obtenido sep-18
Endeudamiento total individual	<=0,45	0,15	0,13
Activos libres de gravámenes	>=1,2	7,65	8,81

Tabla 2: Covenants asociados a la nueva línea de efectos de comercio.

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

Historial de clasificación efectos de comercio

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
30-ago-13	N1+/AA	Estable	Reseña anual
14-may-14	N1+/AA	Estable	Nuevo instrumento
29-ago-14	N1+/AA	Estable	Reseña anual
31-ago-15	N1+/AA	Estable	Reseña anual
31-ago-16	N1+/AA	Estable	Reseña anual
31-ago-17	N1+/AA	Estable	Reseña anual
12-abr-18	N1+/AA	Estable	Hecho relevante (compra activos)
31-ago-18	N1+/AA	Estable	Reseña anual
14-nov-18	N1+/AA	Estable	Nuevo instrumento

Historial de clasificación solvencia

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
30-ago-13	AA	Estable	Reseña anual
22-abr-14	AA	Estable	Nuevo instrumento
29-ago-14	AA	Estable	Reseña anual
31-ago-15	AA	Estable	Reseña anual
31-ago-16	AA	Estable	Reseña anual
31-ago-17	AA	Estable	Reseña anual
10-abr-18	AA	Estable	Hecho relevante (compra activos)
22-jun-18	AA	Estable	Nuevo instrumento
31-ago-18	AA	Estable	Reseña anual

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA BICECORP CONSOLIDADO (MM\$)

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-17	Sep-18
Activos corrientes	3.759.331	4.132.897	4.840.949	5.334.441	5.572.637	6.134.874	5.721.426	6.374.451
Activos no corrientes	2.260.722	2.504.410	2.885.160	3.180.840	3.468.511	3.924.007	3.827.647	4.144.106
Activos totales	6.020.053	6.637.307	7.726.109	8.515.281	9.041.148	10.058.881	9.549.073	10.518.556
Efectivo y equivalentes	222.536	491.304	839.371	801.808	328.813	356.089	371.947	572.007
Otros activos financieros corrientes	56.358	92.180	111.226	87.089	86.539	118.792	105.744	121.976
Pasivos corrientes	3.071.784	3.404.735	3.864.058	4.181.240	4.431.043	4.937.441	4.542.053	5.231.833
Pasivos no corrientes	2.369.402	2.601.459	3.163.175	3.572.749	3.789.564	4.226.581	4.131.777	4.350.950
Pasivos totales	5.441.186	6.006.194	7.027.233	7.753.989	8.220.607	9.164.022	8.673.830	9.582.783
Patrimonio total	578.867	631.113	698.875	761.293	820.541	894.859	875.243	935.773
Ingresos de explotación	623.711	678.702	927.975	971.277	964.591	895.385	678.394	718.651
Utilidad del ejercicio	79.785	71.413	87.889	87.183	87.711	118.300	87.103	71.520
Utilidad controladores	79.727	71.765	88.528	87.015	87.226	117.439	86.574	70.763
Utilidad controladores 12 meses	79.727	71.765	88.528	87.015	87.226	117.439	106.864	101.627
Patrimonio controlador	578.662	628.633	693.768	754.502	811.556	882.461	863.680	922.160

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA BICECORP INDIVIDUAL (MM\$)

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-17	Sep-18
Caja individual	14	359	2.844	2.557	1.190	12.727	1.891	636
Rentabilidad activos (%)	1,4%	1,1%	1,2%	1,1%	1,0%	1,2%	1,2%	1,0%
Rentabilidad patrimonio (%)	14,6%	11,8%	13,2%	11,9%	11,1%	13,8%	12,8%	11,3%
Endeudamiento total individual (N° de veces)	0,19	0,17	0,16	0,14	0,13	0,16	0,13	0,14
Endeudamiento financiero individual (N° de veces)	0,06	0,07	0,11	0,09	0,09	0,11	0,10	0,10
Pasivos totales individuales	110.710	106.553	111.101	102.563	106.090	140.300	116.170	125.803

¹ Rentabilidad patrimonio = Utilidad controladores 12 meses / patrimonio controlador promedio.

² Rentabilidad de los activos = Utilidad controladores 12 meses / activos promedio.

³ Cobertura del servicio de la deuda = dividendos 2018 / servicio de la deuda 2018 (incluye sólo obligaciones estructuradas y excluye gastos del holding).

⁴ Información de estados financieros individuales del holding.

⁵ Endeudamiento total individual calculado de acuerdo a metodología ICR = Pasivos totales individuales / patrimonio total individual.

⁶ Endeudamiento financiero individual calculado de acuerdo a metodología ICR = (otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes, ambos a nivel individual) / patrimonio total individual.

⁷ Endeudamiento total individual según lo establecido en el contrato de emisión = pasivo exigible financiero individual / patrimonio ajustado, donde: (i) pasivo exigible financiero individual = préstamos en cuenta corriente + pagarés y bonos + dividendos por pagar + otros (excluyendo el saldo del ajuste inicial IFRS de BICECORP S.A. vigentes a la fecha de cálculo) y; (ii) patrimonio ajustado = total patrimonio - el valor de la cuenta correspondiente al interés de los accionistas minoritarios + el ajuste inicial IFRS de BICECORP S.A. calculado al [1 de enero de 2010] a valores históricos y registrado en su contabilidad el [1 de enero de 2010].

⁸ Activos libres de gravámenes según lo establecido en el contrato de emisión = activo ajustado libre de toda prenda, hipoteca u otro gravamen / pasivo exigible financiero individual no garantizado, donde: (i) activo ajustado libre de toda prenda = pasivo exigible financiero individual + patrimonio ajustado.

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.