

Solvencia	Marzo 2019 AA+	Marzo 2020 AA+
Perspectivas	Estables	Estables

Detalle de las clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes (1)			
	2017	2018	2019
Margen Operacional	80,1%	77,5%	91,3%
Margen Bruto	85,6%	82,2%	97,3%
Margen Ebitda	81,5%	78,6%	91,4%
Endeudamiento Total	4,2	1,0	0,5
Endeudamiento Financiero Aj.	3,8	0,7	0,2
Ebitda / Gastos Financieros	1,5	2,0	6,2
Deuda Financiera / Ebitda	0,0	0,0	2,9
Deuda Financiera Aj. / Ebitda	13,1	15,6	2,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda	-0,1	-0,1	2,4
Deuda Financiera Aj. Neta / Ebitda	13,0	15,5	2,4
FCNOA / Deuda Financiera Aj.	6,9%	5,2%	38,4%

(1) Definiciones en anexo.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactoria	Fuerte
Posición competitiva					
Diversificación geográfica y de activos					
Diversificación y calidad de cartera de clientes					
Acotada vacancia					
Cobertura de mora					
Presencia de contratos de largo plazo con alto componente fijo					
Participación en países con mayor riesgo relativo a Chile					
Industria altamente competitiva					

Posición Financiera: Sólida					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Indicadores de Cobertura					
Liquidez					

## Fundamentos

La clasificación "AA+" asignada a la solvencia y líneas de bonos de Cencosud Shopping S.A. refleja un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Sólida".

A fines de 2019, los ingresos de la compañía alcanzaron \$ 228.990 millones, exhibiendo un relevante crecimiento en comparación a lo registrado a diciembre de 2018, debido a la consolidación de los activos tanto nacionales como internacionales (a contar del segundo semestre de 2019).

En igual periodo, la generación de ebitda se situó en \$ 209.242 millones, evidenciando un alto margen ebitda (91,4%). Ello es coherente con los rangos esperados, debido a la cartera de proyectos maduros que mantiene la entidad y a la industria a la que pertenecen.

En 2019, tras la fusión de las sociedades originales, la entidad resultante realizó un plan de reestructuración financiera, que contempló la colocación en el mercado local de bonos corporativos por un total de UF 19 millones, cuyos fondos fueron utilizados para el pago de la deuda intercompañía que la entidad mantenía con su matriz, Cencosud.

Este proceso se realizó mediante la emisión de cuatro bonos en el mercado local. La primera fase fue en mayo de 2019, mediante las series A (UF 7 millones) y B (UF 3 millones); y la segunda, en septiembre, a través de las series C (UF 3 millones) y E (UF 6 millones).

Parte del plan de reestructuración financiera contempló la apertura a la bolsa de la compañía. Ello ocurrió el 28 de junio de 2019, recaudándose US\$ 1.055 millones, que fueron utilizados para el pago de deuda con la matriz.

Con todo, el stock de pasivos financieros ajustados (considerando pasivos por arrendamiento) de Cencosud Shopping alcanzó, a diciembre de 2019, los \$ 610.094 millones, evidenciando una baja del 42,4% en

comparación a lo registrado a fines de 2018.

Los indicadores de cobertura a diciembre de 2019 alcanzaron niveles acordes con su clasificación de riesgo. Esto, contempla que el indicador de deuda financiera ajustada neta sobre el ebitda ajustado se situó en 2,4 veces y que la cobertura de ebitda ajustado sobre gastos financieros se incrementó a 6,2 veces.

## Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Considera la mantención de una conservadora política financiera y de repartos de dividendos, permitiendo cubrir las necesidades financieras con generación propia.

En particular, se espera, de forma estructural, un indicador de deuda financiera ajustada neta sobre ebitda ajustado bajo las 3,5 veces y una cobertura de ebitda ajustado sobre gastos financieros por sobre las 2,5 veces.

ESCENARIO DE BAJA: Podría darse ante políticas financieras más agresivas, que implicaran un debilitamiento en las coberturas financieras por sobre el rango esperado, o de experimentarse un cambio adverso en las condiciones de mercado por sobre nuestras expectativas.

Adicionalmente, Feller Rate está monitoreando los efectos del brote del Coronavirus (Covid-19) y las medidas tomadas por las autoridades, factores que afectarán de forma relevante las ventas de los locatarios, poniendo en riesgo la calidad crediticia de estos. Ello, eventualmente, podría repercutir tanto en el perfil de negocios y la posición financiera de la empresa, como en su generación de flujos operacionales.

ESCENARIO DE ALZA: Se estima de baja probabilidad.

### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

#### Factores Clave

- Fuerte posición competitiva, con buena calidad y ubicación estratégica de sus activos.
- Conservadora estrategia de desarrollo comercial mitiga riesgos asociados al inicio de nuevos proyectos inmobiliarios.
- Relevante diversificación de activos administrados.
- Sensibilidad al nivel de actividad económica, la que puede afectar el nivel de ocupación y, por ende, los resultados; mitigada por términos contractuales en plazos y esquemas tarifarios.
- Leve exposición a economías con mayor riesgo relativo a Chile.

### POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

#### Factores Clave

- Base de ingresos y márgenes relativamente estables, influenciados por componente fijo de su estructura tarifaria y la mantención de altas tasa de ocupación.
- Reestructuración financiera permitió obtener indicadores crediticios más holgados de forma estructural.
- Liquidez clasificada como "Satisfactoria".
- Plan de inversiones acotado para los próximos periodos.

Analistas: Felipe Pantoja.  
Felipe.pantoja@feller-rate.cl

Esteban Sánchez.  
Esteban.sanchez@feller-rate.cl

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

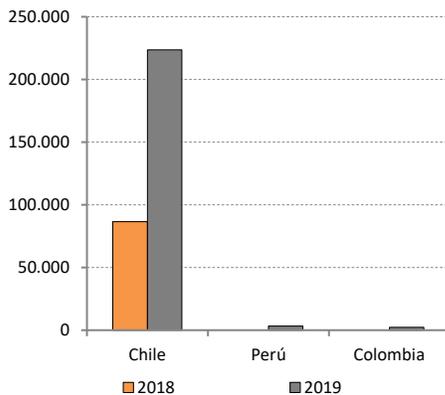
**PERFIL DE NEGOCIOS** SATISFACTORIO

**Estructura de propiedad**

Al 31 de diciembre de 2019, la compañía es controlada con el 71,6% de la propiedad por Cencosud S.A. clasificada por Feller Rate en "AA-/Estables".

**Diversificación de ingresos operativos bajo proforma**

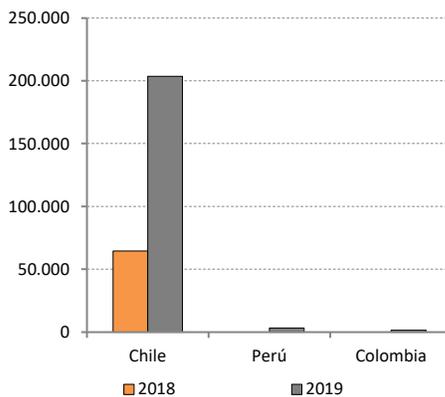
Cifras en millones de pesos



Fuente: La compañía.

**Diversificación de Ebitda**

Cifras en millones de pesos



Fuente: La compañía.

- Cencosud Shopping S.A. (Ex Costanera Center S.A.) fue constituida en octubre de 2005, enfocada en el desarrollo, construcción y administración de inmuebles de renta comercial, principalmente centros comerciales y oficinas.
- El 31 de octubre de 2018, la Junta Extraordinaria de Accionistas de la sociedad aprobó la fusión por incorporación de Cencosud Shopping Centers S.A. (sociedad absorbida) en Cencosud Shopping S.A. (sociedad absorbente) con efecto en dicha fecha. Como consecuencia de la fusión Cencosud Shopping Center fue disuelta.

En la misma fecha, posterior a la Junta Extraordinaria de Accionistas de Cencosud Shopping S.A. se aprobó la división de la sociedad ya fusionada en dos entidades anónimas cerradas, de las cuales Cencosud Shopping es la continuadora legal y la nueva sociedad creada bajo el nombre de Cencosud Inmobiliaria S.A.

- El 30 de noviembre de 2018, la entidad divide su patrimonio en 25.252.530 acciones, repartidas entre su matriz Cencosud S.A. (99,99%), clasificado por Feller Rate en "AA-/Estables", e Inversiones Quinchamalí (0,01%).

No obstante, el 20 de mayo de 2019, se acordó en una junta extraordinaria de accionistas en aumentar el capital de la sociedad a un monto total de \$ 185.675 millones, mediante la emisión de 122.719.758 nuevas acciones. Ello generó una recaudación por medio de la emisión de acciones por \$ 702.610 millones, cuyos fondos fueron utilizados para amortizar parte de la deuda que mantenía la entidad con su matriz, Cencosud S.A., coherente con los esperado.

- Tras la fusión y división, la sociedad resultante mantenía 33 activos inmobiliarios en el segmento de centros comerciales, con una superficie arrendable cercana a los 1.169.615 m<sup>2</sup>, de los cuales 11 están bajo el formato *malls* y 22 son *power center*.
- Adicionalmente, la entidad cuenta con un segmento de oficinas que se compone mayoritariamente por las torres 2 y 4 del Costanera Center, en conjunto a oficinas en los malls Alto Las Condes y Florida Center.

**Operaciones en Perú y Colombia permiten una mayor diversificación. Sin embargo, exponen a la compañía a países con mayor riesgo relativo**

- El plan estratégico de Cencosud Shopping considero la incorporación en junio de 2019 de activos inmobiliarios que mantenía su matriz en Perú y Colombia, mediante un aumento de capital a través de la adquisición de estos inmuebles. Ellos, a diciembre de 2019, representaron el 8,7% de la superficie arrendable.

Así, se incorporaron dentro de las operaciones de la compañía, en el caso de Perú, un centro comercial, un *power center* y dos terrenos; y en Colombia los activos adquiridos fueron tres *power center* y un centro comercial.

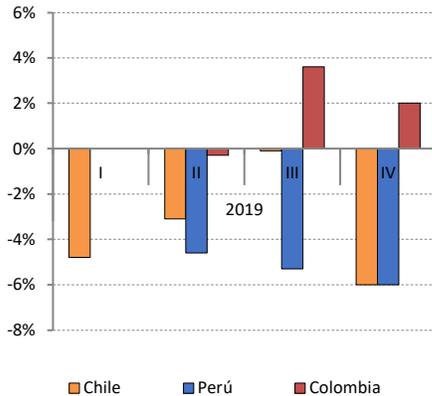
- Además, se considera que, en términos relativos, los activos internacionales mencionados anteriormente permiten una mayor diversificación. Sin embargo, la entidad se expone a países, Colombia ("BBB-/Estables") y Perú ("BBB+/Estables"), con un mayor riesgo relativo que Chile (A+/Estables) lo cual es mitigado, en parte, por la industria a la que pertenecen dichos activos.

**Caídas en el último trimestre en el Same Store Rent y Same Store Sales se deben principalmente a la contingencia social**

- Cencosud Shopping presentó durante los primeros tres trimestres de 2019 *Same Store Rent* (SSR) positivos y crecientes en Chile, superando la inflación, con valores entre el 2,2% y el 3,4%. Ello, por sobre los resultados del *Same Store Sales* (SSS) que ha mantenido valores negativos durante el mismo periodo.

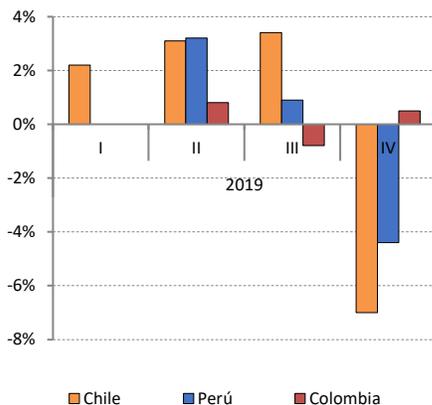
Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

### Evolución del SSS por país



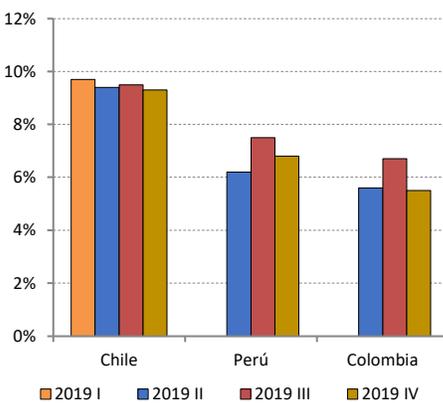
Fuente: La compañía.

### Evolución del SSR por país



Fuente: La compañía.

### Evolución del costo de ocupación



Fuente: La compañía.

Sin embargo, durante el cuarto trimestre de 2019, se registraron caídas de 7% y 6%, en el SSR y SSS, respectivamente. En el caso del SSR se debe a un descuento voluntario que se realizó al valor fijo del arriendo producto de los días cerrados producto de la crisis social experimentada en Chile. Por su parte, la baja del SSS se encuentra relacionada al efecto de los días que los centros comerciales se mantuvieron cerrados.

- A nivel internacional, durante el cuarto trimestre de 2019, se registró un decrecimiento en el SSR en Perú debido a las caídas en las ventas de las tiendas anclas, afectando los ingresos variables. A igual fecha, en el caso de Colombia, sus resultados de SSR presentaron un leve repunte debido a un alza en la porción fija del arriendo de algunos locatarios.
- Cencosud Shopping mantiene niveles de costos de ocupación competitivos en sus tres países de operación, situándose a diciembre de 2019 en 9,3% en Chile, 6,8% en Perú y 5,5% en Colombia.

### Contingencias ante las manifestaciones ocurridas desde octubre de 2019 y el avance del Covid-19

- A contar del 18 de octubre tras diversas manifestaciones por demandas sociales en Chile y hasta la fecha de este informe, según lo informado por la entidad se ocasionaron daños menores en algunos de sus inmuebles, lo cual no compromete su operación.
  - Cencosud Shopping, informó que durante los primeros días de los eventos algunos de sus ubicaciones cerraron en un rango de 1 a 16 días. Además, la compañía mantiene seguros que cubren razonablemente los riesgos de deterioro de los activos, paralización de actividades y otros.
  - Durante los últimos días se ha visto un avance relevante en el brote del Covid-19 (Coronavirus) a nivel global, ante lo cual los distintos países, incluido Chile, han tomado fuertes medidas orientadas a frenar el contagio. Entre ellas se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.
- Como parte de estas medidas, el 18 de marzo del presente año el Gobierno de Chile decretó un Estado de Catástrofe por 90 días. Adicionalmente, presentó un plan económico para hacer frente a las repercusiones que tendrá la propagación del Covid-19 en el país.
- Lo anterior, afecta de forma relevante las ventas de los locatarios, poniendo en riesgo su calidad crediticia, y en el caso de tomar medidas más extremas como las mencionadas anteriormente, pueden afectar los flujos de la compañía.
  - Feller Rate continuará monitoreando los efectos que se gatillarán tras dichos eventos, tanto en el perfil de negocios, la posición financiera, como también en la generación de flujos operacionales de la entidad.

### Plan de inversiones acotado en el corto plazo. No obstante, con relevantes proyectos en cartera

- Cencosud Shopping cuenta con un plan de inversiones acotado para los próximos periodos, que se concentrará mayoritariamente en capex de mantenimiento para sus diversos centros comerciales.
- Los proyectos Portal Angamos en Antofagasta y Portal el Llano en Santiago se encuentran en proceso de comercialización, incorporando 10.520 m<sup>2</sup> adicionales de GLA.

A nivel internacional los proyectos que se estaban ejecutando son La Molina en Lima y La 65 en Medellín, con una inversión total estimada por US\$ 276 millones.

No obstante, dada las medidas tomadas por los gobiernos de cada uno de estos países, las obras se encuentran detenidas ocasionando una postergación del capex hasta que el Directorio evalúe las repercusiones económicas del coronavirus y tome decisiones sobre los planes de inversión.

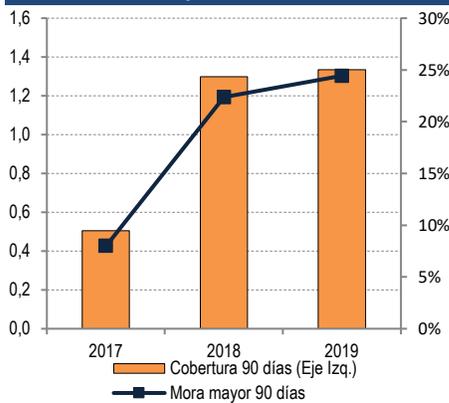
- Dentro de las posibilidades de proyectos a futuro que mantiene la entidad se encuentra el terreno para el desarrollo de Alto Las Condes 2 que actualmente para su construcción se encuentran pendiente la resolución de un proceso administrativo.

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

### Evolución de la vacancia

	2018	2019
Costanera Center	0,4%	0,4%
Oficinas Costanera	2,2%	50,3%
Alto Las Condes	0,4%	0,1%
Portal Florida Center	0,1%	0,7%
Portal La Dehesa	0,6%	0,4%
Portal La Reina	0,8%	0,5%
Portal Rancagua	0,1%	0,0%
Portal Temuco	0,1%	0,2%
Portal Ñuñoa	7,0%	8,7%
Portal Belloto	0,4%	0,3%
Portal Osorno	2,5%	2,3%
Portal El Llano	0,0%	13,9%
Power Center	0,3%	0,3%
<b>Chile</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,9%</b>
Perú	5,7%	4,3%
Colombia	2,6%	5,0%
<b>Total Consolidado</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,3%</b>

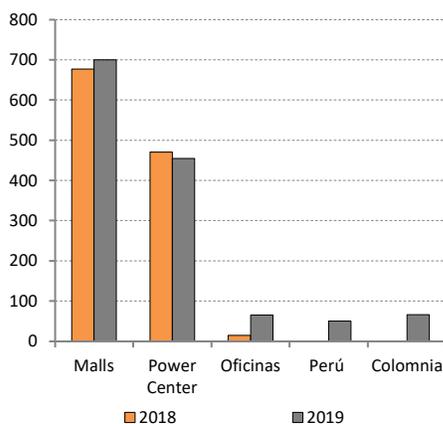
### Niveles de mora y coberturas de la cartera mayor a 90 días



Fuente: La compañía.

### Diversificación por tipo de activo

Medido en miles de metros cuadrados arrendables



Fuente: La compañía.

Además, se debe considerar, en el caso del Costanera Center, que el proyecto contemplaba la construcción de cuatro torres, de las cuales actualmente se encuentran construidas la torre 4 (altura 109 metros) y la torre 2 (altura 300 metros). Sin embargo, según lo informado por la administración, no se contempla en el mediano plazo la construcción de las torres faltantes.

- Con todo lo anterior, Feller Rate monitoreará el avance en dichos proyectos y una vez definido los planes de inversión para cada uno se evaluará su implicancia en el perfil financiero de la compañía.

No obstante, se espera que la entidad mantenga una política conservadora en sus inversiones con un adecuado mix para su financiamiento entre su generación propia, deuda financiera y, en caso de ser necesario, aportes de capital.

### Niveles de vacancia acotados y adecuada cobertura de cartera morosa

- La colocación de nuevos activos de renta inmobiliaria en los segmentos en que participa la compañía (centros comerciales y oficinas) conllevan saltos discretos en sus indicadores de vacancia al momento de la entrada en operación de los inmuebles en construcción o de ampliaciones respectivas.

Este efecto, en el caso de los centros comerciales se ve, en parte, mitigado ante un modelo de negocios que contempla la presencia de contratos de tiendas anclas en las etapas iniciales del proyecto, con lo cual el inicio de la construcción se encuentra supeditado al cierre del acuerdo comercial para garantizar los flujos de público y la incorporación a futuro de tiendas de menor tamaño.

- Los activos de Cencosud Shopping presentaron, durante el periodo evaluado, niveles acotados de vacancia en el segmento de centros comerciales, tanto en los *malls* como en los *power center*, coherente con la maduración de los activos pertenecientes a la entidad.

Al cierre del cuarto trimestre de 2019, los activos de Cencosud Shopping registraron una vacancia del 1,3% (0,9% a diciembre de 2018), alcanzando el 0,9% en el caso de Chile, seguido por Perú (4,3%) y Colombia (5,0%).

- En el caso de los *power center* en Chile, su vacancia se ha mantenido en el 0,3%. Asimismo, los *malls* de la compañía mantuvieron vacancias por debajo del 1% exceptuando Portal Ñuñoa (8,7%), Portal Osorno (2,3%) y Portal El Llano (13,9%). Este último, debido a la incorporación reciente de metros cuadrados.
- A diciembre de 2019, la vacancia de las torres de oficinas del Costanera Center se situó en el 50,3%, no obstante, esta se irá disminuyendo en el mediano plazo a medida que la entidad avance en su plan de comercialización de metros cuadrados.
- La cartera de deudores de la compañía, a diciembre de 2019, presentó un incremento en su mora mayor a 90 días pasando al 24,4% sobre el total de la cartera (22,4% a fines de 2018). No obstante, la compañía mantiene una cobertura de mora por sobre la 1 vez, manteniéndose en rangos adecuados.

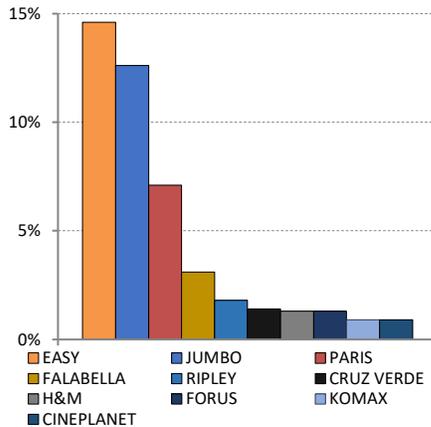
- Respecto de lo anterior, la entidad como una de las medidas realizadas para ayudar a los locatarios más debilitados por la contingencia social, renegotio el arriendo de octubre a diciembre, mediante pagos en cuotas. Estos, en gran parte fueron pactados mediante cheques, ocasionando un aumento en los niveles de provisión debido a las políticas de la compañía.

### Diversificación de activos en el portafolio de la compañía

- Cencosud Shopping evidencia una cartera de activos inmobiliarios con una alta diversificación desde el punto de vista de cantidad de activos y arrendatarios. Ello, a pesar de encontrarse concentrado bajo el formato de centros comerciales, medido por metros cuadrados, cuya actividad se focaliza mayoritariamente en la Región Metropolitana, acorde a la mayor densidad de población.

Solvencia **AA+**  
Perspectivas **Estables**

**Diversificación de cartera con contrapartes comerciales de buena calidad crediticia**



— **DIVERSIFICACIÓN POR TIPO DE ACTIVOS:**

- A fines del cuarto trimestre de 2019, los activos inmobiliarios en Chile se encuentran concentrados en centros comerciales (94,7%), repartidos bajo el formato de malls (57,4%) y *power center* (37,3%).

Al respecto, los principales activos, medidos por metros arrendables, son Costanera Center, Alto Las Condes y Portal Florida, representado y una participación del 9,7%, 9,1% y 9,2%, respectivamente, sobre los metros consolidados de la compañía.

Además, se debe señalar que en el caso del Costanera Center cuenta con espacios comerciales desafectados, que con una acotada inversión se pueden transformar en espacios arrendables aumentando la superficie por cerca de los 17.000 m<sup>2</sup>.

- En el caso del segmento de *power center*, estos contemplan 21 activos de los cuales los con mayor tamaño son Ñuñoa, Portal Osorno y Valparaíso.
- En el caso de las oficinas, estas se encuentran concentradas en las torres 2 y 4 del Costanera, que actualmente representan el 5,3% de la superficie en Chile. Además, la entidad cuenta con oficinas en los malls Alto Las Condes y Florida Center utilizadas principalmente por Cencosud.

Entre agosto y octubre de 2019 se obtuvo la recepción municipal de 50.000 m<sup>2</sup> de GLA para el arriendo de oficinas en el Costanera Center, las cuales se encuentran en proceso de comercialización.

— **DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA:**

- A diciembre de 2019, Cencosud Shopping, cuenta con una superficie de 50.073 m<sup>2</sup> en Perú y 65.860 m<sup>2</sup> en Colombia, mejorando en parte la diversificación de los activos.
- A igual fecha, se observa que los principales centros comerciales de la entidad se encuentran concentrados en la Región Metropolitana, coherente con la densidad geográfica y estrategia registrada en la industria.

Al respecto, se debe señalar que los principales activos de la entidad se encuentran en distintas comunas, destacándose Providencia, Las Condes y La Florida, entre otras.

- Dentro de los activos que mantiene la compañía en otras regiones se destacan Portal Rancagua, Portal Temuco y Portal Osorno con una participación del 3,3%, 4,2% y 1,7%, respectivamente, sobre el total de la superficie arrendable.

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

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

Por otro lado, las operaciones de las oficinas y centros comerciales están influenciadas por el desempeño de la economía. En periodos adversos del ciclo, la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación y alzas en la morosidad por parte de los locatarios. Este efecto es mayor o menor dependiendo de que segmento predomine en cada entidad.

- A su vez, el modelo de negocio genera importantes barreras a la salida de clientes dados los plazos y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación.
- La cartera de arrendatarios de Cencosud Shopping contempla arriendos con tiendas anclas con una duración que varía entre los 20 a 30 años, y en el caso de los supermercados su duración es por sobre los 25 años. Además, cuenta con tiendas de menor tamaño cuyos contratos son de menor plazo.
- La duración de los contratos de arriendo del segmento renta comercial promediaron los 13 años, con un perfil de vencimiento estructurado en largo plazo. Además, dichos contratos de arriendos están estipulados en UF, por lo que presentan una cobertura frente al riesgo inflacionario.
- Los ingresos provienen, para todos sus segmentos, mayoritariamente por arriendos fijos, acorde a la industria. En el caso de centros comerciales se incorpora un arriendo variable que se encuentra asociado a los volúmenes de ventas de los locatarios.

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

- Por otro lado, se debe señalar que la mantención de contratos a largo plazo, con diversas renovaciones, le ha permitido a la compañía poder mantener relaciones estables con sus respectivas contrapartes.

### A pesar de relevante participación del grupo en los arrendatarios, la entidad mantiene una alta diversificación de clientes. Además, principales locatarios presentan una buena calidad crediticia

- Cencosud Shopping cuenta con más de 1.800 contratos de arriendos en el segmento de renta comercial evidenciando una alta cartera de locatarios. Sin embargo, según su peso relativo en los ingresos de la compañía los principales cinco arrendatarios concentran el 41,9% del total.
- Al respecto, el principal locatario de la compañía medido por ingresos es su matriz Cencosud (34,3%), bajo sus formatos de Easy (14,6%), Jumbo (12,6%) y Paris (7,1%).  
Feller Rate, considera adecuada la exposición a su matriz considerando la posición de mercado que presenta en cada uno de sus segmentos.
- Dentro de los factores que permiten mantener a la compañía una mayor estabilidad y una alta generación de flujos es contar con locatarios con buena calidad crediticia.
- Actualmente dentro de los principales locatarios se encuentra Cencosud (34,3% del total de los ingresos), seguido por Falabella (3,1%), y Ripley (1,8%), entidades clasificadas por Feller Rate en "AA-/Estables", "AA/Estables" y "A+/Estables", respectivamente.

### Industria altamente competitiva, intensivo en inversiones y relativamente expuesta al ciclo económico

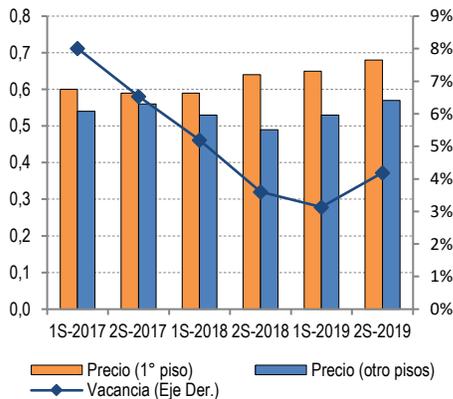
- La industria de rentas inmobiliarias no habitacionales es altamente competitiva y madura, donde conviven grandes empresas o inversionistas especializados, con pequeños y medianos participantes.
- Asimismo, la industria presenta importantes barreras de entrada y a la salida para estos formatos, favoreciendo el negocio de los actuales participantes. El elevado nivel de inversión en capital, la necesidad de bancos de terreno de gran tamaño con buen acceso y una adecuada ubicación dificultan la entrada de nuevos competidores.  
Por otra parte, los contratos de largo plazo, sus cláusulas de salida y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación del espacio también limitan la salida de estos operadores, disminuyendo el incentivo a nuevos participantes.
- Adicionalmente, los distintos segmentos pertenecientes a la industria de rentas inmobiliarias no habitacionales presentan diversas exposiciones al ciclo económico. Esto debido a factores utilizados en los sectores para mitigar en parte dicho efecto, como es el caso de la mantención de contratos de arriendo a largo plazo.

#### — DIVISIÓN COMERCIAL:

- La industria de centros comerciales en Chile se caracteriza por un creciente nivel competitivo, con presencia de grandes operadores de retail ligados a la propiedad de centros comerciales.
- Se estima que cerca de un 25% de las ventas del comercio minorista en Chile son realizadas a través de los centros comerciales. Este porcentaje es bajo en comparación con economías desarrolladas, donde comúnmente supera el 50%. Sin embargo, la penetración de los centros comerciales en la Región Metropolitana -que concentra cerca de un tercio de la población nacional- supera el 70%, evidenciando el alto grado de madurez alcanzado por la industria local.
- Las operaciones de los centros comerciales están influenciadas por las variaciones de la economía. En ciclos económicos adversos, la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación, alzas en la morosidad de contratos y bajas en las tarifas pactadas con locatarios. Por lo anterior, y como una medida de protección y estabilización de los flujos, las compañías suelen asignar un fuerte componente fijo dentro de sus contratos.

#### Evolución de los precios y vacancia de strip center

Cifras de precios en UF/m<sup>2</sup>



Fuente: GPS, reporte de mercado de strip center.

#### Evolución de vacancia de Oficinas clase A+ y A



Fuente: GPS, reporte de mercado de oficinas.

Solvencia  
Perspectivas

AA+  
Estables

## Actor con destacado posicionamiento en los segmentos en que participa

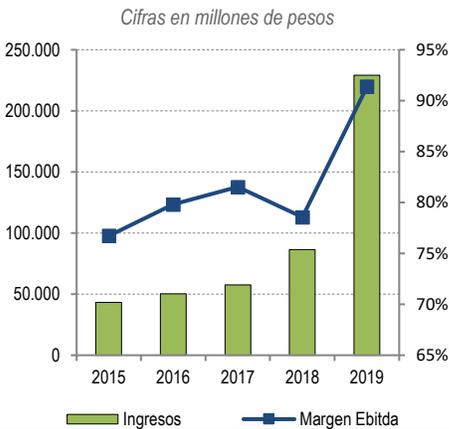
- Dentro del segmento de rentas comerciales, Cencosud se encuentra en la segunda posición, tras el operador Mall Plaza -perteneciente al Grupo Falabella-, y seguido por Parque Arauco. Los tres actores representan en conjunto un porcentaje relevante de la oferta de superficie arrendable en centros comerciales.
  - En el caso de oficinas con la apertura de las torres del Costanera le permitirán una mayor diversificación de flujos y de locatarios mejorando su perfil de negocios.
- **MERCADO DE OFICINAS CONTINUA CON BAJOS NIVELES DE VACANCIA**
- Respecto al mercado de oficinas A+, A este presenta, según cifras del estudio de GPS al tercer trimestre de 2019, una participación del 24% en El Bosque seguido por Nueva Las Condes (16%), Santiago (17%) y El Golf (16%).
  - Durante los últimos años se observó una constante disminución en la vacancia del mercado pasando desde el 9,55% registrado el tercer trimestre de 2015 hasta alcanzar el 4,2% a septiembre de 2019, con una caída más paulatina en los últimos periodos. No obstante, durante el último trimestre de 2019, se observó un crecimiento en la vacancia hasta el 5,09%
  - A contar de 2017 se ha observado un precio promedio en el rango de los 0,53 UF/m<sup>2</sup>, con un comportamiento dispar en cada una de las comunas evaluadas.
- **STRIP CENTER: LEVE AUMENTO EN LOS NIVELES DE VACANCIA EN EL ÚLTIMO SEMESTRE EN CONJUNTO CON UN AUMENTO EN LOS PRECIO PROMEDIOS**
- Según las cifras informadas en el estudio de GPS (*Global Property Solutions*), se observa un relevante aumento en los metros cuadrados en el segmento de *strip center* pasando desde los 299.870 m<sup>2</sup> en junio de 2016 hasta alcanzar a fines de 2019 los 345.315 m<sup>2</sup>.
  - Asimismo, se exhibió una disminución en los niveles de vacancia durante el segundo semestre de 2018 y primer semestre de 2019 hasta el 3,1%, cifra por debajo de lo registrado durante el periodo evaluado. Sin embargo, a fines de 2019 la vacancia presentó un leve incremento hasta el 4,2%
  - A su vez, a diciembre de 2019, los precios promedio de arriendo del 1° piso presentaron un crecimiento hasta el 0,68 UF/m<sup>2</sup> (0,59 UF/m<sup>2</sup> a fines de 2017) y los otros pisos hasta las 0,57 UF/m<sup>2</sup> (0,56 UF/m<sup>2</sup> a fines de 2017).

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

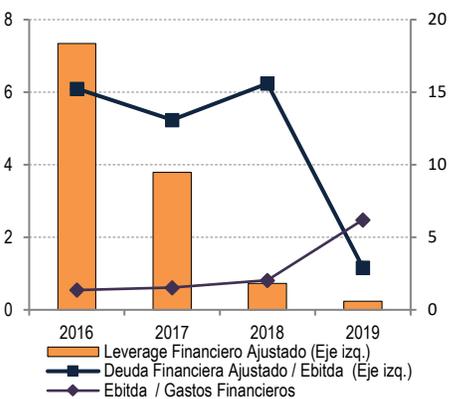
**POSICIÓN FINANCIERA SATISFACTORIA**

- **Aclaración:** La sociedad, tras la fusión de las entidades originales, optó por la aplicación del método de "Contabilidad del predecesor" que implica la aplicación de los siguientes principios: los activos y pasivos de la entidad adquirida son reconocidos a los valores en libros precedentes; no se requiere de valores razonables; y no se reconoce una nueva plusvalía.
- Además, respecto a la presentación en los estados financieros consolidados la empresa optó por el método de presentación prospectivo. Esto implica que los saldos de balance y en los resultados de la sociedad absorbida son incorporados prospectivamente desde la fecha en la cual ocurrió la combinación de negocios (31 de octubre de 2018).
- Por lo anterior, en los estados financieros a diciembre de 2018 se considera solamente dos meses de la actividad de los inmuebles incorporados tras la fusión de las sociedades.

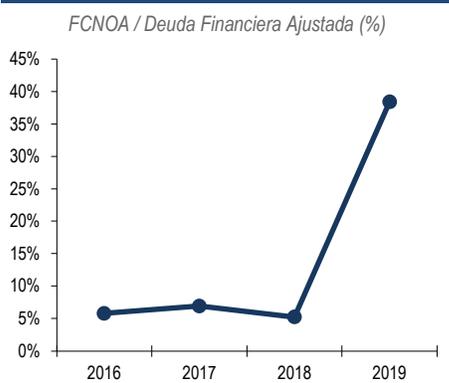
**Ingresos y márgenes consolidados**



**Indicadores de endeudamiento**



**Indicador de cobertura**



**Resultados y márgenes:**

*Crecimiento relevante en los ingresos y Ebitda de la compañía tras la fusión y división de las sociedades*

- Cencosud Shopping, desarrolla su operación en la industria de renta comercial, que se caracteriza por la obtención de altos márgenes operacionales, con una fuerte estabilidad en periodos de menor dinamismo económico.

Lo anterior, producto de una estructura contractual de arriendos que mantienen un componente mayoritariamente fijo, además de la mantención por parte de la entidad de altos niveles de ocupación en su cartera de centros comerciales.

- Al cierre del cuarto trimestre de 2019, los ingresos de la compañía alcanzaron los \$ 228.990 millones, exhibiendo un relevante crecimiento en comparación a lo registrado a diciembre de 2018, debido a la consolidación de los activos tanto nacionales como internacionales (a contar del segundo semestre de 2019).

Al analizar la evolución de los ingresos considerando una proforma comparable, bajo cifras informadas por la compañía, los ingresos en el cuarto trimestre decrecieron un 9,4% (0,3% anual), principalmente debido a los eventos ocurridos en Chile en los últimos meses del año, que no lograron ser compensados con el crecimiento del 3% acumulado en los primeros 9 meses.

- A fines de 2019, la generación de Ebitda se situó en los \$ 209.242 millones, evidenciando un alto margen Ebitda, 91,4%, coherente con los rangos esperados debido a la cartera de proyectos maduros que mantiene la entidad y a la industria a la que pertenecen.

El alza en el margen Ebitda en comparación a los rangos de años anteriores, se debe a la incorporación de los activos en conjunto con la implementación de la IFRS 16 durante 2019. Sin embargo, en el último trimestre se registran mayores gastos operacionales asociados a la provisión de incobrable, por las facilidades de pagos otorgadas a los locatarios, y por un mayor gasto en seguridad a raíz de lo eventos ocurridos en Chile.

- Debido a las características de la industria de renta comercial, la entidad posee una estable y adecuada capacidad de generación de flujos operacionales. Así, a diciembre de 2019, el flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA) se incrementó hasta los \$ 234.467 millones.

Al mismo tiempo, la compañía reestructuro su deuda financiera y realizó un aumento de capital, que permitieron disminuir los niveles de deuda financiera ajustada, lo que se tradujo en un incremento en el indicador de cobertura de deuda financiera ajustada sobre la FCNOA hasta el 38,4% (5,2% a diciembre de 2018).

**Endeudamiento y coberturas:**

*Tras reestructuración financiera se presentan indicadores crediticios acorde a la clasificación de riesgo*

- Históricamente, la estructura de financiamiento de la compañía contemplaba deuda intercompañía como parte principal del financiamiento de los proyectos inmobiliarios. En 2019, tras la fusión de las sociedades, la entidad resultante realizó un plan de reestructuración financiera.

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

#### Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes ajustada, a diciembre de 2019, por \$ 8.883 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

#### Principales Usos de Liquidez

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

- Ello contempló la colocación en el mercado local de bonos corporativos por un total de UF 19 millones, cuyos fondos fueron utilizados para el pago de la deuda inter-compañía que mantenía la entidad con su matriz, Cencosud.

Este proceso se realizó con la emisión de cuatro bonos en el mercado local. La primera fase en mayo de 2019 mediante las series A (UF 7 millones) y B (UF 3 millones) y la segunda en septiembre a través de las series C (UF 3 millones) y E (UF 6 millones).

- Parte del plan de reestructuración financiera, contempló la apertura a la bolsa de la compañía que ocurrió el 28 de junio de 2019, en la cual se recaudaron US\$ 1.055 millones, cuyos fueron utilizados para el pago de deuda con la matriz.
- Con todo, el stock de pasivos financieros ajustados (considerando pasivos por arrendamiento) de Cencosud Shopping alcanzó, a diciembre de 2019, los \$ 610.094 millones, evidenciando una baja del 42,4% en comparación a lo registrado a fines de 2018.
- Actualmente, la estructura de la deuda financiera se encuentra concentrada en los cuatro bonos corporativos que mantiene una estructura de amortización mediante *bullet*, generando mayores holguras financieras.
- El *leverage* financiero ajustado de la compañía, tras los eventos mencionados con anterioridad, continuó con su tendencia a la baja hasta alcanzar las 0,2 veces a diciembre de 2019, producto tanto de la baja en la deuda financiera como en el incremento en la base patrimonial.
- Los indicadores de cobertura a diciembre de 2019 alcanzaron niveles acordes a su clasificación de riesgo. Esto, considera que el indicador de deuda financiera ajustada neta sobre el Ebitda ajustado se situó en las 2,4 veces y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se incrementó a las 6,2 veces.

#### Liquidez: Satisfactoria

- La liquidez de la compañía se considera como "Satisfactoria". Lo anterior, considera a diciembre de 2019 un Ebitda ajustado por \$ 209.180 millones, y un FCNOA por \$ 234.467 millones, sumado a una caja por \$ 100.867 millones (considerando \$ 91.083 millones en otros activos financieros corrientes).

Ello, en comparación con vencimientos financieros de corto plazo por \$ 7.297 millones (considerando cuentas mercantiles en Perú y Colombia), sumado a un pago de dividendos acordes a la política de la compañía y un acotado plan de inversiones en el corto plazo.

- Adicionalmente, se considera líneas de créditos disponibles por \$ 30.000 millones y el acceso al mercado financiero que quedó en evidencia en 2019 ante la colocación de los bonos y la apertura en bolsa de la compañía, disminuyendo su carga financiera y estructurando obligaciones financieras más a largo plazo.

Solvencia	29 Marzo 2019	26 Marzo 2020
Perspectivas	AA+	AA+
Líneas de Bonos	Estables	Estables
	AA+	AA+

### Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2014 <sup>(1)</sup>	2015 <sup>(1)</sup>	2016 <sup>(1)</sup>	2017 <sup>(1)</sup>	2018 <sup>(2)</sup>	2019 <sup>(2)</sup>
Ingresos Operacionales	37.143	43.076	50.279	57.508	86.448	228.990
Ebitda <sup>(3)</sup>	29.107	33.054	40.116	46.871	67.908	209.242
Resultado Operacional	29.107	33.054	39.791	46.038	67.034	209.180
Ingresos Financieros	15	15	24	21	38	759
Gastos Financieros	-32.205	-28.851	-29.145	-30.677	-33.420	-33.741
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	8.481	1.428	48.979	78.747	81.593	405.481
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	28.784	26.618	35.303	42.313	55.421	234.467
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) <sup>(4)</sup>	28.725	26.618	35.328	42.355	55.469	234.467
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(5)</sup>	28.784	26.618	35.303	42.313	55.421	231.693
Inversiones en Activos Fijos Netas	-30.396	-7.764	-2.489	-2.271	-2.871	-31.840
Inversiones en Acciones						
Flujo de Caja Libre Operacional	-1.612	18.854	32.814	40.041	52.549	199.853
Dividendos Pagados					-150.000	-228.750
Flujo de Caja Disponible	-1.612	18.854	32.814	40.041	-97.451	-28.897
Movimiento en Empresas Relacionadas		-47.367				
Otros Movimientos de Inversiones					4.118	-91.438
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-1.612	-28.513	32.814	40.041	-93.333	-120.335
Variación de Capital Patrimonial						702.345
Variación de Deudas Financieras						530.693
Otros Movimientos de Financiamiento		-7	-7	0	2.940	296
Financiamiento con Empresas Relacionadas	1.971	28.360	-33.030	-39.096	93.710	-1.109.886
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	359	-160	-224	945	3.317	3.114
Caja Inicial	1.533	1.892	1.731	1.508	2.453	5.770
Caja Final	1.892	1.731	1.508	2.453	5.770	8.883
Caja y equivalentes	1.892	1.731	1.508	2.453	5.770	100.867
Cuentas por Cobrar Clientes	11.758	13.059	11.650	4.219	21.686	25.687
Inventario						
Deuda Financiera <sup>(6)</sup>					1.829	610.094
Deuda Financiera Ajustada <sup>(7)</sup>	574.177	631.388	611.090	613.420	1.059.555	610.094
Activos Clasificados para la Venta			699			
Activos Totales	622.049	687.155	728.284	844.579	2.998.042	3.804.442
Pasivos Totales	599.179	662.856	644.988	682.535	1.532.810	1.266.909
Patrimonio + Interés Minoritario	22.870	24.298	83.296	162.043	1.465.233	2.537.533

n.d.: No disponible.

(1) Corresponden a los estados financieros de Costanera Center S.A.

(2) Corresponden a los estados financieros de Cencosud Shopping continuadora legal de Costanera Center S.A. tras la adquisición de activos por fusión por absorción de Cencosud Shopping Center.

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

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

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

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

(7) Deuda financiera Ajustada: Deuda Financiera incorporando cuenta mercantil con Cencosud S.A.

### Principales Indicadores Financieros

	2014 <sup>(1)</sup>	2015 <sup>(1)</sup>	2016 <sup>(1)</sup>	2017 <sup>(1)</sup>	2018 <sup>(2)</sup>	2019 <sup>(2)</sup>
Margen Bruto	83,8%	87,1%	85,1%	85,6%	82,2%	97,3%
Margen Operacional (%)	78,4%	76,7%	79,1%	80,1%	77,5%	91,3%
Margen Ebitda <sup>(3)</sup> (%)	78,4%	76,7%	79,8%	81,5%	78,6%	91,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	37,1%	5,9%	58,8%	48,6%	5,6%	16,0%
Costo/Ventas	16,2%	12,9%	14,9%	14,4%	17,8%	2,7%
Gav/Ventas	5,4%	10,4%	5,9%	5,5%	4,7%	5,9%
Días de Cobro	114,0	109,1	83,4	26,4	90,3	40,4
Días de Pago	330,6	270,6	232,5	137,6	690,9	1.689,6
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento total	26,2	27,3	7,7	4,2	1,0	0,5
Endeudamiento financiero <sup>(5)</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Endeudamiento Financiero Neto <sup>(5)</sup>	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
Endeudamiento financiero Ajustado <sup>(6)</sup>	25,1	26,0	7,3	3,8	0,7	0,2
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado <sup>(6)</sup>	25,0	25,9	7,3	3,8	0,7	0,2
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(3) (5)</sup> (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,9
Deuda Financiera Ajustada/ Ebitda <sup>(3) (6)</sup> (vc)	19,7	19,1	15,2	13,1	15,6	2,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(3) (5)</sup> (vc)	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	2,4
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda <sup>(3) (6)</sup> (vc)	19,7	19,0	15,2	13,0	15,5	2,4
Ebitda/ Gastos Financieros <sup>(3)</sup> (vc)	0,9	1,1	1,4	1,5	2,0	6,2
FCNOA / Deuda Financiera <sup>(4) (5)</sup> (%)					3032,5%	38,4%
FCNOA / Deuda Financiera Neta <sup>(4) (5)</sup> (%)	-1518,6%	-1537,6%	-2343,5%	-1726,8%	-1407,7%	46,0%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada <sup>(4) (6)</sup> (%)	5,0%	4,2%	5,8%	6,9%	5,2%	38,4%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada <sup>(4) (6)</sup> (%)	5,0%	4,2%	5,8%	6,9%	5,3%	46,0%
Liquidez Corriente (vc)	1,0	1,4	1,4	1,8	1,6	1,5

n.d.: No disponible.

- (1) Corresponden a los estados financieros de Costanera Center S.A.  
(2) Corresponde a los estados financieros de Cencosud Shopping continuadora legal de Costanera Center S.A. tras la adquisición de activos por fusión por absorción de Cencosud Shopping Center.  
(3) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.  
(4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.  
(5) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.  
(6) Deuda financiera Ajustada: Deuda Financiera incorporando cuenta mercantil con Cencosud S.A.

### Características de los Instrumentos

LÍNEAS DE BONOS	940	941
Fecha inscripción	06/05/2019	06/05/2019
Monto	UF 12.000.000	UF 12.000.000
Plazos	10 años	30 años
Serie vigentes	No tiene	No tiene
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No contempla	No contempla

EMISIONES DE BONOS	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E
Fecha de inscripción	14/05/2019	14/05/2019	29/08/2019	29/08/2019	29/08/2019
Al amparo de Línea de Bonos	940	941	940	941	941
Monto inscrito	UF 10.000.000	UF 10.000.000	UF 5.000.000	UF 9.000.000	UF 9.000.000
Monto de la colocación	UF 7.000.000	UF 3.000.000	UF 3.000.000		UF 6.000.000
Plazo de amortización	1 cuota	1 cuota	1 cuota	1 cuota	1 cuota
Fecha de colocación	17/05/2019	17/05/2019	06/09/2019		06/09/2019
Fecha de inicio de amortización	25/04/2029	30/04/2044	01/03/2029	01/03/2029	01/03/2025
Fecha de vencimiento de amortización	25/04/2029	30/04/2044	01/03/2029	01/03/2029	01/03/2025
Tasa de Interés	1,9% anual	2,2% anual	0,65% anual	0,65% anual	1,25% anual
Rescate Anticipado	25/04/20201	30/04/2021	01/09/2021	01/09/2021	01/09/2021
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene

## Nomenclatura de Clasificación

### Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

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

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

### Títulos de Deuda de Corto Plazo

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

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

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

## Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

## Descriptor de Liquidez

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

## Perspectivas

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

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

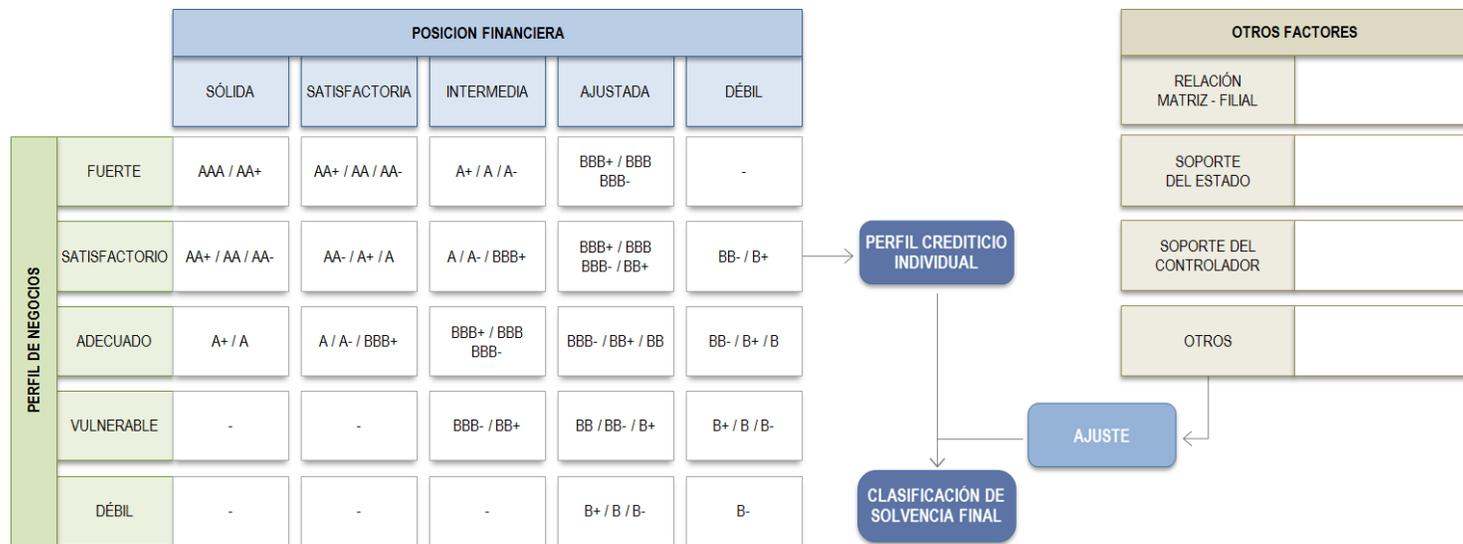
## Creditwatch

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

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

### Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

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



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

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