



## ACCIÓN DE RATING

8 de noviembre, 2023

### Reseña anual de clasificación

#### RATINGS

##### Vivo SpA

Solvencia / Bonos sin garantía

B+

Bonos con garantía

BB-

Tendencia

Estable

Estados financieros

Junio-2023

#### METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de rentas inmobiliarias](#)

#### CONTACTOS

**Francisco Loyola** +56 2 2896 8205  
Gerente de Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

**Fernando Villa** +56 2 2896 8207  
Director Senior, Corporaciones y Fondos  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

**José Muñoz** +56 2 2896 8200  
Analista  
[jmunoz@icrchile.cl](mailto:jmunoz@icrchile.cl)

## Vivo SpA

### Reseña anual con cambio de clasificación

**ICR sube a categoría B+ desde B-, la clasificación de riesgo de las líneas de bonos números 1.111 y 1.113 de Vivo SpA, y a categoría BB- desde B la línea de bonos número 1.112 de la compañía. La tendencia se ratifica en Estable.**

La clasificación asignada considera un rendimiento adecuado en su portafolio de activos, con expectativas de mejoras en ingresos y EBITDA al incorporar la maduración de los malls Vivo Outlet Chillán y Vivo Panorámico. Junto con ello, la clasificación considera la estabilización en los saldos de obligaciones financieras, con lo que se esperan mejoras en los indicadores de cobertura de deuda los próximos trimestres.

Asimismo, la clasificación considera las expectativas de estabilización en la posición financiera de la compañía, dado el foco de largo plazo del nuevo gobierno corporativo —que representa fundamentalmente a inversionistas institucionales—, que busca, entre otras materias:

- Generar eficiencia operacional mediante el control de costos.
- Reducir el riesgo del EBITDA, con foco en el fortalecimiento del negocio medular de la compañía.
- Fortalecer la estructura mediante la búsqueda continua de optimización de obligaciones financieras y reducir la deuda a nivel corporativo.
- Enajenación de activos prescindibles con el objeto primordial de prepagar obligaciones financieras.

Por otra parte, a agosto de 2023 la compañía mostraba un cumplimiento de 100% en su presupuesto de ingresos y de 99% en su EBITDA. De mantenerse esta tendencia, Vivo podría concluir el año 2023 con un indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA cercano a 20 veces, continuando una trayectoria a la baja, luego del peak de 26,2 veces alcanzado al cierre de 2021.

Para el año 2024, se esperan nuevos incrementos en la generación de EBITDA, fundamentalmente por la maduración de los activos recientemente incorporados a fines de 2022, y por un adecuado desempeño de los activos maduros. El mayor EBITDA debería más que compensar el eventual incremento en obligaciones financieras para cubrir el financiamiento del proyecto Vivo Outlet Puente Alto, que debiese comenzar a construirse durante el próximo año.

A septiembre de 2023 la compañía ya había concretado la enajenación de tres activos prescindibles, en conformidad con lo estipulado en su acuerdo de reorganización, y con la aprobación del comité de acreedores. Estas enajenaciones se han destinado al prepago de obligaciones financieras y han contribuido favorablemente con el plan de viabilidad financiera de largo plazo, lo que va en línea con la presente mejora en la clasificación.

La clasificación asignada continúa reconociendo una estructura financiera debilitada, que se refleja fundamentalmente en un muy alto apalancamiento financiero. En efecto, a junio de 2023, la compañía mantenía un indicador de endeudamiento financiero neto de 6,5 veces, el que se encuentra muy por sobre la media de operadores de rentas inmobiliarias cubiertos por esta clasificadora.

Dada la estructura de las obligaciones financieras, esperamos que este indicador se mantenga desajustado en el largo plazo, aun cuando los ratios de cobertura de obligaciones podrían continuar fortaleciéndose, en la medida que se mantenga la tendencia favorable en el desempeño del portafolio en operación.

La tendencia de la clasificación indica que esperamos que el rating recientemente asignado a la compañía, se mantenga en un horizonte de al menos doce meses, e incorpora las proyecciones de resultados que se esperan para el cierre de 2023 y para 2024.

## Perfil de la Empresa

Vivo SpA desarrolla su negocio en la industria de rentas inmobiliarias comerciales, participando en toda la cadena de valor, que abarca la generación de proyectos (desarrollo y construcción, comercialización de locales, y finalmente, la administración y operación de activos comerciales).

A agosto de 2023, la compañía contaba con un ABL consolidado de 254.906 metros cuadrados, distribuidos entre cuatro Malls, un Outlet 14 Strip Centers, y 31 locales Stand Alone. Adicionalmente, cuenta con un pipeline de proyectos que busca contribuir al crecimiento de los flujos una vez que entren en operación.

Durante el primer trimestre de 2021, la compañía suscribió un contrato de financiamiento con su entonces relacionada Matriz Terra SpA, produciéndose un traspaso de recursos cercanos a UF 5 millones, provenientes principalmente de la enajenación de una serie de activos, dentro de ellos, mall Vivo El Centro, Vivo Imperio, outlets Maipú, Peñuelas, entre otros. Esta operación entre partes relacionadas constituyó un evento negativo de relevancia desde el punto de vista crediticio, lo que derivó en la reducción del rating de la compañía a [categoría BB+/Negativa](#), en mayo de 2021. Asimismo, la transacción entre partes relacionadas provocó el quiebre del covenant de activos libres de gravámenes, establecido en los contratos de emisión de bonos de Vivo.

Como consecuencia del debilitamiento financiero originado por los eventos antes descritos, con fecha 20 de octubre de 2021, la compañía comunicó a la Comisión para el Mercado Financiero, su acogida al proceso de reorganización judicial bajo la Ley N° 20.720, cuya propuesta fue aprobada el 23 de diciembre de 2021 por los acreedores de la compañía. Posteriormente, con fecha 22 de agosto de 2022, se formalizaron los cambios societarios en el marco del proceso de reorganización, y con fecha 24 de agosto de 2022, concluyó exitosamente el proceso de canje de sus obligaciones por bonos, por un total de UF 4.048.805.

En virtud de lo anterior, los acreedores financieros de la antigua VivoCorp S.A., son los nuevos controladores de Vivo SpA, a través del fondo de inversión Asset Rentas Comerciales Vivo, con el 50,51% del capital social. Asimismo, los acreedores financieros de Inversiones Terra SpA, mantienen una posición minoritaria de 49,49% en la propiedad de Vivo, la que también se estructura a través del fondo Asset Rentas Comerciales Vivo.

Gran parte de los nuevos accionistas de la compañía son inversionistas de carácter institucional, que han promovido un gobierno corporativo con foco en la sostenibilidad del negocio, eficiencia y gestión financiera. En ese sentido, el nuevo gobierno corporativo ha establecido un plan de largo plazo que en nuestra opinión va en la línea correcta en cuanto al fortalecimiento operacional y financiero de la compañía, y que justifica en parte la presente mejora en su clasificación de riesgo.

### ACCIONISTAS

FI Asset Rentas Comerciales Vivo	50,51%
Nueva Terra SpA	49,49%

Fuente: CMF, información a diciembre de 2022.

### DIRECTORIO

Georges De Bourguignon	Presidente
Felipe Vergara	Director
Gonzalo Fanjul	Director
Francisco Ugarte	Director
Felipe Swett	Director

Fuente: CMF, información a octubre de 2023.

## Clasificación de riesgo del negocio: **A-**

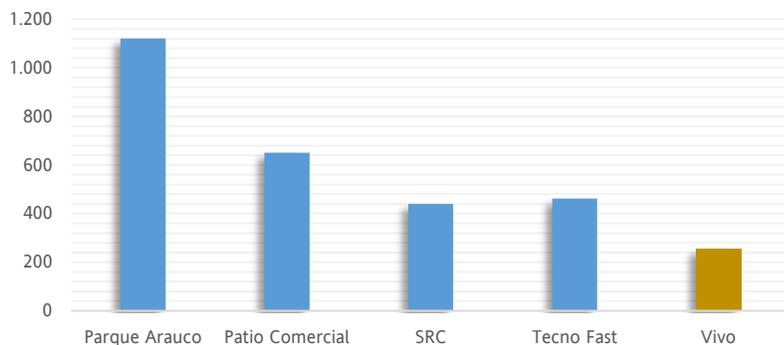
### Portafolio de buena calidad, retoma crecimiento a partir de 2022

La compañía posee activos en operación en general maduros, con una buena capacidad de generar estabilidad en sus flujos de caja operacionales y altos niveles de ocupación. Sin embargo, tras las enajenaciones de activos que se llevaron a cabo durante 2021, Vivo redujo significativamente su tamaño operativo y la calidad del portafolio, puesto que las propiedades transferidas correspondían a activos de muy buena calidad, ubicaciones y exposición a flujos de personas, como es el caso de los centros comerciales Vivo El Centro y Vivo Imperio. Desde el año 2021, el ABL de la compañía (sin considerar activos no consolidados) se mantuvo en torno a 250.000 m<sup>2</sup>, y a fines de 2022, la compañía logró fortalecer su portafolio mediante la inauguración de Vivo Outlet Chillán, que permitió incorporar 18.722 m<sup>2</sup> a la superficie arrendable, y mediante la puesta en marcha de Vivo Panorámico, luego de un proceso de remodelación del activo. A la fecha de emisión de este documento, ambos activos se encuentran en fase de maduración, por lo que sus vacancias se mantienen más altas en comparación con el resto del portafolio de propiedades.

Durante el año 2023, la compañía ha efectuado enajenaciones de activos considerados como prescindibles, lo que no ha afectado la calidad del portafolio, y en cambio, ha permitido reducir una porción menor de sus obligaciones financieras, lo que va en el sentido correcto de su plan financiero y operacional de largo plazo.

### Compañía mantiene un tamaño menor en el segmento comparable

Superficie arrendable consolidada, operadores de renta comercial cubiertos por ICR, en miles de metros cuadrados



Fuente: CMF y compañías.

### La sociedad mantiene contrapartes con buena calidad crediticia, mitigando así su riesgo de crédito

Vivo mantiene arrendatarios con una alta calidad crediticia, lo que refleja una buena capacidad de pago de arriendos. La principal tienda ancla de la compañía es [SMU \(AA-/Estable\)](#), que dado su carácter de servicio esencial mantuvo estabilidad en sus operaciones durante el transcurso de la pandemia. Tras las ventas de activos, se apreció un aumento en la concentración de arriendos en su antes relacionada SMU, y a junio de 2023 esta compañía representaba el 37%<sup>1</sup> de la facturación de Vivo.

### Adecuada diversificación por formatos, propiedades y ubicación geográfica

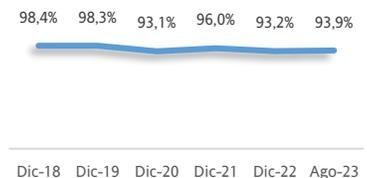
La compañía presenta una adecuada diversificación, pero que presenta un debilitamiento con respecto al perfil del negocio que mantuvo previo a las enajenaciones efectuadas en 2021. Tras las consecutivas ventas de activos, Vivo redujo su número y atomización de

RIESGO DEL NEGOCIO: A-				
Factor	AA	A	BBB	BB
Calidad de los Activos		■		
Posición de mercado			■	
		■		
Tamaño			■	
Diversificación			■	
Madurez de los negocios		■		
		■		
Calidad crediticia Clientes		■		

Fuente: ICR, metodología de rentas inmobiliarias

### Altas tasas de ocupación en activos maduros

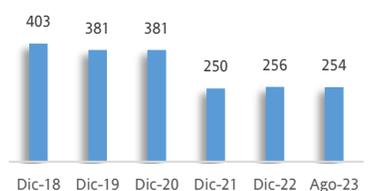
Evolución de las tasas de ocupación consolidadas, trimestrales



Fuente: Elaboración propia, datos Vivo.

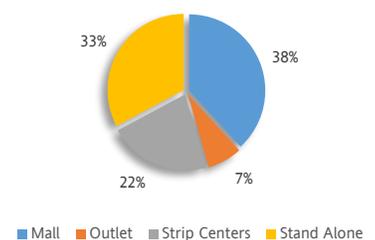
### ABL recupera crecimiento durante 2022, con inauguración de Vivo Outlet Chillán

Evolución del ABL de la compañía



Fuente: Elaboración propia, datos Vivo.

### Compañía especializada en cuatro formatos ABL por formato, a agosto de 2023



Fuente: Elaboración propia, datos Vivo.

activos, diversificación por formato (venta de todos los activos de tipo outlet) y diversidad geográfica. Asimismo, se produjo un incremento en la concentración por clientes.

Con el inicio de operaciones de Vivo Outlet Chillán, la compañía retomó la exposición al formato de outlets, representativo de un 7% de su superficie operativa, al mismo tiempo que amplió la base de clientes atendidos. Con el plan de inversiones en ejecución, cuyo proyecto más próximo es Vivo Outlet Puente Alto, de 21.000 metros cuadrados, se espera que la compañía continúe recuperando su escala y diversificación.

**Plan de crecimiento se modera, manteniendo el foco en activos de mayor tamaño**

El pipeline de crecimiento de la compañía contempla el desarrollo de los proyectos Vivo Outlet Puente Alto (21.000 m²) y Mall Vivo Santiago (98.000 m²). Si bien, esta expansión representa un riesgo de desarrollo relevante dado el tamaño actual de la compañía, en lo inmediato, el proyecto Vivo Outlet Puente Alto es el que se encuentra en una fase avanzada de desarrollo, mientras que en el caso de Vivo Santiago, en el cual la compañía mantiene el 50% de propiedad, Vivo se encuentra evaluando alternativas para su desarrollo.

Durante 2022 concluyeron dos inversiones importantes de la compañía (remodelación de Vivo Panorámico y desarrollo de Vivo Outlet Chillán), lo que quita presión sobre las necesidades de caja en lo respectivo a su plan de inversión.

**Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada generación de caja**

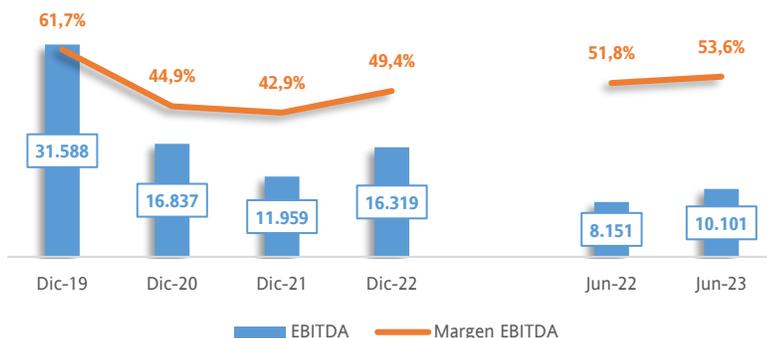
**Ingresos y EBITDA muestran recuperación a partir de 2022**

Entre los años 2020 y 2021 la compañía comenzó a experimentar deterioros en la capacidad de generación de ingresos y EBITDA², primero como consecuencia de los cierres parciales de algunos de sus centros comerciales en medio de los confinamientos obligatorios causados por la pandemia COVID-19, y posteriormente a raíz de las enajenaciones de activos que redujeron significativamente el tamaño del portafolio.

Durante el año 2022, con un tamaño del portafolio estabilizado en torno a 250 mil m² y la liberación de las restricciones, Vivo vio incrementados sus ingresos ordinarios en 18,6% y su EBITDA en 36,5%. Estas mejoras en resultados también se vieron favorecidas por las entradas en operaciones de Mall Vivo Panorámico y Vivo Outlet Chillán durante el último trimestre de 2022. A junio de 2023, continuaba la tendencia al alza en resultados operacionales, con aumentos de 19,6% y 23,9% en ingresos y EBITDA, respectivamente.

**EBITDA inicia recuperación a partir del año 2022**

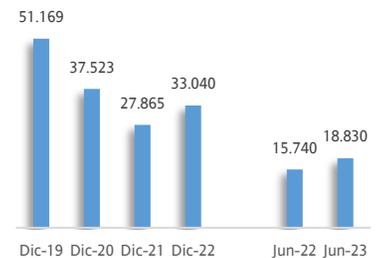
Evolución de EBITDA (MM\$) y margen EBITDA



Fuente: Elaboración propia, datos CMF.

**Caídas en ingresos se revierten en 2022**

Ingresos de actividades ordinarias (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia, datos CMF.

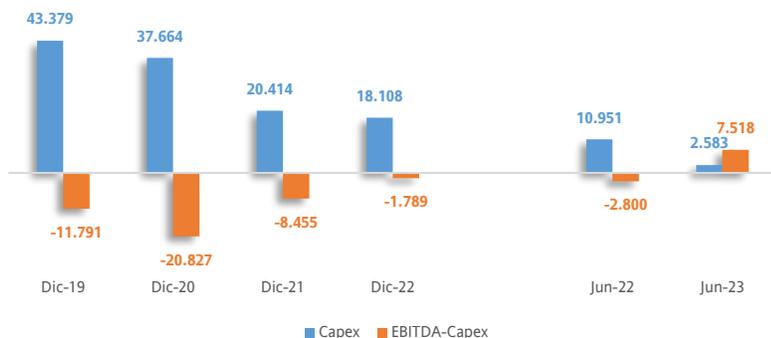
En línea con lo anterior, los ingresos y EBITDA acumulados a agosto de 2023, mostraban cumplimientos de 100% y 99% respecto al presupuesto, lo que permite augurar un favorable cierre de año en las operaciones, con una cada vez mayor contribución de los activos recientemente abiertos, conforme incrementen sus niveles de ocupación, que a la fecha se encuentran en niveles inferiores al óptimo, dado su ciclo de maduración.

**EBITDA – Capex positivo durante 2023, ante menores ejecuciones de proyectos**

Con la puesta en marcha de Vivo Outlet Chillán y la remodelación de Vivo Panorámico a fines de 2022, la compañía concluyó dos proyectos de inversión significativos que mantuvieron negativos los flujos de EBITDA – Capex<sup>3</sup>, situación que se ha revertido durante 2023, año en que las principales obras en curso corresponden a Vivo Outlet Puente alto, que se espera inicie construcción durante 2024.

**EBITDA ajustado por inversiones alcanza flujos positivos durante 2023**

Evolución de EBITDA y EBITDA-Capex (MM\$)



Fuente: Elaboración propia, datos CMF.

En consecuencia, el portafolio operativo muestra una adecuada capacidad de generación de caja, medida principalmente en función de sus flujos de EBITDA y secundariamente en base a el EBITDA ajustado por inversiones, evidenciando una importante recuperación a partir de 2022.

**Evaluación de la estructura financiera: Muy alto endeudamiento**

**Vivo concluyó el proceso de reorganización con alto apalancamiento financiero**

Consideramos que la compañía mantiene un apalancamiento elevado, principalmente asociado al desempeño de los indicadores de endeudamiento financiero<sup>4</sup> y de deuda financiera neta<sup>5</sup> sobre EBITDA, que se debilitó fuertemente durante el año 2021, luego de las enajenaciones de activos y traspaso de recursos a su hasta entonces matriz.

Al concluir el proceso de reorganización judicial, se efectuó una separación societaria que provocó una baja significativa a nivel patrimonial, fundamentalmente por la separación de activos asociados a CorpGroup, pero sin implicar una reducción relevante en los pasivos de la empresa, lo que ha tenido como consecuencia que la estructura de capital se mantenga debilitada. Con ello, a junio de 2023, el endeudamiento financiero de Vivo SpA se situó en 6,61x lo que refleja una estructura financiera muy intensiva en deuda, y que dado el perfil de vencimientos de las obligaciones de la compañía, no debería exhibir cambios significativos en el mediano plazo, a menos que se lleven a cabo inyecciones de capital o enajenaciones de activos.

En consecuencia, los indicadores de endeudamiento y cobertura de obligaciones se han mantenido en rangos debilitados. En particular, esperamos que los indicadores de cobertura de deuda exhiban mejoras en los próximos trimestres, fundamentalmente por

**Vivo alcanza altos niveles de endeudamiento luego de separación societaria**

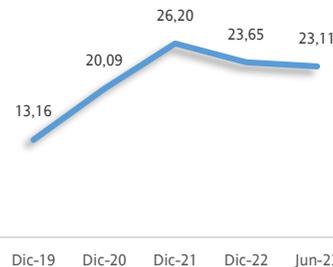
Indicadores de endeudamiento (veces)



Fuente: Elaboración propia, datos CMF.

**Deuda financiera neta sobre EBITDA se modera luego de peak en 2021**

Deuda financiera neta sobre EBITDA (veces)



Fuente: Elaboración propia, datos CMF.

**Cobertura de intereses se mantiene en niveles debilitados por alta carga financiera**

Cobertura de gastos financieros netos a doce meses (veces)



Fuente: Elaboración propia, datos CMF.

el desempeño favorable en la generación de caja operacional, pero que su estructura de capital permanezca debilitada por plazos mayores.

### Reestructuración de pasivos

Con fecha 24 de agosto de 2022, se llevó a cabo el canje de los antiguos bonos corporativos emitidos por la compañía. Los bonos series A, B y E, fueron sustituidos por los bonos [series G, H e I](#). En el caso particular de los bonos serie H, éstos cuentan con hipoteca de primer grado sobre el Mall Vivo Panorámico, refuerzo crediticio que es reconocido en la clasificación de riesgo asignada a esta serie en particular y la línea contra la cual fue emitida, con un notch adicional por sobre el resto de los bonos evaluados y la solvencia del emisor.

## Aspectos relevantes de la reorganización de pasivos

### Cambio de control y salida de grupo Saieh de la propiedad de Vivo

En virtud del acuerdo de reorganización judicial, Vivo SpA (antes Vivocorp S.A.), dejó de ser una sociedad controlada o relacionada al Grupo Saieh, mediante la cesión del control de la empresa a los principales acreedores de la compañía, con el 50,5% de la propiedad de la compañía, a través de las acciones Serie B.

Con fecha 22 de agosto de 2022, se formalizó el cambio en la estructura de propiedad de la compañía, a través del cual, el fondo de inversión Asset Rentas Comerciales Vivo, suscribió y pagó todas las acciones serie B. En tanto, el 49,5% de la propiedad de Vivo queda en manos de Nueva Terra SpA, a través de las acciones Serie A. Nueva Terra SpA también pasa a ser controlada por el fondo de inversión Asset Rentas Comerciales Vivo, por lo cual, indirectamente, el fondo mantiene el 100% de la propiedad de Vivo SpA.

Con lo anterior, los acreedores financieros de las antiguas Vivocorp S.A. e Inversiones Terra SpA –en ambos casos, fundamentalmente inversionistas institucionales–, pasan a controlar indirectamente la totalidad del capital social de Vivo SpA, concretándose de esta manera, la salida del grupo Saieh de la propiedad de la compañía.

### División societaria estableció separación de activos ligados a Corp Group

En línea con lo anterior, se estableció la división de Vivo en dos sociedades: Vivo SpA, continuadora legal de Vivocorp S.A., y Nueva Corp SpA, sociedad a la cual se le asignaron los activos identificados como “Activos CG”, y que corresponden fundamentalmente a cuentas por cobrar a entidades relacionadas y las participaciones en Hotel Corporation of Chile S.A. (Mandarín Oriental) e Inmobiliaria Paseo Peñalolén S.A.

Con lo anterior, los principales activos de Vivo corresponderán principalmente a sus centros comerciales por aproximadamente 269 mil metros cuadrados, y las obras en curso, eliminándose la alta exposición a Corp Group, que fue transferida a la sociedad separada Nueva Corp SpA.

### Nuevos financiamientos

En conjunto con la reestructuración de pasivos, se establecieron y comprometieron nuevas fuentes de financiamiento. Esto incorporó la estructuración de una línea de crédito por UF 400.956 y un préstamo subordinado por UF 349.900, convertible en acciones serie C de acuerdo a lo aprobado en Junta Extraordinaria de Accionistas llevada a cabo con fecha 19 de enero de 2022. Al respecto, con fecha 22 de agosto de 2022, se materializó el préstamo subordinado, aportado a través del fondo controlador Asset Rentas Comerciales Vivo.

### Establecimiento de condiciones para ventas de activos

La administración de Vivo y cada filial que posea activos operacionales, en conjunto con la comisión de acreedores, deberán definir un precio mínimo para cada propiedad de inversión. En virtud de ello, si se recibiere directa o indirectamente una oferta de compra por al menos el precio mínimo establecido, Vivo o la respectiva filial se obligará a llevar a cabo la venta del activo, y los recursos netos obtenidos de la misma, deberán destinarse al prepago de pasivos financieros.

En la práctica, el gobierno corporativo se ha enfocado en mantener y rentabilizar el portafolio de activos esenciales, enajenando solo activos considerados estrictamente prescindibles, lo que en nuestra opinión es un elemento positivo en nuestra visión del perfil de riesgo del negocio, y mitiga el riesgo de reducción en escala operacional y diversificación.

## Instrumentos clasificados

### Bonos

A continuación se presentan las principales características de las líneas y series de bonos vigentes de la compañía.

	Serie G	Serie H	Serie I
Línea de bonos	N° 1.111	N° 1.112	N° 1.113
Nemotécnico	BVIVO-G	BVIVO-H	BVIVO-I
Tramo	Tramo 1	Tramo 2	Tramo 3
Monto	UF 2.100.000	UF 1.100.000	UF 2.100.000
Amortizaciones de capital	Creciente a partir de enero de 2028	Creciente a partir de enero de 2033	Creciente a partir de enero de 2039
Pago de cupones	Semestral	Semestral	Semestral
Período de gracia	24 meses	24 meses	24 meses
Vencimiento	01/07/2036	01/07/2038	01/07/2045
Tasa de interés anual	<ul style="list-style-type: none"> <li>3% hasta 22/12/2023</li> <li>4% desde 23/12/2023</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3% hasta 22/12/2023</li> <li>4% desde 23/12/2023</li> </ul>	3% <sup>6</sup>
Garantías reales	No	Hipoteca de primer grado sobre Mall Vivo Panorámico	No
Tipo inversionista	Todos los bonistas	Bonistas que hayan comprometido financiamiento adicional	Todos los bonistas (tramo residual)
Destino	No hay nuevos recursos, instrumentos se destinarán a canje de bonos series B, C y E.		
Covenants	<ul style="list-style-type: none"> <li>Activos libres de gravámenes / deuda financiera neta sin garantías <math>\geq 1,3x</math></li> <li>Deuda financiera neta / patrimonio <math>\leq 2x</math></li> </ul>		
Fuente: Vivo			

## Resumen financiero Vivo SpA

	Denominación	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-22	Jun-23
<b>BALANCE</b>							
Caja + Activos financieros corrientes	Miles de pesos	6.641.245	7.008.797	20.855.481	5.437.694	8.837.510	7.153.754
Activos corrientes	Miles de pesos	23.506.409	302.162.466	49.968.153	35.295.817	36.536.697	51.235.623
Activos no corrientes	Miles de pesos	822.895.816	547.026.588	526.074.986	512.134.697	564.914.116	516.905.457
Activos totales	Miles de pesos	846.402.225	849.189.054	576.043.139	547.430.514	601.450.813	568.141.080
Pasivos corrientes	Miles de pesos	79.781.533	204.738.018	238.217.008	60.446.258	221.342.390	54.663.508
Pasivos no corrientes	Miles de pesos	460.013.624	343.356.801	201.395.998	422.819.442	241.613.088	448.526.410
Pasivos totales	Miles de pesos	539.795.157	548.094.819	439.613.006	483.265.700	462.955.478	503.189.918
Deuda financiera corriente	Miles de pesos	46.292.344	61.160.413	182.748.641	28.941.158	168.507.239	36.003.397
Deuda financiera no corriente	Miles de pesos	376.184.384	284.017.763	151.490.200	362.477.447	188.010.393	393.384.214
Deuda financiera bruta	Miles de pesos	422.476.728	345.178.176	334.238.841	391.418.605	356.517.632	429.387.611
Deuda financiera neta	Miles de pesos	415.835.483	338.169.379	313.383.360	385.980.911	347.680.122	422.233.857
Patrimonio	Miles de pesos	306.607.068	301.094.235	136.430.133	64.164.814	138.495.335	64.951.162
<b>RESULTADOS Y FLUJOS</b>							
Ingresos ordinarios	Miles de pesos	51.168.610	37.523.107	27.865.262	33.040.434	15.740.125	18.829.658
Costo de ventas	Miles de pesos	-7.816.851	-8.965.715	-6.214.234	-7.368.276	-3.213.367	-4.451.227
Ganancia bruta	Miles de pesos	43.351.759	28.557.392	21.651.028	25.672.158	12.526.758	14.378.431
Margen bruto	%	84,7%	76,1%	77,7%	77,7%	79,6%	76,4%
Resultado Operacional	Miles de pesos	30.995.844	16.327.608	11.537.106	15.911.133	7.943.141	9.903.609
Margen Operacional	%	60,6%	43,5%	41,4%	48,2%	50,5%	52,6%
Depreciación y Amortización	Miles de pesos	592.027	509.256	422.146	408.006	208.025	197.252
EBITDA	Miles de pesos	31.587.871	16.836.864	11.959.252	16.319.139	8.151.166	10.100.861
EBITDA 12 meses	Miles de pesos	31.587.871	16.836.864	11.959.252	16.319.139	16.050.937	18.268.834
Margen EBITDA	%	61,7%	44,9%	42,9%	49,4%	51,8%	53,6%
Flujo Operacional	Miles de pesos	31.784.977	17.348.177	4.206.973	17.341.000	8.871.039	8.434.790
Flujo Operacional 12 Meses	Miles de pesos	31.784.977	17.348.177	4.206.973	17.341.000	20.308.449	16.904.751
Capex	Miles de pesos	43.379.090	37.664.213	20.414.352	18.107.809	10.951.209	2.583.283
EBITDA-Capex	Miles de pesos	-11.791.219	-20.827.349	-8.455.100	-1.788.670	-2.800.043	7.517.578
Ingresos Financieros	Miles de pesos	3.075.607	2.469.727	7.334.173	2.630.703	1.344.765	217.113
Gastos Financieros	Miles de pesos	-26.466.095	-17.392.306	-13.241.618	-13.508.280	-6.514.313	-10.665.785
Gastos financieros netos	Miles de pesos	-23.390.488	-14.922.579	-5.907.445	-10.877.577	-5.169.548	-10.448.672
Gastos financieros netos 12 meses	Miles de pesos	-23.390.488	-14.922.579	-5.907.445	-10.877.577	-8.566.015	-16.156.701
Resultado Neto	Miles de pesos	35.678.755	134.900	12.762.715	-14.052.916	2.279.572	-399.472
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>							
Liquidez	Veces	0,29	1,48	0,21	0,58	0,17	0,94
Endeudamiento total	Veces	1,76	1,82	3,22	7,53	3,34	7,75
Endeudamiento financiero	Veces	1,38	1,15	2,45	6,10	2,57	6,61
Endeudamiento financiero neto	Veces	1,36	1,12	2,30	6,02	2,51	6,50
Deuda financiera / activo	%	49,9%	40,6%	58,0%	71,5%	59,3%	75,6%
EBITDA / gastos financieros netos	Veces	1,35	1,13	2,02	1,50	1,87	1,13
Deuda financiera neta sobre EBITDA	Veces	13,16	20,09	26,20	23,65	21,66	23,11
ROA de EBITDA	%	4,0%	2,0%	1,7%	2,9%	2,4%	3,1%
ROA de Resultado	%	4,2%	0,0%	2,2%	-2,6%	0,4%	-0,1%
ROE	%	12,0%	0,0%	5,8%	-14,0%	0,1%	-16,4%
Capex/Ingreso	%	84,8%	100,4%	73,3%	54,8%	69,6%	13,7%

Fuente: CMF

## Metodología de clasificación

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

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

La clasificación de riesgo de una empresa (solventia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solventia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solventia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

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

## Evolución de ratings

Fecha	Solventia	Bonos	Bonos con garantía	Tendencia	Motivo
nov-2017	A	A		Estable	Primera Clasificación
abr-2018	A	A		Estable	Informe CCR
oct-2018	A	A		Estable	Reseña Anual
may-2019	A	A		Estable	Nuevas líneas de bonos
oct-2019	A	A		Estable	Reseña Anual
jul-2020	A	A		Estable	Informe CCR
oct-2020	A	A		Estable	Reseña Anual
dic-2020	A	A		En Observación	Cambio de tendencia
may-2021	BB+	BB+		Negativa	Cambio de clasificación, transacciones entre relacionadas
oct-2021	C	C		En Observación	Reorganización Judicial
oct-2021	C	C		En Observación	Reseña Anual
ago-2022		B-	B	Estable	Nuevos instrumentos
ago-2022	B-	B-			Cambio de clasificación
oct-2022	B-	B-	B	Estable	Reseña Anual
oct-2023	B+	B+	BB-	Estable	Reseña Anual con cambio de clasificación

## Definición de categorías

### 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 retrasos en el pago de intereses y el capital.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría.

### Categoría BB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad de 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 retrasos en el pago de intereses y el capital.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.

---

<sup>1</sup> Fuente: análisis razonado, EEFF a junio de 2023.

<sup>2</sup> Resultado operacional, corregido por depreciación y amortización.

<sup>3</sup> Capex = compras de propiedades de inversión.

<sup>4</sup> Total de pasivos financieros sobre patrimonio.

<sup>5</sup> Deuda financiera neta corresponde a total de pasivos financieros menos efectivo y equivalentes.

<sup>6</sup> El acuerdo de reorganización establece para el Tramo 3, que si en cada fecha de pago, la caja disponible de Vivo y filiales fuera inferior a UF 100.000, luego de pagadas las cuotas de capital e intereses de los tramos 1 y 2, los intereses devengados y no pagados del Tramo 3 se capitalizarán y serán pagados en conjunto con el calendario de amortizaciones de capital, según tabla de desarrollo.